

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：范若滢 中国银行研究院
电话：010 - 6659 2780

签发人：陈卫东
审稿人：周景彤
联系人：梁婧 叶银丹
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

理性看待近期物价波动：

逻辑、预测与建议*

近期，物价波动引起了社会各界广泛关注。PPI 涨幅扩大呈典型输入型特征，大宗商品价格变动对 PPI 影响显著。未来我国短期内面临的输入型通胀压力将进一步加大，但形成全面通胀的可能性较小。经估算，预计 2021 年 PPI 涨幅均值在 3.5%-5.2% 左右，全年呈倒 V 型走势，在二季度达到高点；CPI 涨幅均值在 1.3% 左右，全年呈 M 型走势温和上涨。需关注物价波动给经济运行造成的影响，建议保持宏观政策的连续性和稳定性；加强宏观政策储备，做好市场预期管理和流动性管理的前瞻性准备；围绕产业集群发展增强上下游企业协同效应，大力发展供应链金融；多措并举改善企业的经营环境，重点关注原材料和劳动力成本上升问题。

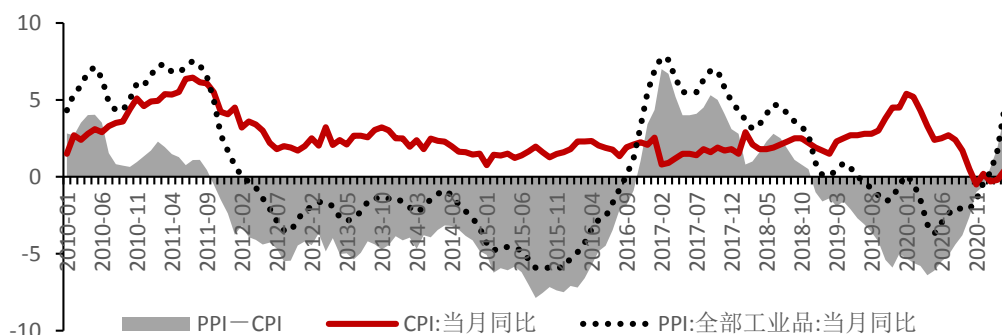
理性看待近期物价波动：逻辑、预测与建议

近期，物价波动引起了社会各界广泛关注。PPI 涨幅扩大呈典型输入型特征，大宗商品价格变动对 PPI 影响显著。未来我国短期内面临的输入型通胀压力将进一步加大，但形成全面通胀的可能性较小。经估算，预计 2021 年 PPI 涨幅均值在 3.5%–5.2% 左右，全年呈倒 V 型走势，在二季度达到高点；CPI 涨幅均值在 1.3% 左右，全年呈 M 型走势温和上涨。需关注物价波动给经济运行造成的影响，建议保持宏观政策的连续性和稳定性；加强宏观政策储备，做好市场预期管理和流动性管理的前瞻性准备；围绕产业集群发展增强上下游企业协同效应，大力发展供应链金融；多措并举改善企业的经营环境，重点关注原材料和劳动力成本上升问题。

一、今年以来我国物价波动特点

2021 年以来，我国物价运行呈上下游分化态势。一方面，在全球经济复苏、大宗商品价格上涨、低基数效应等因素共同推动下，PPI 涨幅明显扩大。一季度各月 PPI 同比涨幅分别为 0.3%、1.7% 和 4.4%，3 月涨幅创近年来新高。另一方面，在上年高基数、猪肉价格下行等因素影响下，CPI 涨幅低位运行，一季度各月 CPI 同比涨幅分别为 -0.3%、-0.2% 和 0.4%。PPI-CPI 剪刀差不断扩大，一季度各月分别为 0.6、1.9 和 4 个百分点（图 1），表明上中下游产品价格不同步，原材料价格上涨没有及时传导至终端消费品。

