



西部证券股份有限公司研究报告

输入性通胀挤压企业盈利，市场运行将受压制

报告要点：

◆ **策略视点：**4 月份以来，国内食品价格上涨压力呈缓解态势。但与此同时，国际大宗商品价格仍保持强势。3 月份 PPI 再创近两年新高，主要商品进口量与进口金额的明显背离显示国际大宗商品价格上涨压力正在向国内传导。我们认为，欧美加息周期不同步短期（二季度内）将增加输入性通胀压力。输入性通胀一方面会增加企业（尤其是中下游企业）的生产成本。而在国内经济增长放缓的背景下，企业的成本上涨难以完全转嫁，企业盈利容易受到挤压。另一方面，输入性通胀压力将推迟紧缩政策发生变化的时间。此外，输入性通胀还会增加我国的进口成本，减少我国的贸易顺差，而这会制约我国基础货币的扩张。因此，输入性通胀压力将从企业盈利、政策导向和货币供给等方面对市场运行形成压制，市场中期仍将维持震荡格局。

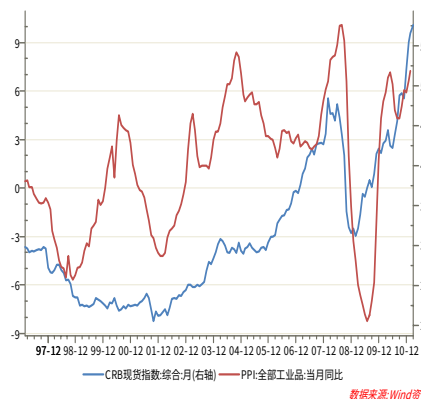
◆ **未来输入性通胀压力不容忽视。**4 月份以来，国内食品价格上涨压力呈缓解态势。但与此同时，国际大宗商品价格仍保持强势。3 月份 PPI 再创近两年新高，主要商品进口量与进口金额的明显背离显示的是国外价格（尤其是国际大宗商品价格）上涨压力正在向国内传导。而国际大宗商品价格与国内 PPI 价格走势比较一致。在大宗商品价格仍保持强势的前景下，未来的输入性通胀压力值得我们重点关注。

◆ **欧美加息周期不同步短期将增加输入性通胀压力。**由于欧洲加息周期明显早于美国，在欧元区加息后至美国加息之前的这段时间（特别是这段时间的前半段），欧元因加息预期而走强将会促使美元走弱。美元的阶段性持续弱势必将继续助推近期的大宗商品价格上涨，再加上全球经济目前仍处于复苏过程之中，这也从需求角度有利于大宗商品价格的走强。欧美加息周期不同步短期将增加输入性通胀压力，这一局面可能将贯穿整个二季度。

◆ **输入性通胀压力将对企业盈利与市场运行形成压制。**输入性通胀一方面会增加企业（尤其是中下游企业）的生产成本。再加上国内的劳动力成本与资金成本的上涨，企业成本呈快速增长的趋势。而在国内经济增长放缓和下游需求不旺的背景下，企业的成本上涨难以完全转嫁，企业盈利容易受到挤压。另一方面，输入性通胀压力将延缓紧缩政策发生变化的时间。由于政府政策通常滞后于实际经济形势的变化，紧缩政策在通胀压力未明显缓解之前发生变化的可能性非常小。此外，在人民币不断升值和国际经济再平衡的政治压力下，今年我国贸易顺差下降难以避免，而输入性通胀还会增加我国的进口成本，从而减少我国的贸易顺差，而这会制约未来我国的外汇占款增长和基础货币扩张。因此，输入性通胀压力将从企业盈利、政策导向和货币供给等方面对市场运行形成压制。

关键图表：

图：大宗商品价格走势与国内 PPI 相关



近期研究：

西部投资视点：企业盈利能力下滑有限，市场震荡格局延续(3.25)

西部投资视点：紧缩预期趋于稳定，市场缺乏明确方向(4.1)

西部投资视点：稳定的投资增长对周期类行业形成支撑(4.8)

