证券研究报告

发布时间：2021-04-10

证券研究报告 / 宏观数据

CPI 压力不大，PPI 压力较大

--- 3 月通胀数据点评

报告摘要:

中国 3 月 CPI 同比上涨 0.4%，预期涨 0.2%，前值降 0.2%。CPI 触底回升，符合我们此前的判断。CPI 上行的重要拉动力是交通通信价格的上升，其中交通工具用燃料一项同比上涨 11.5%，反映出国际油价上涨导致的乘用车燃油价格提升。其它类别价格较平稳，食品中，牛肉、羊肉、鸡蛋和鲜果价格继续上涨，但其影响被猪肉降价部分抵消，食品烟酒整体同比上涨 0.1%。核心 CPI 同比由上个月的 0%提升至 0.3%，仍处于较低水平。

二季度 CPI 同比将继续上行，不过主要原因是基数因素，而非输入性通胀的传导。虽然近期国际大宗商品价格攀升较快，但对国内 CPI 整体影响有限。回顾历史可以看出，中国 CPI 每轮上涨的核心推动因素是猪周期带动的食品价格上行，而背后往往也有货币放水带来的后遗症。本轮猪周期处于下行趋势中，农产品价格稳定；货币层面去年虽然有一定程度的宽松但远不及以往高通胀时期，而在国内完备的供应体系下，仅工业品原材料的涨价难以对 CPI 产生较大推动。

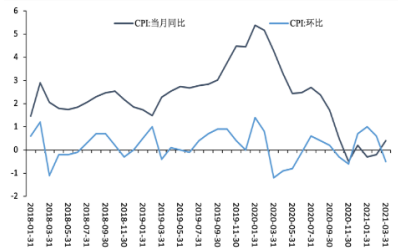
中国 3 月 PPI 同比涨 4.4%，预期涨 3.3%，前值涨 1.7%。作为工业品原材料进口大国，相对于 CPI，中国 PPI 受到输入性通胀的影响明显更大。原油、铁矿石及铜铝等商品价格的上涨推动了国内相关产业 PPI，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业和有色金属矿采选业 PPI 同比涨幅分别达到 23.7%、34.7%和 13.3%。不过非金属及食品相关行业价格涨幅较低甚至负增长，中下游行业涨价大多不明显。

4 月 PPI 同比将继续上升并于 5 月触顶。一方面，去年 PPI 于 5 月触底，基数效应导致今年 5 月同比会较高，另一方面，我们认为在全球补库存周期的推动下，大宗商品价格尚未出现拐点，难以很快回落。不过 PPI 不会失控，随着各国逐步复工复产，原材料供应短缺的问题将逐步缓解，本轮补库存周期也弱于 2008 年之后，商品价格虽有动力但高度有限。

防范通胀预期即可，货币政策不必对通胀反应过度。目前的通胀环境与 2019 年相似，均属于“结构性通胀”，彼时猪周期带动 CPI 快速上行，与 PPI 冰火两重天。目前情况正好反转，工业品原材料影响下 PPI 有较大压力，而食品及服务类价格的疲软导致 CPI 动力不足。从 2019 年的经验来看，应对“结构性通胀”的方法是防范通胀预期的抬头，货币政策并无必要对此过度反应。当前货币政策关注的重点仍是金融防风险及对实体经济的精准滴灌，通胀不是核心影响因素。