图 1：CPI 和 PPI 走势（%）



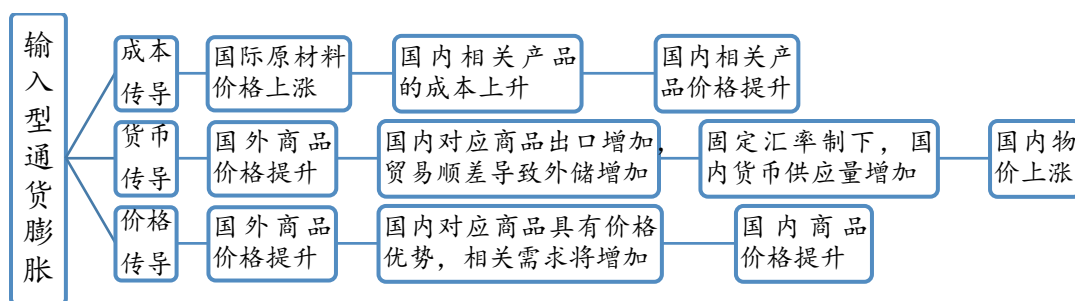
资料来源：Wind，中国银行研究院

二、短期输入型通胀压力加大，但不会形成全面通胀

（一）大宗商品价格上涨推动 PPI 中枢上移

本轮 PPI 快速上涨呈典型输入型特征。从输入型通胀的传导机制来看，主要通过成本、货币、价格三条传导渠道影响国内物价水平（图 2）。当前中国面临的输入型通胀压力，主要是成本传导渠道引起的。首先，国际大宗商品价格影响我国进口价格，表现为反映国际大宗商品价格总体走势的 CRB 指数与我国进口价格指数走势高度趋同。其次，带动国内石油相关行业以及黑色金属、有色金属相关行业价格走高，进而推动 PPI 增速中枢整体上移。

图 2：输入型通胀传导渠道



资料来源：中国银行研究院

对 PPI 涨幅进行分行业权重分析发现，大宗商品价格变动对 PPI 影响显著。PPI 共包括 39 个工业行业，各行业权重是工业统计中的行业销售产值比重。由于销售产值数据难以获取，我们用主营业务收入¹代替。经测算发现，计算机通信制造业、汽车制造业等行业占比较高，但这些行业产品价格波动较小，所以影响 PPI 涨幅的主要行业为黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业、农副食品加工业、煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业。这 5 个行业对 2021 年前 3 个月 PPI 同比涨幅的贡献度达 133.6%（表 1）。进一步地，可以归纳为对应 5 类大宗商品价格变动，即石油、煤炭、黑色金属、有色金属和粮食。

¹ 主营业务收入与 PPI 的行业口径都以《国民经济行业分类》为标准，区别仅在于前者多两个采矿业行业“开采辅助活动”和“其他采矿业”，需要进行剔除。

表 1：PPI 各行业表现

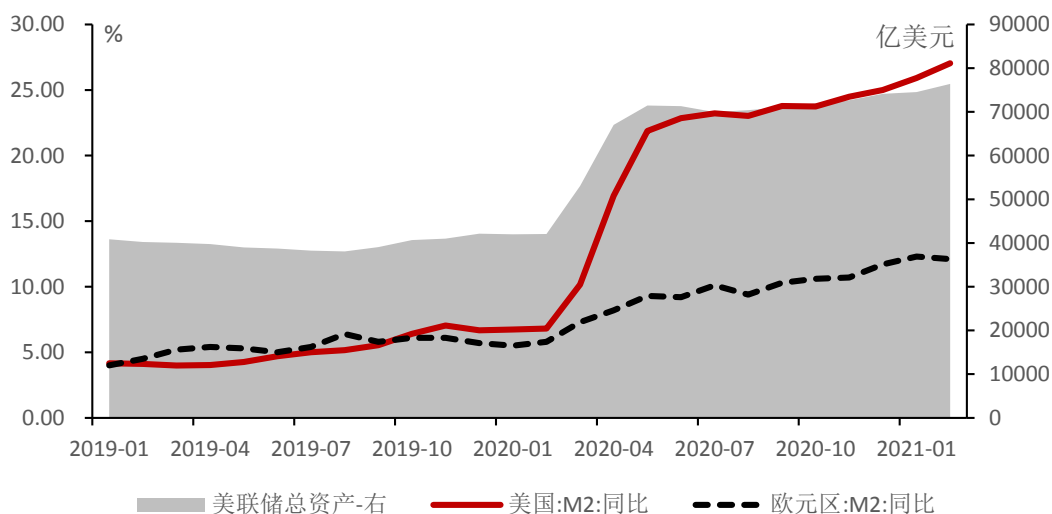
行业	行业占比	PPI 涨幅	对整体 PPI 涨幅的贡献
煤炭开采和洗选业	2.21%	8.90%	9.36%
石油和天然气开采业	0.77%	-3.80%	-1.39%
黑色金属矿采选业	0.47%	28.80%	6.49%
有色金属矿采选业	0.24%	10.90%	1.23%
非金属矿采选业	0.30%	0.90%	0.13%
农副食品加工业	4.72%	5.00%	11.23%
食品制造业	1.93%	0.60%	0.55%
酒、饮料和精制茶制造业	1.58%	1.80%	1.35%
烟草制品业	2.12%	0.50%	0.50%
纺织业	1.90%	-1.40%	-1.27%
纺织服装、服饰业	1.11%	-1.00%	-0.53%
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.77%	0.00%	0.00%
造纸及纸制品业	1.31%	1.00%	0.62%
印刷业和记录媒介的复制	0.58%	-0.90%	-0.25%
石油、煤炭及其他燃料加工业	4.66%	1.00%	2.22%
化学原料及化学制品制造业	6.45%	5.50%	16.90%
医药制造业	2.58%	0.00%	0.00%
化学纤维制造业	0.79%	2.10%	0.79%
橡胶和塑料制品业	2.37%	-0.10%	-0.11%
非金属矿物制品业	4.91%	-2.20%	-5.15%
黑色金属冶炼及压延加工业	7.65%	15.10%	55.04%
有色金属冶炼及压延加工业	5.19%	14.00%	34.58%
金属制品业	3.50%	2.20%	3.67%
通用设备制造业	3.60%	0.00%	0.00%
专用设备制造业	2.88%	-0.50%	-0.69%
汽车制造业	7.99%	-0.80%	-3.04%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.91%	0.10%	0.04%
电气机械及器材制造业	6.09%	0.00%	0.00%
计算机、通信和其他电子设备制造业	11.46%	-1.90%	-10.37%
电力、热力的生产和供应业	7.42%	-1.30%	-4.59%
燃气生产和供应业	1.22%	0.90%	0.52%
水的生产和供应业	0.33%	0.50%	0.08%