研究员：段安康

执业证书编号：S0800208100097

(021)68866210-879

duanak@xbmail.com.cn

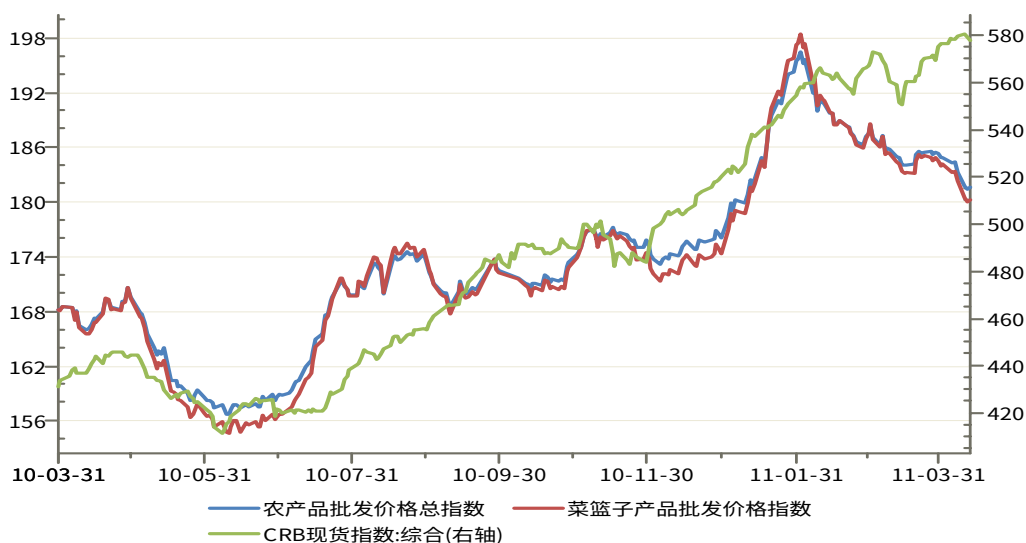
输入性通胀挤压企业盈利，市场运行将受压制

策略视点：4 月份以来，国内食品价格上涨压力呈缓解态势。但与此同时，国际大宗商品价格仍保持强势。3 月份 PPI 再创近两年新高，主要商品进口量与进口金额的明显背离显示国际大宗商品价格上涨压力正在向国内传导。我们认为，欧美加息周期不同步短期（二季度内）将增加输入性通胀压力。输入性通胀一方面会增加企业（尤其是中下游企业）的生产成本。而在国内经济增长放缓的背景下，企业的成本上涨难以完全转嫁，企业盈利容易受到挤压。另一方面，输入性通胀压力将推迟紧缩政策发生变化的时间。此外，输入性通胀还会增加我国的进口成本，减少我国的贸易顺差，而这会制约我国基础货币的扩张。因此，输入性通胀压力将从企业盈利、政策导向和货币供给等方面对市场运行形成压制，市场中期仍将维持震荡格局。

未来输入性通胀压力不容忽视

4 月份以来，国内食品价格上涨压力呈缓解态势。无论是从商务部公布的食用农产品价格指数，还是农业部公布的农产品或菜篮子批发价格指数都出现了环比下跌，其中农产品与菜篮子批发价格指数环比（与 3 月末相比）下跌约 2%，而蔬菜更是下跌了 7% 左右。但与此同时，国际大宗商品价格仍保持强势，3 月份 PPI 再创近两年新高，主要商品进口数据显示国际上的通胀压力正在向国内传导，国内成品油价格也持续上调，97 号汽油价格已涨至每升 8 元左右。在大宗商品价格仍保持强势的前景下，未来的输入性通胀压力值得我们重点关注。

