

宏观点评报告

2021 年 4 月 9 日

CPI 未来缓慢回升，PPI 进入高位区间**2021 年 3 月通胀点评**

核心内容：

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

- **CPI 受原油拉动 1 季度平稳** 3 月 CPI 翘尾水平 0.9%，基数效应仍然较为明显。通胀环比下行，下行幅度稍低于往年，原油价格 3 月份上行对 CPI 有一定拉动。(1) 蔬菜价格下行 14.5%，鸡蛋价格下行 3.8%，水产品价格下行 1.4%，春节后农产品价格自然回落；(2) 猪肉价格下行 10.9%，综合畜肉类价格下行 6.5%；春节后消费减弱带动猪肉价格走低；(3) 非食品价格小幅走高，春节后非食品价格的下行被上涨的原油价格抵消。受到原油价格上行的影响，交通燃料上行了 6.4%。
- **猪肉蔬菜价格迅速回落 震荡下行至 8 月份** 需求方面，由于我国生猪需求进入淡季，加上新冠疫情下居民收入增长趋缓，猪肉价格处于高位，需求仍然较为弱势。预计生猪价格下行或者横盘可能持续至 9 月份。3 月份天气整体情况较好，蔬菜供应量充足，春节后蔬菜价格也经历快速下跌，季节性来看，蔬菜价格回落至 7 月份。
- **未来 CPI 低位运行 不存在通胀风险** 2021 年 4 份翘尾影响 1.3%，预计新涨价因素在 -0.2% 左右，CPI 同比增速约在 1.1% 左右。我们预计 2021 年 CPI 预计在 1.1% 左右。疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。2021 年 1 季度是低点，2021 年 2 季度 CPI 重新上行，未来 CPI 低位运行。我国货币发行小幅回落，疫情期间货币的短暂走高并未带动居民收入增加。与发达国家一样，我国金融宽松同样带来了贫富差距的扩大。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件。我国经济面临的主要问题是有效需求不足，有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。新经济带来的新需求仍然需要时间发酵，在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。
- **全球通胀仍然温和上行** 全球主要国家的通胀水平仍然处于温和向上。欧元区和德国 CPI 的上行能源价格走高以及交通不便下食品价格的上行带动的。美国的疫苗接种和经济刺激会带动下半年通胀上行。新兴市场国家，俄罗斯担忧经济过热加息，巴西和土耳其受到外力影响加息。印度和菲律宾通胀水平走高，其他新兴市场国家通胀水平平稳。
- **需求平稳，供给收缩推动 PPI 上行** 3 月份 PPI 同比 4.4%，环比上行 1.6%。2020 年翘尾水平预计达到 3.4%，低基数以及能源等大宗商品的上行带来了 PPI 走高。

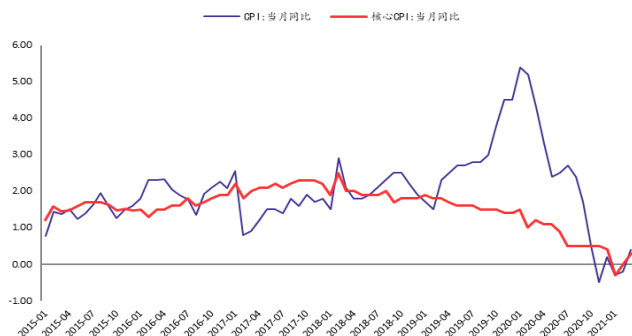
原油平均价格 3 月份继续上行，煤炭、铁矿石价格走高，螺纹钢热卷价格上行，采掘类和原材料类产品出厂价格本月快速走高。原油受到需求向好的影响上行，黑色系产品受到限产以及进口限制的影响上行。

原油价格已经在高位震荡，黑色系产品价格也已经处于历史高位，并且黑色系产品价格上行供给端扰动更大，预计 3 月份 PPI 环比会有所平稳，3 月份 PPI 翘尾水平达到 5.8%，2 季度和 3 季度 PPI 水平在 6% 左右，全年 PPI 水平约在 4.6% 左右。