注：表中 PPI 涨幅所用数据为 2021 年前 3 个月数据；行业占比所用数据为 2021 年前 2 个月数据。

资料来源：中国银行研究院

预计未来一段时间大宗商品价格仍将保持涨势。一是全球经济复苏促使需求升温。随着新冠疫苗顺利推广，全球经济复苏形势较好、生产能力快速恢复，这将增加对大宗商品的需求。在拜登基建投资计划刺激下，美国基建投资将增强，进一步扩大对大宗商品的需求。二是全球货币宽松，流动性处于充裕状态。为对冲疫情影响，2020 年全球主要经济体实施了宽松的货币政策，美联储总资产由 4.2 万亿美元扩表至 7.4 万亿美元。预计 2021 年货币政策快速转向可能性不大，3 月份美联储最新会议纪要保持鸽派立场，认为在超宽松政策改变之前经济还需要取得更多进步，经济和就业仍低于预期水平。截至 2021 年 2 月份，美国和欧元区 M2 同比增速分别为 27.04% 和 12.1%，比上年同期加快了 20.2 和 6.3 个百分点（图 3）。三是金融市场炒作投机加剧。大宗商品具有突出的金融属性，宽松的货币政策、全球经济预期向好等因素推升了全球期货交易的活跃度。今年以来高盛、摩根大通、花旗等国际投行高调唱多大宗商品市场，金融市场炒作投机加剧，对大宗商品价格上涨具有显著的放大效应。

图 3：美欧处于流动性充裕状态



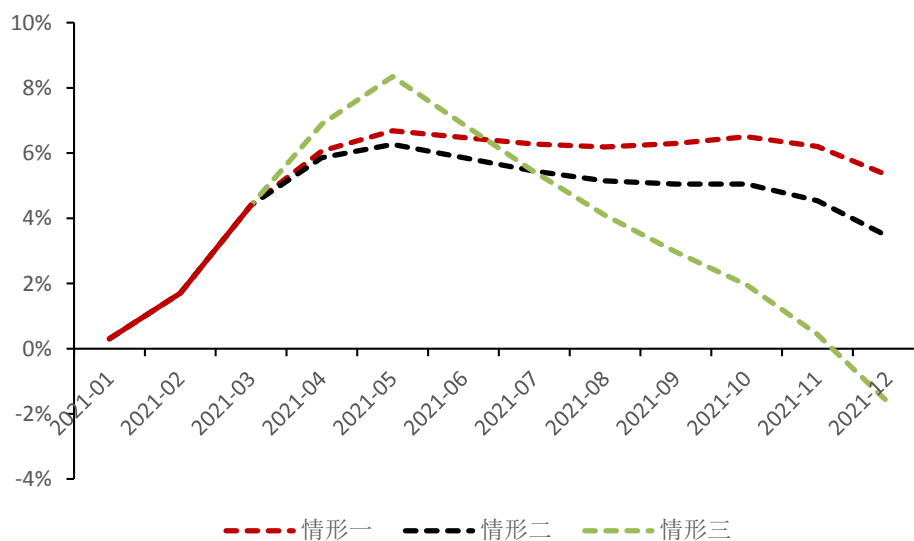
资料来源：Wind，中国银行研究院

具体来看，原油方面，经济复苏持续推动将给原油需求带来较强的需求支撑，但随着 OPEC+ 逐步增产、美国页岩油产量逐渐增加，原油供应将回升，未来油价难出现持续大幅上涨，大概率高位震荡。煤炭方面，受环保督查、安全生产检查等因素影响