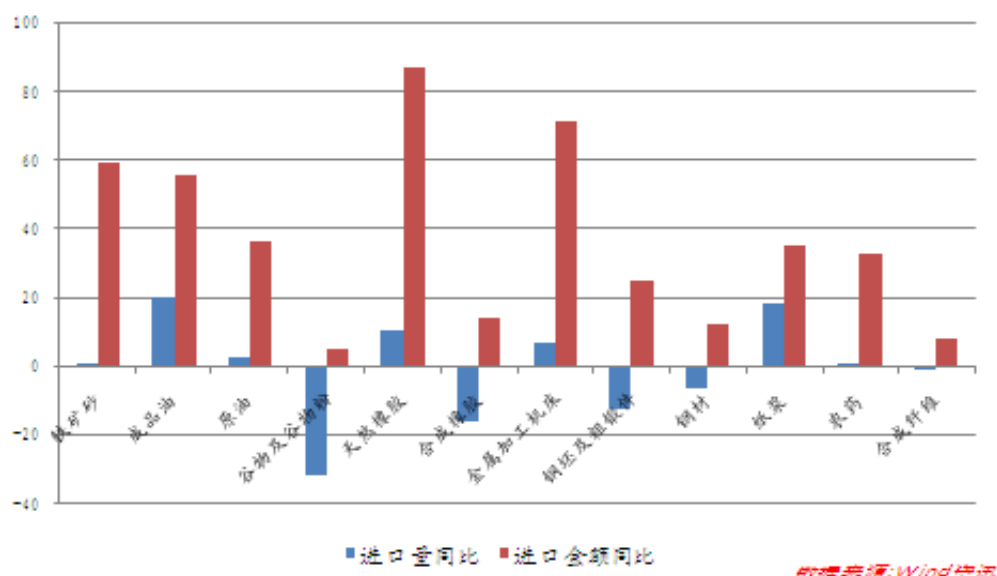
图 1：近期食品价格回落而大宗商品价格仍维持强势



数据来源: Wind 资讯

3 月份进口增长 27%，继续呈现出快速增长的势头。但我们分析主要商品进口数据后发现，主要商品进口量与进口金额增速差异巨大。以原油、铁矿石为代表的大宗商品为例，其进口数量仅实现微幅增长，但进口金额却大幅增长 40%以上。而钢坯、钢材、合成橡胶、大豆等进口量都出现了明显的下降，但进口金额却都呈现出明显的增长。进口量与进口金额的明显背离显示的是国外价格（尤其是国际大宗商品价格）上涨压力正在向国内传导。而国际大宗商品价格与国内 PPI 价格走势比较一致，这势必增加国内的输入性通胀压力。

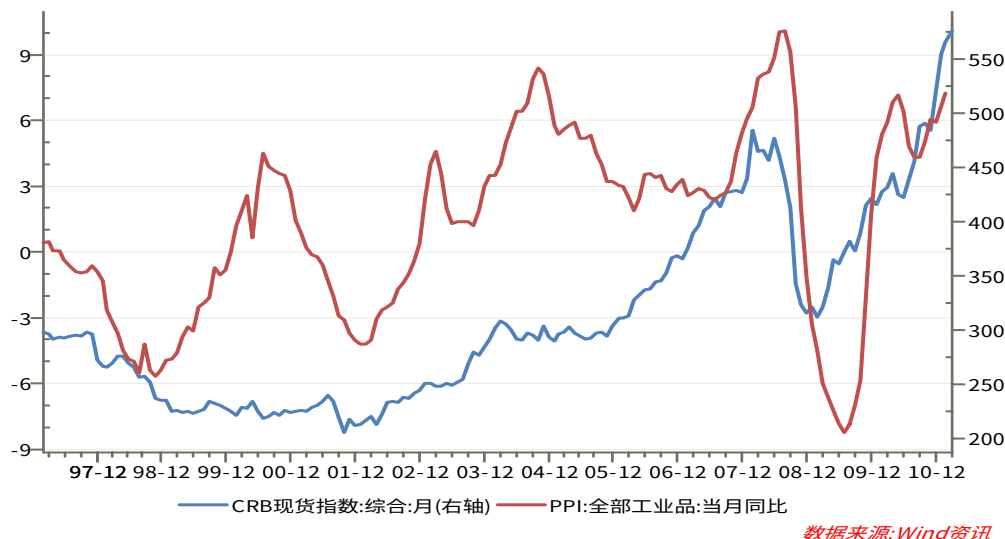
图 2：3 月份主要商品进口量与进口金额增速差异巨大



欧美加息周期不同步短期将增加输入性通胀压力

我们认为，随着美国就业形势的好转和通胀压力的上升，美国宽松货币政策出现转向的概率将逐步增加，而美国货币收紧将会终结美元的弱势格局，但这将有赖于其通胀压力的明显上升。而由于欧洲加息周期明显早于美国，在欧元区加息后至美国加息之前的这段时间（特别是这段时间的前半段），欧元因加息预期而走强将会促使美元走弱，毕竟欧元在美元指数中的权重接近 60%。美元的阶段性持续弱势必将继续助推近期的大宗商品价格上涨，再加上全球经济目前仍处于复苏过程之中，这也从需求角度有利于大宗商品价格的走强。而国际大宗商品价格走势与国内 PPI 息息相关，大宗商品价格的走强必然增加国内的输入性通胀压力，3 月份主要商品进口量与进口金额的差异便是一个例证。总而言之，欧美加息周期不同步短期将增加输入性通胀压力，这一局面可能将贯穿整个二季度。