一、CPI 受原油拉动 1 季度平稳

CPI 环比回落，核心 CPI 环比平稳，1 季度 CPI 零增长。3 月份全国居民消费价格同比增速 0.4%，高于市场预期 0.3%，CPI 重回正增长。3 月份 CPI 环比下行 0.5%；其中食品价格环比下行 3.6%，非食品价格上行 0.2%。核心 CPI 同比增速 0.3%，环比保持平稳，核心 CPI 同比低位运行。

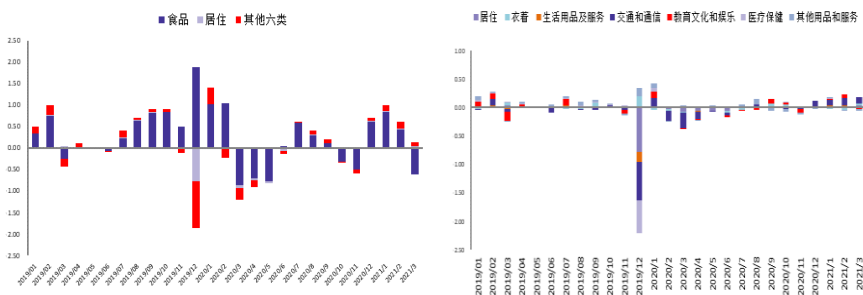
图 1：CPI 同比小幅回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 0.9%，基数效应仍然较为明显。通胀环比下行，下行幅度稍低于往年，原油价格 3 月份上行对 CPI 有一定拉动。3 月 CPI 环比下行符合季节性规律，春节假期后食品价格下行，但非食品价格由于原油拉动小幅走高：(1)蔬菜价格下行 14.5%，鸡蛋价格下行 3.8%，水产品价格下行 1.4%，春节后农产品价格自然回落；(2)猪肉价格下行 10.9%，综合畜肉类价格下行 6.5%；春节后消费减弱带动猪肉价格走低；(3)非食品价格小幅走高，春节后非食品价格的下行被上涨的原油价格抵消。受到原油价格上行的影响，交通燃料上行了 6.4%。

图 2：食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

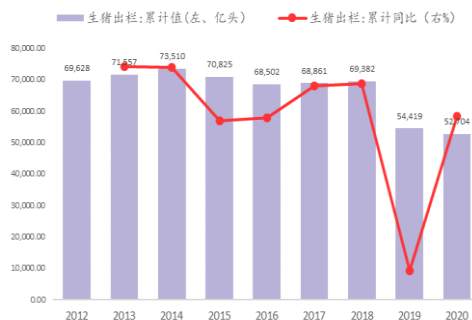
二、猪肉蔬菜价格迅速回落 震荡下行至 8 月份

猪肉出栏量增速拐点已现，生猪出栏量整体回升，但春节期间集中出栏，加之需求上行速度缓慢，使得猪肉价格在春节后迅速下行。从供给上来看，2020 年生猪出栏 5.2 亿头，我们预计与消费均衡数量上仍然有 5000 万头左右的缺口，而以猪周期 4 年的时间来计算，未来

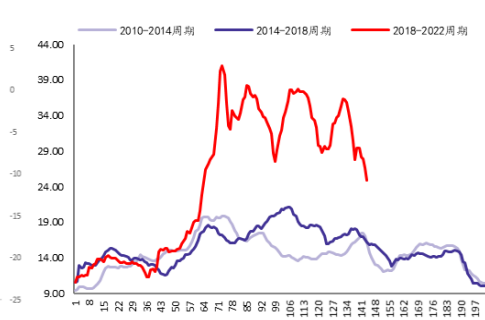
两年猪肉都是补库存增产能阶段，预计到 2022 年生猪产能才会有所恢复。需求方面，由于我国生猪需求进入淡季，加上新冠疫情下居民收入增长趋缓，猪肉价格处于高位，需求仍然较为弱势。2021 年春节过后，猪肉价格出现回落，随着生猪供给的逐步增加，猪肉价格未来仍然以降为主。预计生猪价格下行或者横盘可能持续至 9 月份。