主要产煤大省的煤炭供给有所收紧，工业生产恢复带动用电量好转，将保持对煤炭的旺盛需求，动力煤将维持供需偏紧状况，整体价格走势偏强。黑色金属方面，为实现“碳达峰”“碳中和”目标，工信部提出压减钢铁产量，预计钢材市场将保持供需紧平衡状态，钢材价格有进一步上涨空间。有色金属方面，新能源、新基建快速推进将对铜需求形成拉动，产铜大国智利疫情反弹影响铜供给，铜价强势基础仍在，但期货市场出现一定畏高情绪，预计铜价将高位震荡。粮食方面，考虑到新冠疫情对全球粮食产量的影响仍在持续，叠加逆全球化浪潮打破全球粮食资源配置体系，粮食价格未来仍有可能继续上涨。

综上，大宗商品价格未来具备维持强势的基础，但也面临调整的可能。我们分不同情形对 PPI 环比进行估算（图 4）：情形一，今年大宗商品价格以 0.2% 的环比增速持续上涨，此时 PPI 涨幅均值在 5.2% 左右；情形二，大宗商品价格未来将持续保持在当前高位，此时 PPI 涨幅均值在 4.4% 左右；情形三，近期大宗商品价格以 1% 的环比增速上涨，6 月份后逐渐以 1% 的环比增速下降，此时 PPI 涨幅均值在 3.5% 左右。整体来看，预计 2021 年 PPI 涨幅均值在 3.5%–5.2% 左右，全年呈倒 V 型走势，预计二季度达到高点。

图 4：分不同情形下未来 PPI 同比涨幅测算



资料来源：中国银行研究院

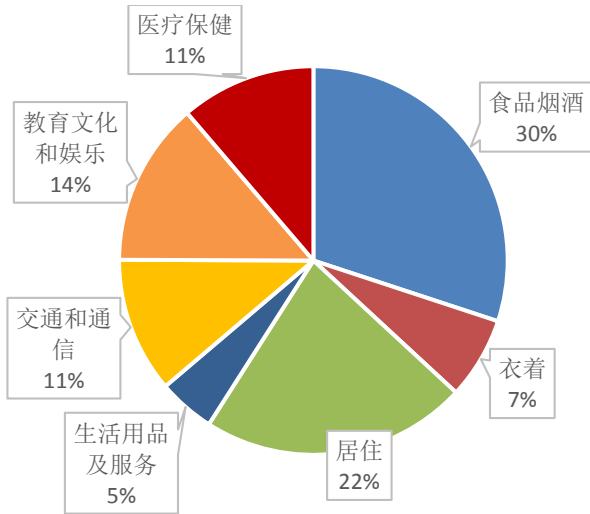
（二）PPI 进一步传导至 CPI 的效果有限

可从两方面分析 PPI 对 CPI 的传导：路径一是直接传导，零售商以批发价（PPI 生活资料价格）获取商品，再以零售价（CPI 消费品价格）卖出。路径二是间接传导。上游原材料与中间投入品价格（PPI 生产资料价格）沿产业链影响下游产成品价格（PPI 生活资料价格），再沿路径一传导至 CPI。其中，影响 PPI 向 CPI 传导效果的一个关键因素在于工业企业议价能力。由于当前我国下游行业竞争较为激烈，价格刚性较强，PPI 传导至 CPI 的效果并不明显。

进一步地，细分 CPI 组成²（图 5）来看 PPI 向 CPI 的传导效果。食品类中，“粮食-畜牧-终端畜禽产品”的传导并不明显，当前肉蛋制品的终端消费处于淡季，且猪肉产业链不断恢复，猪肉、鸡肉、鸡蛋等价格都没有上涨，3 月份，猪肉批发价平均为 37.6 元/公斤，较上年同期回落 21.3%（图 6）。衣着类中，“棉花-纱线-面料-成衣”的传导链条中，价格上涨主要被中游面料厂商吸收。2021 年前 3 个月，中国棉花综合价格指数和纱线价格指数分别上涨 9.45%和 14.55%，但中国柯桥纺织服装面料价格指数几乎没有变化（图 7）。交通通信类中，汽车价格主要取决于行业景气程度，受原材料影响较小，2021 年 2 月份乘用车市场均价为 15.5 万元，与上年末持平（图 8）。生活用品类中，家电价格会受金属、面板、注塑等价格影响而上涨，但上涨幅度小于原材料价格。教育娱乐与医疗保健主要为服务价格，居住类中房租主要受需求、预期等影响，并不受原材料价格影响。