风险提示：非洲猪瘟再度大规模爆发。

相关数据



相关报告

《美欧复苏持续，但疫情反弹带来扰动》

--20210406

《制造业 PMI 仍在扩张通道，服务业 PMI 恢复加快》

--20210402

《市场对美联储态度的敏感性下降》

--20210329

《美联储表态偏鸽而行动偏鹰》

--20210323

《资金面平稳背景下，基本面对债市的利空效应钝化》

--20210321

证券分析师：沈新凤
执业证书编号：S0550518040001
021-20361156 shenxf@nesc.cn

证券分析师：尤春野
执业证书编号：S0550520060001
021-20361033 youcy@nesc.cn

目 录

1. 主要数据 3
2. 3 月 CPI 同比由降转涨 3
3. PPI 同比持续走高，或于 5 月触顶 4
4. “结构性通胀”再现 5

图表目录

图 1: 3 月 CPI 同比由降转涨 3
图 2: 猪周期是 CPI 的主要推动因素 3
图 3: 交通和通信行业推高 CPI 同比 4
图 4: 核心 CPI 同比小幅提升但仍处低位 4
图 5: PPI 同比持续上升 4
图 6: 上游价格同比走高 4
图 7: “结构性通胀”不制约货币政策 5

1. 主要数据

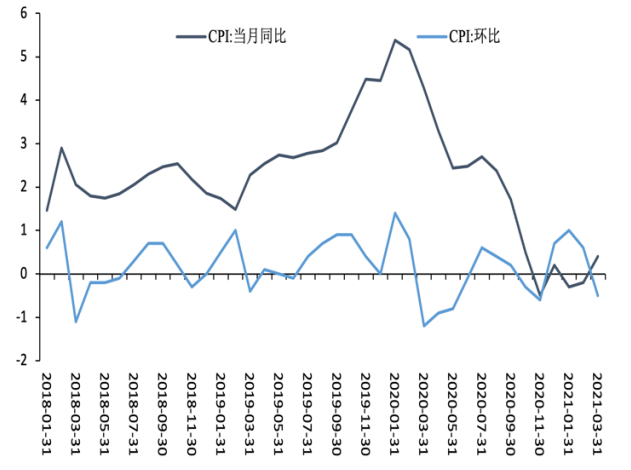
中国 3 月 CPI 同比涨 0.4%，预期涨 0.2%，前值降 0.2%。
中国 3 月 PPI 同比涨 4.4%，预期涨 3.3%，前值涨 1.7%。

2. 3 月 CPI 同比由降转涨

中国 3 月 CPI 同比上涨 0.4%，预期涨 0.2%，前值降 0.2%。CPI 触底回升，符合我们此前的判断。**CPI 上行的重要拉动力是交通通信价格的上升，其中交通工具用燃料一项同比上涨 11.5%，反映出国际油价上涨导致的乘用车燃油价格提升。**其它类别价格较平稳，食品中，牛肉、羊肉、鸡蛋和鲜果价格继续上涨，但其影响被猪肉降价部分抵消，食品烟酒整体同比上涨 0.1%。核心 CPI 同比由上个月的 0%提升至 0.3%，仍处于较低水平。

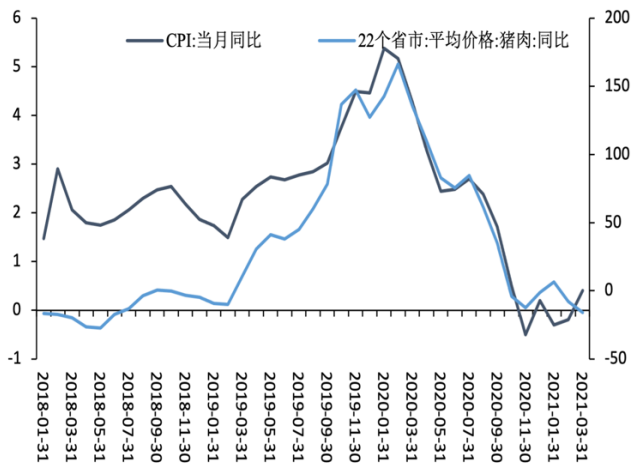
二季度 CPI 同比将继续上行，不过主要原因是基数因素，而非输入性通胀的传导。虽然近期国际大宗商品价格攀升较快，但对国内 CPI 整体影响有限。回顾历史可以看出，中国 CPI 每轮上涨的核心推动因素是猪周期带动的食品价格上行，而背后往往也有货币放水带来的后遗症。本轮猪周期处于下行趋势中，农产品价格稳定；货币层面去年虽然有一定程度的宽松但远不及以往高通胀时期，而在国内完备的供应体系下，仅工业品原材料的涨价难以对 CPI 产生较大推动。