图 3：生猪出栏量（亿头）

图 4：三轮猪周期生猪价格对比（%）



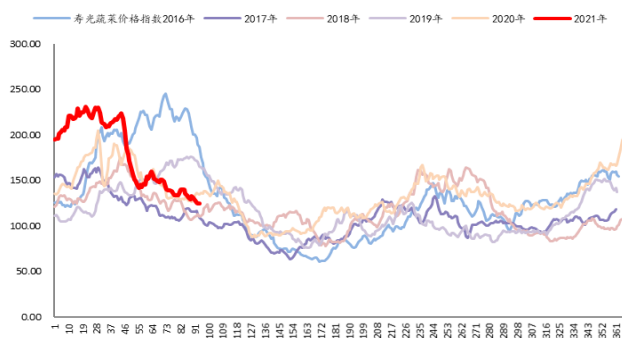
资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3 月份天气整体情况较好，蔬菜供应量充足，春节后蔬菜价格也经历快速下跌。季节性来看，蔬菜价格回落至 7 月份。

图 5：蔬菜价格指数下行速度较快（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

三、未来 CPI 低位运行 不存在通胀风险

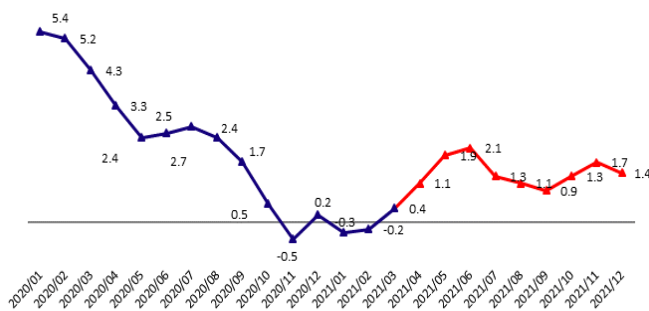
3 月份 CPI 季节性下行，蔬菜和猪肉的价格走低，但原油价格快速走高，使得 CPI 下行幅度稍有减缓。消费品和服务类价格均有所回落，除去能源和食品价格，核心 CPI 环比保持平稳，同比录得 0.3%，我国没有通胀忧虑。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，2021 年 1 季度是低点。2021 年 2 季度 CPI 受到基数影响走高，之后逐步回落。服务类价格上行较为困难，其他食品价格平稳，未来 CPI 低位运行。

我国货币发行保持平稳，信贷增速进入平稳阶段，疫情期间货币的短暂走高并未带动居民收入增加。疫情期间的货币有一部分进入房地产，带来房地产价格上行，同时资本市场走高。与发达国家一样，我国金融宽松同样带来了贫富差距的扩大。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 保持低位运行。

我国经济面临的主要问题是有效需求不足，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。新经济带来的新需求仍然需要时间发酵，在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

2021 年 4 月份翘尾影响 1.3%，预计新涨价因素在 -0.2% 左右，CPI 同比增速约在 1.1% 左右。我们预计 2021 年 CPI 预计在 1.1% 左右。原油价格进入高位震荡区间，而食品价格仍然在下行，4 月份新涨价因素仍然负增长。