² CPI 统计调查涵盖全国城乡居民生活消费的食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务等 8 大类。

图 5：CPI 不同组成部分权重



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 6：猪肉价格变化

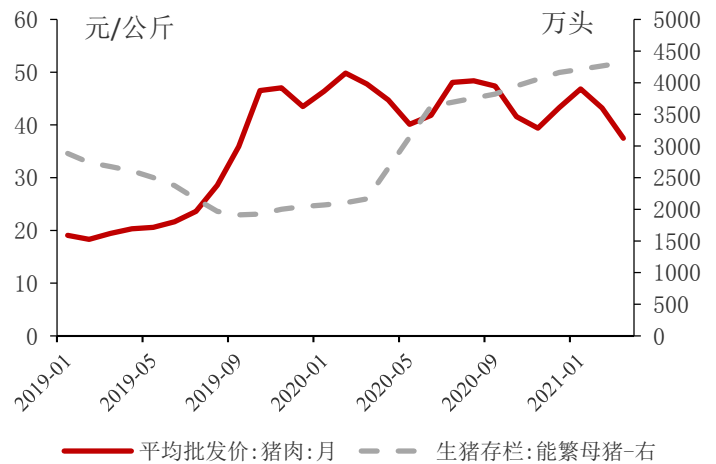


图 7：服装产业链上下游产品价格

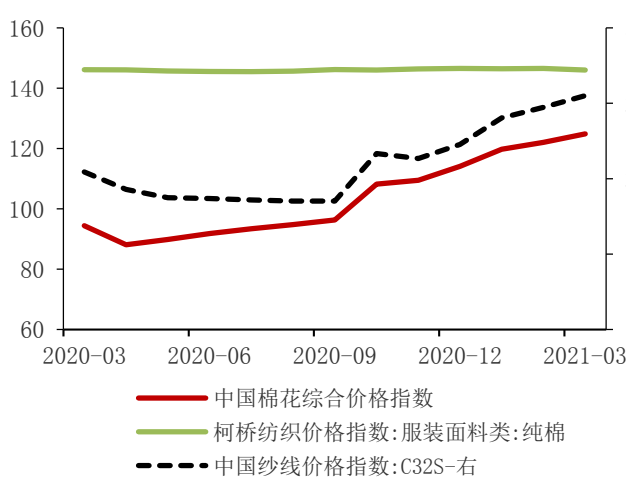
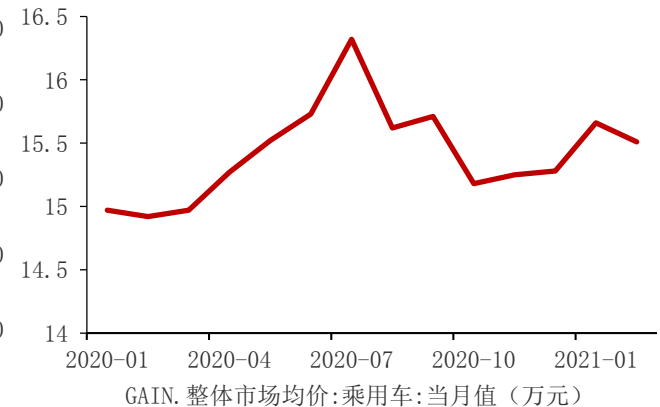


图 8：乘用车市场价格



资料来源：中国棉花网，中国汽车工业协会，中国银行研究院

通过历史均值环比外推法对 CPI 涨幅进行测算。CPI 同比增速公式可表达为：

$$CPI_{2021,N} = \frac{P_{2021,N}}{P_{2021,N-1}} \times \dots \times \frac{P_{2021,1}}{P_{2020,12}} \times \frac{P_{2020,12}}{P_{2020,11}} \dots \times \frac{P_{2020,N+1}}{P_{2020,N}}$$