图 1：3 月 CPI 同比由降转涨



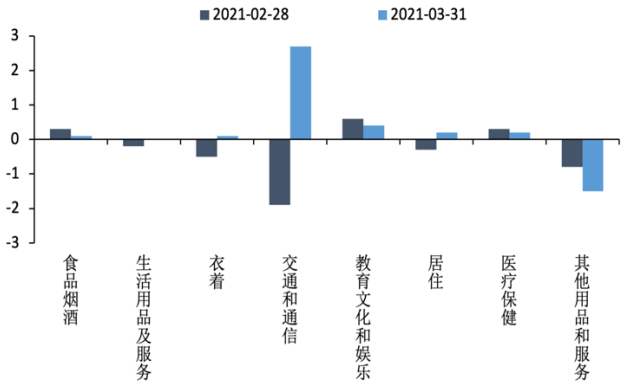
数据来源：东北证券，Wind

图 2：猪周期是 CPI 的主要推动因素



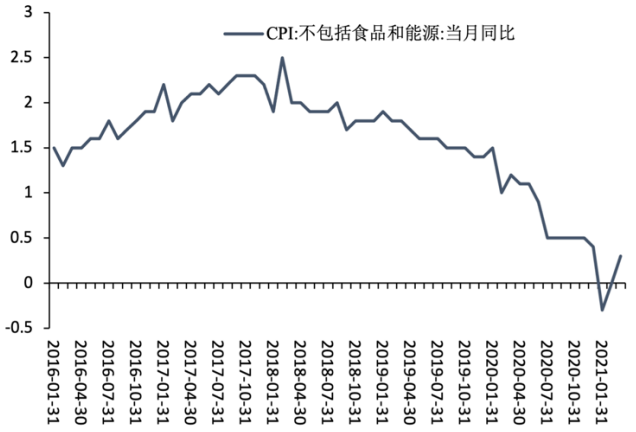
数据来源：东北证券，Wind

图 3：交通和通信行业推高 CPI 同比



数据来源：东北证券，Wind

图 4：核心 CPI 同比小幅提升但仍处低位



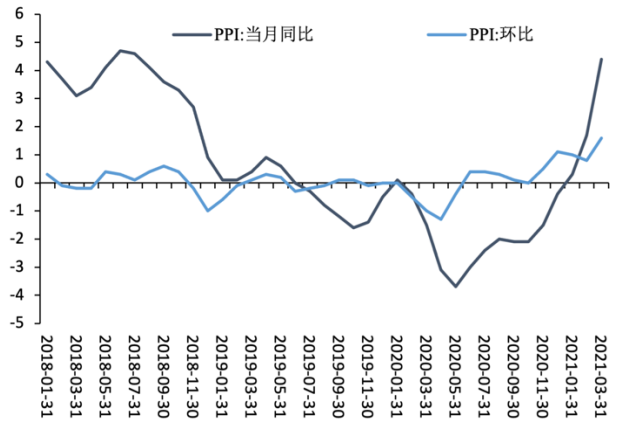
数据来源：东北证券，Wind

3. PPI 同比持续走高，或于 5 月触顶

中国 3 月 PPI 同比涨 4.4%，预期涨 3.3%，前值涨 1.7%。**作为工业品原材料进口大国，相对于 CPI，中国 PPI 受到输入性通胀的影响明显更大。**原油、铁矿石及铜铝等商品价格的上涨推动了国内相关产业 PPI，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业和有色金属矿采选业 PPI 同比涨幅分别达到 23.7%、34.7%和 13.3%。不过非金属及食品相关行业价格涨幅较低甚至负增长，中下游行业涨价大多不明显。