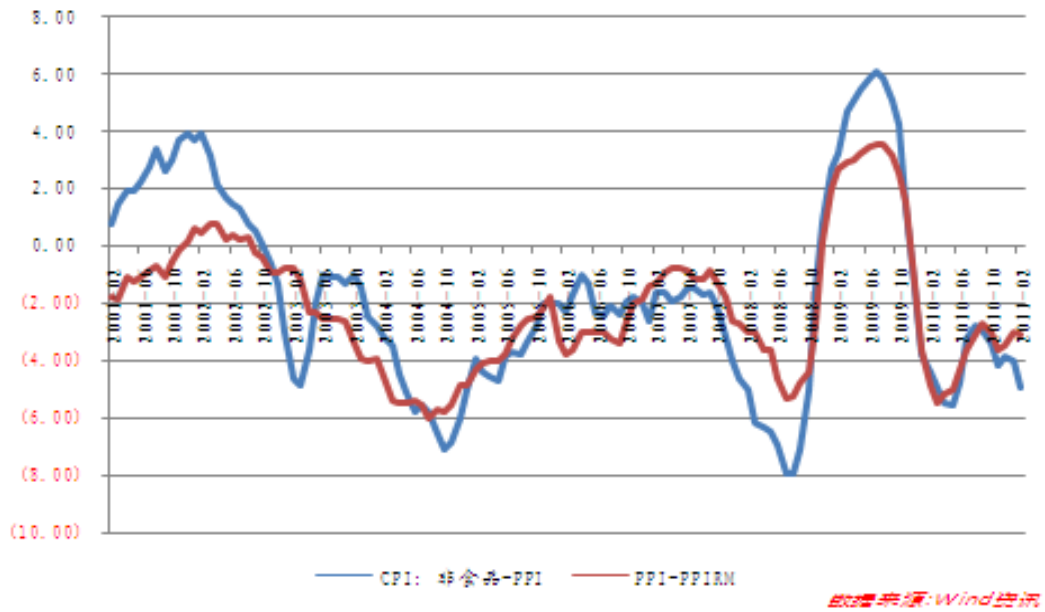
图3：国际大宗商品价格走势与国内 PPI 息息相关



输入性通胀压力将对企业盈利与市场运行形成压制

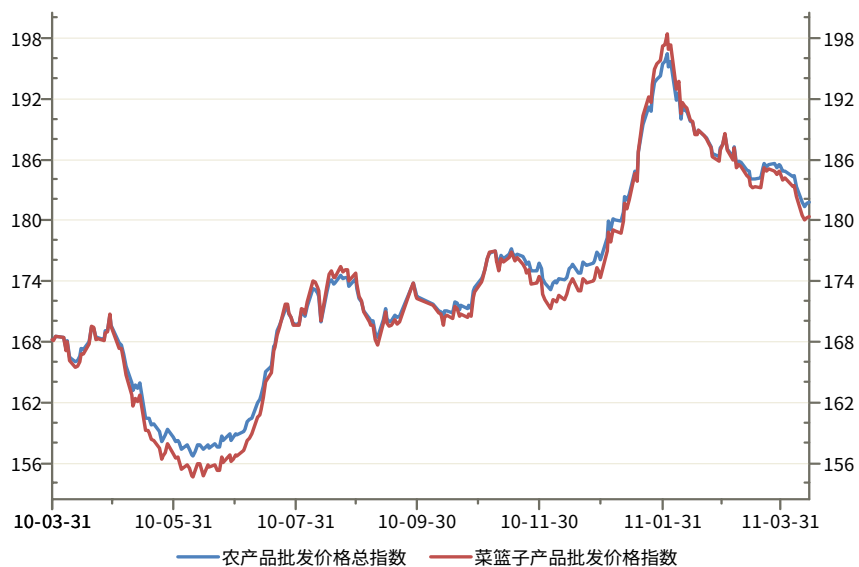
输入性通胀一方面会增加企业（尤其是中下游企业）的生产成本，再加上国内的劳动力成本与资金成本的上涨，企业成本呈快速增长的趋势。而在国内经济增长放缓和下游需求不旺的背景下，企业的成本上涨难以完全转嫁，企业盈利容易受到挤压。另一方面，输入性通胀压力将延缓紧缩政策发生变化的时间，由于政府政策通常滞后于实际经济形势的变化，紧缩政策在通胀压力未明显缓解之前发生变化的可能性非常小。在紧缩政策的持续影响下，我国货币紧缩态势短期难以发生变化。此外，在人民币不断升值和国际经济再平衡的政治压力下，今年我国贸易顺差下降难以避免，而输入性通胀还会增加我国的进口成本，从而减少我国的贸易顺差，而这会制约未来我国的外汇占款增长和基础货币扩张。因此，输入性通胀压力将从企业盈利、政策导向和货币供给等方面对市场运行形成压制。