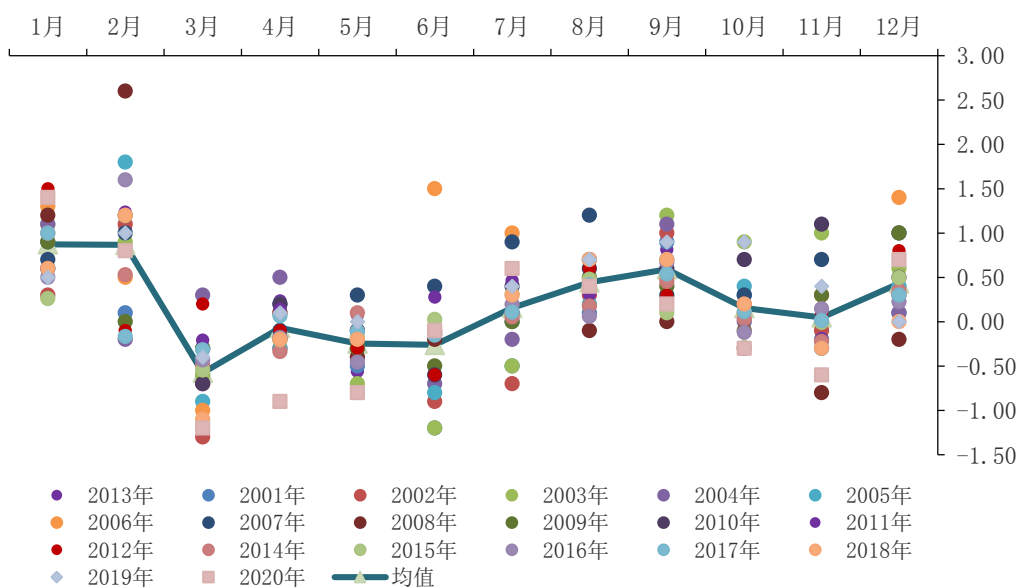
³ 其中， $CPI_{2021,N}$ 为同比增速， $P_{2021,N}$ 为环比增速。

进一步地，可将其转换成：

$$CPI_{2021,N} = \left[(1 + P_{2020,N+1}) \dots (1 + P_{2020,12}) - 1 \right] + \left[(1 + P_{2021,1}) \dots (1 + P_{2021,N}) - 1 \right]$$

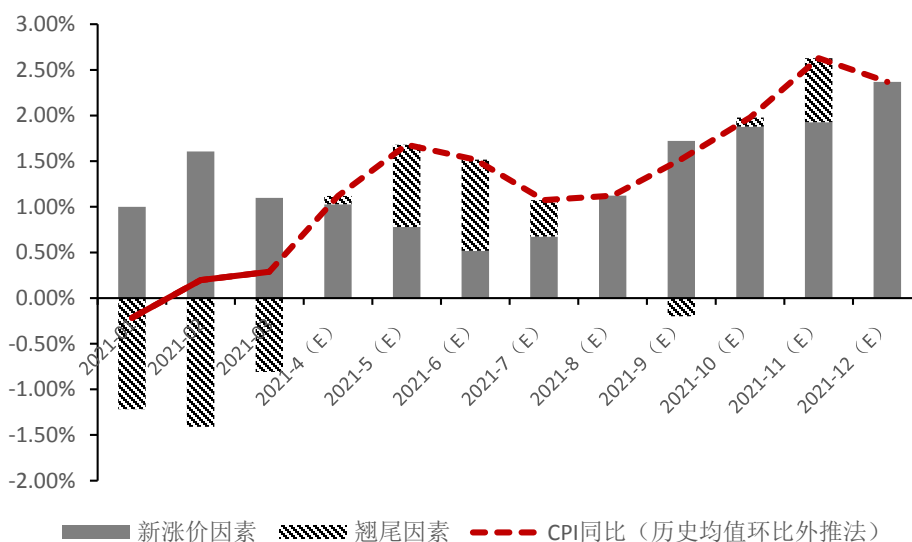
以该式作为预测基础，前半部分为翘尾因素，后半部分为新涨价因素。首先，估算 2021 年 CPI 环比增速。通过分析往年 CPI 环比增速的波动情况，食品价格变动是主要影响因素。由于食品价格具有季节性规律，导致 CPI 环比也具有季节性规律。基于此，可用历史均值环比外推法预测 CPI 环比增速，并进一步推测出同比增速。我们通过计算 2001 年至 2020 年间 CPI 环比平值增速（图 9），估算 2021 年对应月份的 CPI 环比增速。其次，再结合已有的 2020 年 CPI 环比数据，可估算出 2021 年的 CPI 同比增速情况（图 10）。2021 年 CPI 涨幅均值在 1.3% 左右，全年呈 M 型走势。