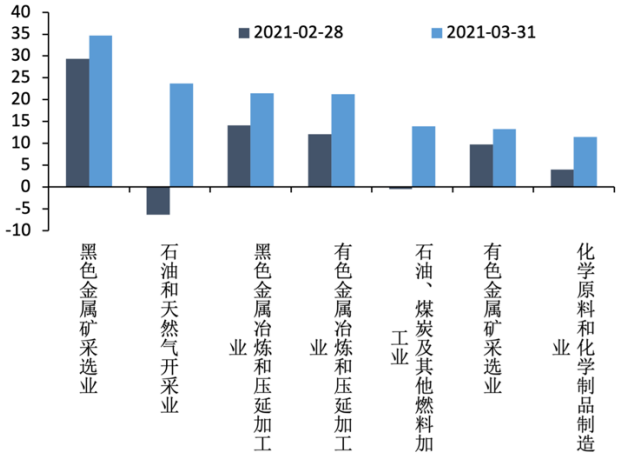
4 月 PPI 同比将继续上升并于 5 月触顶。一方面，去年 PPI 于 5 月触底，基数效应导致今年 5 月同比会较高，另一方面，我们认为在全球补库存周期的推动下，大宗商品价格尚未出现拐点，难以很快回落。**不过 PPI 不会失控，随着各国逐步复工复产，原材料供应短缺的问题将逐步缓解，本轮补库存周期也弱于 2008 年之后，商品价格虽有动力但高度有限。**

图 5：PPI 同比持续上升



数据来源：东北证券，Wind

图 6：上游价格同比走高

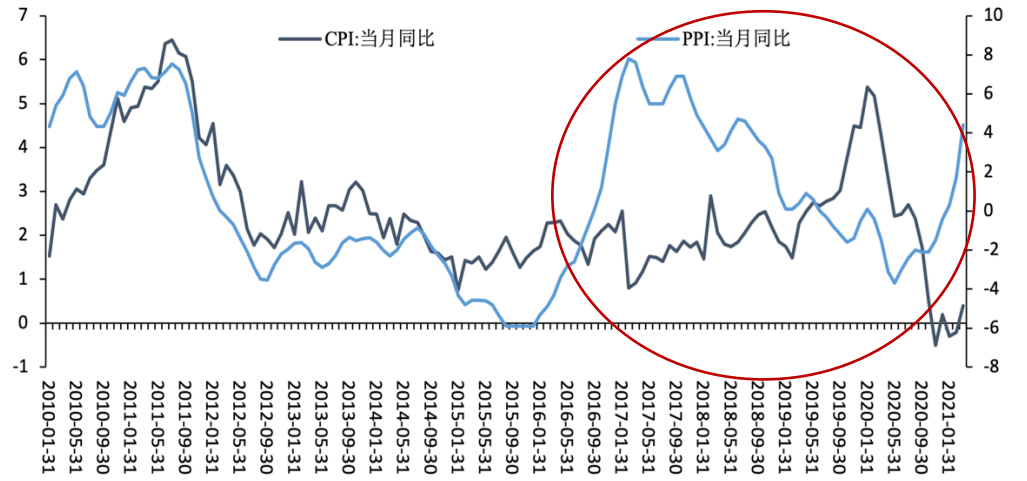


数据来源：东北证券，Wind

4. “结构性通胀”再现

防范通胀预期即可，货币政策不必对通胀反应过度。目前的通胀环境与 2019 年相似，均属于“结构性通胀”，彼时猪周期带动 CPI 快速上行，与 PPI 冰火两重天。目前情况正好反转，**工业品原材料影响下 PPI 有较大压力，而食品及服务类价格的疲软导致 CPI 动力不足。**从 2019 年的经验来看，应对“结构性通胀”的方法是防范通胀预期的抬头，货币政策并无必要对此过度反应。**当前货币政策关注的重点仍是金融防风险及对实体经济的精准滴灌，通胀不是核心影响因素。**

图 7：“结构性通胀”不制约货币政策



数据来源：东北证券，Wind

风险提示：非洲猪瘟再度大规模爆发。

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_19216