图 6：2021 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、全球仍然处于温和通胀阶段

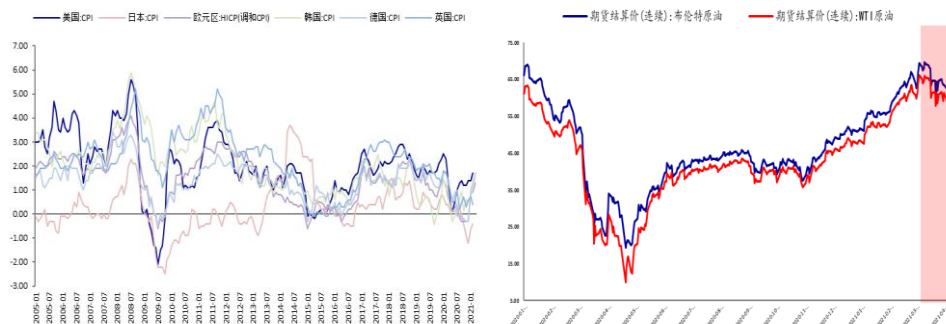
备受关注的全球通胀担忧可能仍然为时过早，可以看到，带动全球 1-2 月份通胀大幅上行的原油价格已经处于震荡区间。原油价格再次向上需要需求和供给的配合，需求方面完全取决于各国疫情修复速度和疫苗普及速度，供给方面更为复杂，OPEC+、俄罗斯和美国页岩油之间的博弈仍然继续。原油继续快速上行并非没有可能，但是高位的原油价格会迅速带动美国页岩油的开采，同时俄罗斯和 OPEC+ 的增长也不可避免。

全球主要国家的通胀水平仍然处于温和向上。欧元区和德国 CPI 的上行能源价格走高以及交通不便下食品价格的上行带动的。现阶段，受疫情影响供给的恢复、交通的恢复会比需求的恢复更为缓慢，这会带动通胀上行。要清楚，这种上行不是内需旺盛带动下的上行，所以并不能带来全球的通胀周期。

美国的情况更为复杂，美国接连不断的大幅度经济刺激计划，已经带动了就业市场，而疫苗快速普及使得居民逐步恢复正常的生活。这种财政资金直达普通消费者的形式使得美国居民消费上行，而居民消费短时快速上行会带动通胀回升。我们预计美国核心 PCE 价格水平会持续走高，预计会在下半年超过 3%。

图 7：全球仍然温和通胀 (%)

图 8：原油处于振荡期 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

新兴市场国家就更为复杂,3月份,俄罗斯、巴西和土耳其先后加息以应快速上行的通胀。3月18日巴西央行加息75基点至2.75%,随后土耳其央行宣布上调关键利率200个基点至19%,成为全球第二个疫情后加息的国家。3月19日,俄罗斯央行宣布加息25个基点至4.5%。土耳其和巴西的经济结构更容易受到外汇的影响,美元指数3月份止跌企稳,对其货币带来压制,土耳其外债规模庞大,美元兑土耳其货币的贬值带来了土耳其的金融困难,同时土耳其政府混乱的金融管控也加剧了金融市场的动荡,土耳其物价快速上行。巴西全国仍然受到疫情的影响,巴西物流仍然不顺畅,同时疫情后农产品价格的上行虽然利好了巴西的出口,但巴西本土食品价格也随农产品价格走高。而巴西的救助政策也包括直接发放现金给居民,居民收入增加带动了食品的消费,短期内供应不畅、基础农产品价格上行以及需求快速上行带动了巴西通胀走高。

俄罗斯经济受益于原油价格上行,同时俄罗斯央行预计俄罗斯经济在2021年就可以恢复至疫情前的水平,所以提前加息降低经济热度。与土耳其和巴西不同,俄罗斯央行认为俄罗斯内部需求上行,俄罗斯经济有过热苗头所以加息。俄罗斯CPI水平在2月份达到5.67%,远高于俄罗斯央行4%的目标,同时俄罗斯央行预期俄罗斯GDP增速在2021年达到3%-4%的水平,俄罗斯经济情况运行良好,提前加息避免过热。