图 9：CPI 环比波动情况（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 10：未来 CPI 同比涨幅测算及其组成



资料来源：中国银行研究院

三、关注物价波动给经济运行造成的影响

综合来看，未来一段时间我国物价仍将呈现 PPI 走高、CPI 温和的局面。虽然未来呈现全面通胀的可能性不大，但上游原材料价格快速上涨、PPI-CPI 剪刀差进一步扩大等将给经济运行造成不利影响，加剧经济复苏的不平衡，需要给予重视。

（一）原材料价格上涨提高经济运行成本，加大企业经营压力

我国是石油、铁矿石、铜矿、铝土矿、橡胶等主要工业大宗商品的第一大进口国，对外依存度高。近年来，我国大宗商品进口量逐年攀升，大宗商品价格波动将影响进口价格，提高经济运行成本。尤其是在疫情影响尚未完全消退背景下，大量小微企业自身抗风险能力偏弱，原材料成本上涨将给企业增加较大经营压力。需警惕未来成本继续上涨给小微企业带来的经营风险。中国银行问卷调查显示，64.76%的企业表示今年以来原材料成本上涨明显，58.21%的小微企业表示仅能承受 5% 及以下的成本上涨幅度。此外，作为吸纳就业的主体，小微企业的恢复与我国就业情况息息相关。一季度，全国城镇调查失业率均值为 5.4%，较上年末（5.2%）有所上升，就业压力依然较大。

（二）上下游价格不同步影响利润在不同行业间的分配，在产业循环中形成“堰塞湖”效应，影响经济大循环

当前和未来一段时间，我国物价将呈现上中下游产品价格不同步特征。2021 年 3 月份，原材料工业价格、加工工业价格、耐用消费品类价格的涨幅分别为 10.1%、3.4% 和 -1.4%，三者步调明显不一致。这将影响利润在不同行业间的分配，上游采掘业和原材料工业将受益，而下游制造业则将受损，容易造成“上游热、下游冷”的局面，在产业循环中形成“堰塞湖”效应，影响经济大循环。2021 年 1-2 月份工业企业利润数据显示，黑色金属冶炼、有色金属冶炼、化学原料和化学制品制造业等原材料行业利润改善明显，分别同比增长 4.98 倍、2.71 倍和 2.58 倍，食品制造、纺织服装等下游消费品行业利润修复较慢，分别同比增长 68% 和 43%，低于整体水平。

（三）制造业投资修复进程放缓，影响经济增长内生动力

原材料价格上涨过快会增加制造业企业的投资成本，压制其投资意愿，拖累制造业投资的恢复速度。一季度，制造业投资同比增长 29.8%，两年平均增速为 -2.0%，修复速度不及市场预期。其中，下游汽车制造业投资同比增速为 -3.3%，两年平均增速为 -16.1%，远低于整体投资增速。制造业投资又是连接生产和需求两端的关键环节，对经济增长内生动力的恢复至关重要，需要引起高度重视。

（四）引发市场通胀预期升温，金融市场波动加大

一方面，大宗商品价格上涨引发全球通胀预期升温，国际游资流动加剧，容易引发国际金融市场波动，通过金融渠道影响国内金融市场。2021 年以来，美国 10 年期国债收益率加速上升，3 月份已突破 1.7%，表明全球通胀预期明显升温。另一方面，国内市场对于输入型通胀的担忧也导致金融市场波动加大。2021 年 2、3 月份，我国股市、汇市均出现明显波动，截至 3 月底，上证综指报 3441 点，较 2 月初高点下降了 6.9%；人民币兑美元中间价 6.5659，较 2 月初高位贬值了 1.9%。

四、相关建议

第一，保持宏观政策的连续性和稳定性，给予小微企业更长的恢复期。考虑到经济恢复基础并不牢固，宏观政策需继续保持一定力度，特别是对小微企业的精准支持。预计我国物价全面上涨的可能性并不大，输入型通胀压力整体可控，并不会对货币政策形成明显掣肘。未来货币政策仍要灵活适度，保持货币政策环境与经济发展相适应。更加注重精准性，创新更多直达实体经济工具。财政政策要提高财政资金使用效益，更加注重将提高小规模纳税人增值税起征点等结构性减税举措落实到位，确保市场主体应享尽享，增强企业获得感。