图 4：输入性通胀对企业盈利形成压制



近期主要数据跟踪

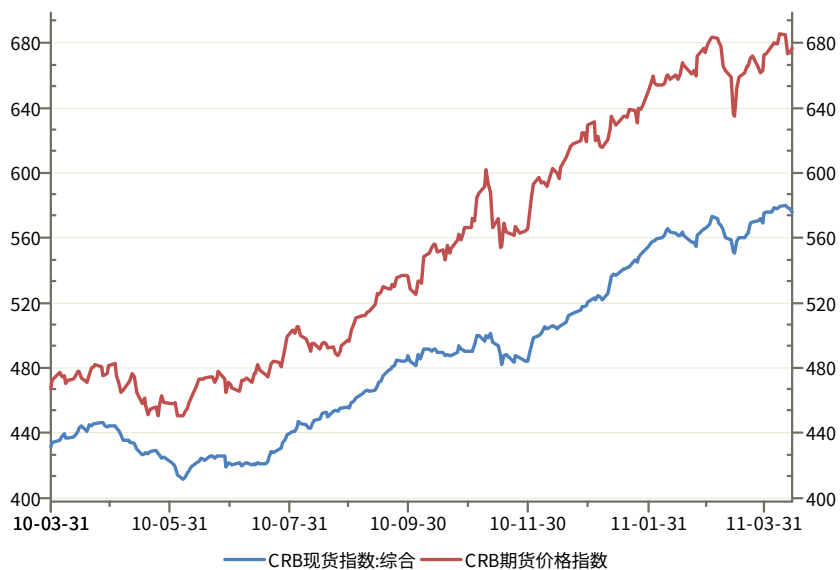
农产品价格指数



农产品批发价格继续回落

数据来源:Wind资讯

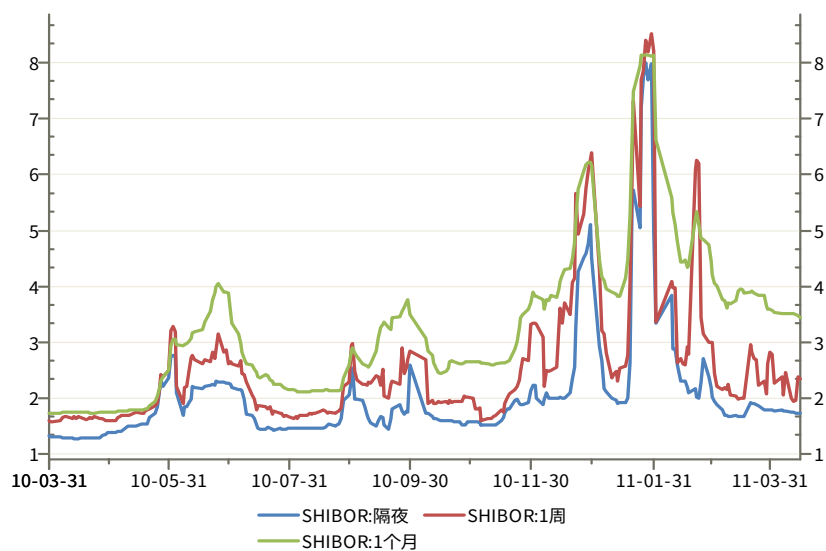
CRB 价格指数



近期大宗商品价格高位徘徊

数据来源:Wind资讯

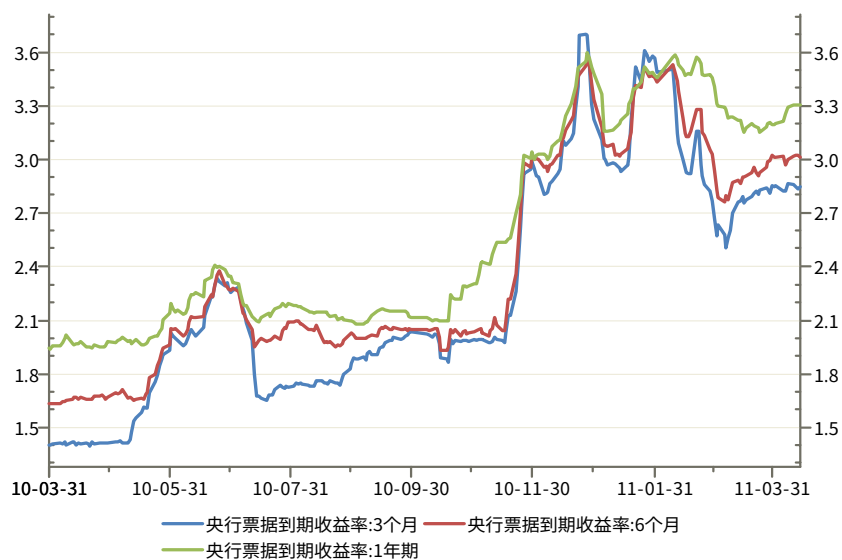
上海银行间同业拆借利率



数据来源:Wind资讯

短期同业拆借利率低位稳定

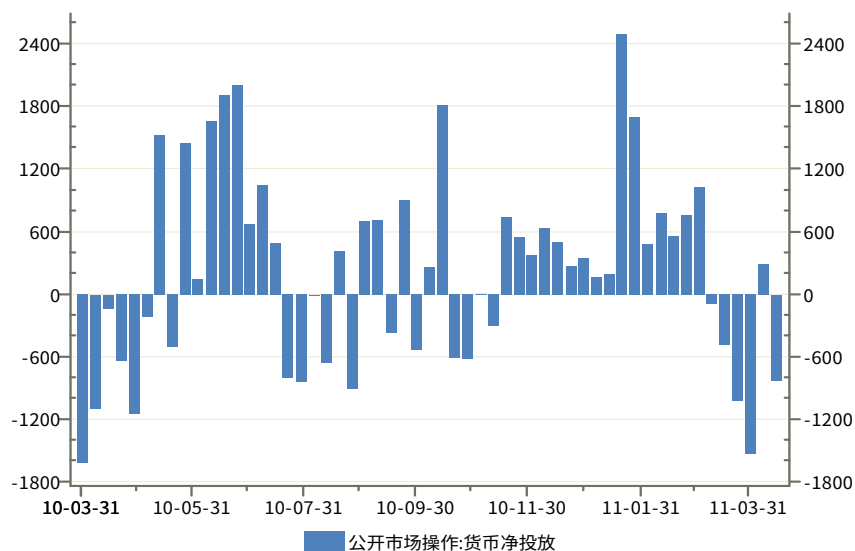
央行票据到期收益率



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

央行票据到期收益率持平

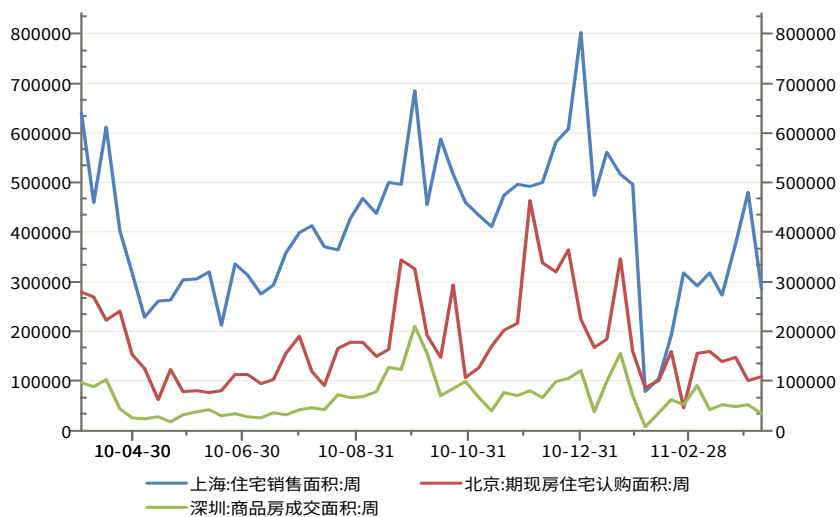
央行公开市场净回购



公开市场继续净回笼

数据来源:Wind资讯

房地产销售面积



近期房地产销售有所回落

数据来源:Wind资讯

西部证券投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为：

看 好：相对表现优于市场
中 性：相对表现与市场持平
看 淡：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为：

推 荐：相对大盘涨幅大于 10%
谨 慎 推 荐：相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

西部证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为西部证券研发中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。