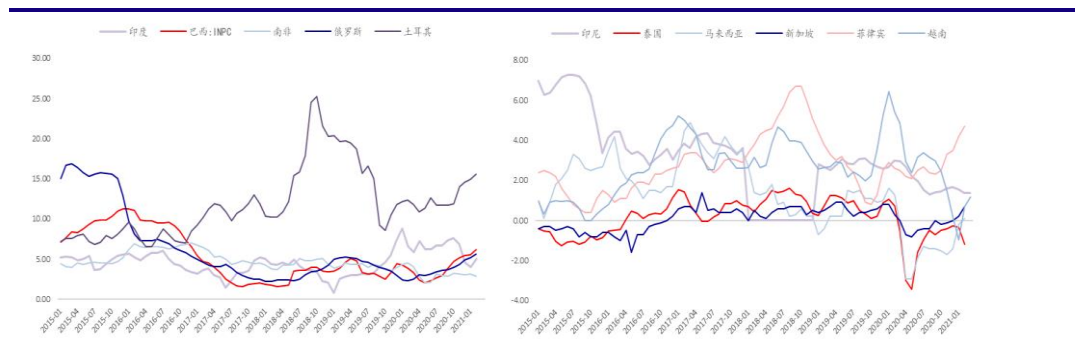
这样看来,现阶段,只有俄罗斯是因为担忧经济过热而加息,而巴西和土耳其单纯为了抗击通胀而加息,巴西和土耳其的加息是美元升值下的连锁反应。美元升值过程中,新兴市场国家市场容易表现的不稳定。现阶段印度的通胀重新上行,东南亚国家中菲律宾的通胀水平快速走高,可能未来加息会出现在这两个国家。

总体来看,全球仍然处于温和通胀的过程中,受到疫情、疫苗、交通、物流等因素影响,部分产品供给和需求错位,部分地区的物价会快速上行,这种情况并不能带来全球的通胀。

同时,美国的通胀水平和美联储的政策息息相关,对全球通胀的展望已经使得资产价格大幅走高,如果未来通胀水平上行不及预期或者美联储改变货币政策态度,资产价格就会直接发生变化。

图9: 印度通胀持续上行(%)

图10: 东南亚国家中菲律宾最危险(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、需求平稳，供给收缩推动 PPI 上行

工业生产者价格（PPI）快速上行，生产资料价格继续走高。3 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比 4.4%，环比上行 1.6%。2020 年翘尾水平预计达到 3.4%，低基数以及能源等大宗商品的上行带来了 PPI 走高。

原油平均价格 3 月份继续上行，煤炭、铁矿石价格走高，螺纹钢热卷价格上行，采掘类和原材料类产品出厂价格本月快速走高。原油受到需求向好的影响上行，黑色系产品受到限产以及进口限制的影响上行。3 月份原油价格继续走高，ICE 布伦特原油期货价格平均上行 5.49%，WTI 原油价格平均上行 5.46%，带动 3 月份石油天然气开采业环比上行 9.8%，石油、煤炭及其他燃料加工业上行 5.7%。3 月份黑色金属价格上行，螺纹钢价格上行 3.07%，热卷价格上行 9.21%，带动黑色金属矿上行 4.4%，黑色金属冶炼和压延加工业上行 4.7%。受到进口减少的影响，焦煤价格上行 11.69%，动力煤价格上行 19.91%，价格处于高位。原油价格上行也带动了化纤类产品的走高，化学纤维制造业出厂价格上行 8.7%，化学原料和化学制品业价格上行 5.3%。

原油价格已经在高位震荡，黑色系产品价格也已经处于历史高位，并且黑色系产品价格上行供给端扰动更大，预计 3 月份 PPI 环比会有所平稳，3 月份 PPI 翘尾水平达到 5.8%，2 季度和 3 季度 PPI 水平在 6%左右，预计全年 PPI 水平在 4.6%左右。

图 11：3 月份 PPI 同比上行（%）

图 12：螺纹钢和热卷价格（元/吨）

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19139