第二，加强宏观政策储备，做好市场预期管理和流动性管理的前瞻性准备。当前PPI快速上涨引起通胀预期升温，通胀预期容易自我强化并推动通胀螺旋式上涨。建议建立常态化沟通机制，加大宣传政府稳增长、控通胀的手段和决心。通过发布经济预测数据，更加清晰地向市场表达宏观经济前景，引导和改善市场预期。同时，加强对流动性状况的监测和调控，通过监测物价、利率等价格水平的变化，判断流动性状况。强化用途监管，严控资金流向，确保资金进入实际生产领域，实现稳增长和防风险之间的长期均衡。加强跨境宏观审慎管理，打击非理性、违法违规资金的流动。

第三，围绕产业集群发展增强上下游企业协同效应，大力发展供应链金融。从产业链供应链角度来看，链条上小微企业由于议价能力、抗风险能力弱，经营状况改善难度较大。一是鼓励供应链核心企业帮扶上下游小微企业。基于供应链关系，核心企业往往能更深入了解上下游企业的经营状况、科研水平等。鼓励供应链核心企业发挥资金和信息优势帮扶上下游有潜力、有前景的企业，推动供应链产业链整体实力的提升。二是大力发展供应链金融产品与服务。从供应链核心企业入手，根据上下游企业需求制定综合金融服务方案。积极将区块链技术引入供应链金融，对全流程的数据信息进行存储、处理和传递，将核心企业的信用传递至更多级的供应商，缓解银企信息不对称困境。

第四，多措并举改善企业的经营生态环境，重点关注原材料和劳动力成本上升问

题。一是密切关注大宗商品价格变化情况。针对大宗商品价格波动较大问题，加快完善大宗商品期货交易市场，提高交易市场在风险管理、价格发现和配置资源等方面的作用。对企业进行针对性指导，引导企业通过合理使用金融工具降低价格波动风险。二是减轻企业劳动力成本压力。可借鉴德国做法，通过财政给予中小企业员工培训支持，通过津贴奖励办法减轻企业用工成本、提高企业吸纳新员工积极性。根据劳动力供需情况，通过建立官方劳动力调配平台、劳动力定向输送常态化机制等手段，提高劳动力调配效率，缓解部分地区、部分行业劳动力价格上涨压力。

近期其他研究报告

A75. 全球经济结构分化，金融市场震荡加剧	中国银行研究院课题组	04. 01
A74. 复苏基础有待夯实，调控政策不急转弯	中国银行研究院课题组	04. 01
A73. “十四五”银行业开启发展新格局	中国银行研究院课题组	04. 01
.....		
B13. 从 2020 年年报看招商银行战略特征及成效	李梦雨 郑忱阳	04. 12
B12. 首家独立法人直销银行百信银行运行情况分析与启示	郭为民 朱大磊 孟炜等	04. 02
B11. 在英国国际大型银行居家办公政策特征及展望	翟亢 李振龙	03. 11
.....		
C24. 理性看待近期物价波动：逻辑、预测与建议	范若滢	04. 27
C23. 客观看待我国股市投资者结构存在的问题	李义举	04. 08
C22. 美联储宽松货币政策对新兴经济体资本流动溢出效应	蒋效辰	04. 01
.....		
D11. 从 2020 年年报看四大行绿色金融发展情况	郑忱阳	04. 12
D10. 银行负债管理从“规模取胜”走向“质量取胜”	梁斯	03. 31
D09. 从中央一号文件看我国农业农村金融发展新局面	李梦宇	03. 18
.....		
G11. 直接融资支持中小企业融资存在的问题及建议	李佩珈	04. 13
G10. “十四五”时期中国经济增长新动能	叶银丹	04. 13
G09. 当前新兴经济体债务风险及应对	廖淑萍 王若兰 曹鸿宇	03. 18
.....		
R09. 美国央行数字货币发展新态势	钟红	04. 08
R08. 国际资本流动最新发展态势及驱动逻辑	陈卫东 熊启跃 赵雪情 蒋效辰	04. 08
R07. 美债收益率上行风险及中国应对思路	赵雪情 邹子昂	03. 31

A 《经济金融展望季报》

B 《中银调研》

C 《宏观观察》

D 《银行业观察》

G 《全球经济金融问题研究》

R 《人民币国际化观察》

下载地址：http://web.bank-of-china.com/dept_std/（研究院内网） <http://22.1.72.18/>（图书馆）

投稿及建议邮箱：宏观经济与政策/研究院/总行/BOC

报送：董事长、行长、监事长及管理层成员，董事

抄送：总行各部门、各直属机构，各附属公司，各一级分行、直属分行，中银香港，各海外分行、附属行、代表处