

宏观点评

PPI持续超预期，有哪些经济与政策的信号？

事件：3月CPI同比0.4%，预期0.2%，前值-0.2%；PPI同比4.4%，预期3.3%，前值1.7%。

核心观点：PPI持续超预期，需警惕下半年可能整体高位，再提示Q2开始货币与监管可能趋紧提速。

1.CPI同比升幅扩大，核心CPI续升，其中：食品环比由升转降，与节后需求下降、供给增加有关；非食品环比季节性回落，但高于同为2月春节的16、18、19年同期，显示疫情好转之下复苏格局延续。3月CPI同比升0.4%，升幅扩大0.6个百分点，其中翘尾影响约-0.6个百分点，新涨价影响约1.0个百分点；食品同比降0.7%，降幅扩大0.5个百分点；非食品同比升0.7%，升幅扩大0.9个百分点。扣除食品和能源的核心CPI同比为0.3%，较前值回升0.3个百分点，连续两个月回升。CPI环比由升转降（2月0.6%，3月-0.5%），食品和非食品环比涨幅均回落，符合季节性规律。总体看，CPI环比降，同比升，基数因素影响较大；核心CPI同比连续两月回升，但仍较弱。分项看：

>食品项环比由升转降，与节后需求下降、供给增加有关。2月CPI食品环比涨幅缩窄5.2个百分点至-3.6%。主要分类环比涨幅均缩窄：其中，受生猪出栏增加、国家储备冻猪肉投放，以及春节过后猪肉销售迎来淡季等影响，3月猪肉价格环比下降10.9%，较2月降幅扩大7.8个百分点；受天气转暖，供给增加影响，鲜菜价格环比下降14.5%，2月为上涨1.8%；受节后需求下降等影响，牛肉、羊肉、水产品、鲜果环比涨幅均较2月收窄。

>非食品环比季节性回落，但高于同为2月春节的16、18、19年同期，显示了疫情好转之下的复苏格局延续，与3月制造业、非制造业PMI超季节性回升形成印证。3月CPI非食品环比上涨0.2%，涨幅较上月缩窄0.2个百分点。与过去同为2月春节年份（2016、2018、2019年）同期比较，提升0.43个百分点，体现经济仍处于复苏格局。环比涨幅明显高于16、18、19年同期的有：交通和通信环比上涨1.3%，高于16、18、19年同期均值2.13个百分点；受益于油价上涨，交通工具燃料环比上涨6.4%，高于16、18、19年同期均值6.07个百分点；旅游价格环比下降4.2%，降幅低于16、18、19年同期均值4个百分点。此外，统计局特别指出，工业消费品价格环比上涨0.7%。环比涨幅明显低于16、18、19年同期的有房租、医疗保健和其他服务。总体看，春节后服务价格季节性回落，带动非食品CPI环比涨幅回落。但与同为2月春节的16、18、19年同期相比，今年3月非食品环比较强，说明疫情好转之后，经济整体呈现复苏态势。这也与3月制造业和非制造业PMI的超季节性回升形成印证。

2.PPI同比大幅超预期，主因有三：低基数；原油、铜等国际大宗商品涨价；节后进入需求旺季推涨黑色链价格。3月PPI同比回升2.7个百分点至4.4%，翘尾影响约1.0个百分点，新涨价影响3.4个百分点；PPI环比较前值回升0.8个百分点至1.6%。

>分七大产业看：所有门类同比涨幅均有所扩大，其中上游行业同比涨幅更高，例如采掘工业、原材料工业同比涨幅分别扩大5.5、7.2个百分点至12.3%、10.1%。加工工业、食品类、衣着类、一般日用品、耐用消费品同比涨幅分别较2月扩大0.1-1.7个百分点。

>分40个工业行业看：结构延续1-2月特征，即PPI环比的大幅提升主要来源于上游行业，与国际大宗商品涨价有关；对于3月，也与节后复工、进入需求旺季有关。一方面，受益于国际原油价格上涨，石化产业链价格持续走高，石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业的环比涨幅分别较前值扩大2.3、0.8、3.2、5.1、0.8个百分点至9.8%、5.7%、5.3%、8.7%、1.1%。另一方面，受益于节后企业复工，进入需求旺季，以及螺纹钢、铜、铝等大宗商品涨价，黑色、有色金属冶炼及压延加工业价格环比涨幅分别扩大2.4、3.0个百分点至4.7%、4.5%。统计局表示，石化、黑色、有色等重点行业合计影响PPI环比上涨1.27个百分点，占总涨幅的八成。

>维持报告《以史为鉴，本轮PPI上行和大宗涨价会如何演绎？》中的判断，继续提示关注大宗商品涨价和PPI可能超预期逻辑。回顾历史后的PPI上行期，宏观环境的共性特点为内外需修复和全球流动性宽松，个别典型时段则处于危机之后的复苏时期。对标历史和结合当前经济修复节奏，预计本轮PPI将持续上行，但后续环比上行幅度可能放缓。年内看，预计PPI同比呈“M”型，同比高点有望在5月超6%（此前预期为超5%）。涨价的重点在石化链、黑色、有色，对应的大宗品可重点关注原油、铜、螺纹钢。全球大宗可能继续涨价，但涨幅预计放缓。

3.后续预测：上调PPI预期，高点有望破6%，警惕下半年PPI同比整体维持高位。

>CPI：高频数据看，4月猪肉、鸡肉、鸡蛋、蔬菜价格环比下行，预计4月食品环比可能仍负；受疫情好转、清明放假等带动，预计4月非食品CPI较强。综合看，预计4月CPI环比较3月改善，叠加基数下行，同比将继续回升（目前预测1.3%左右），2021年CPI同比由去年的2.5%降至1%-2%。

>PPI：高频数据看，4月南华工业指数和CRB工业原料现货指数环比较3月回升，但涨幅较低。预计4月PPI环比较3月回落，但考虑基数大幅下行，同比可能回升至6%左右。综合当前内外经济面，预计2021年PPI同比由-1.8%升至4%甚至5%以上（此前预期为3-4%以上）。在国际大宗商品涨幅回落，但难大跌假设下，下半年PPI同比可能在5%-6%附近高位震荡。

4.PPI超预期上行，金融委提“关注大宗商品价格走势”，货币政策会如何演化？

>货币政策边际趋紧，但不会过快转向。一方面，货币政策会适度从紧。4.8金稳会提出“要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势”，意味着当局加大对大宗商品涨价的关注；央行Q1货币例会会对经济形势更加乐观，并删除“不急转弯”；4.1孙司长在央行发布会中明确指出“必须管好货币总闸门”，并提出“保持好宏观政策的领先态势，也乐见其它经济体回到正常货币政策”。由此看，随着经济修复，物价上行，货币政策基调可能边际收紧。另一方面，目前难切实转向，短期加准加息概率较低。4.8金稳会明确指出“就业是最大的民生，宏观政策的首要目标是保就业和保市场主体；要注重‘放水养鱼’，助企纾困；大力支持民营和中小微企业健康发展”。意味着当前货币政策的首要目标仍是稳就业稳经济，尚未切换到稳物价。央行Q1货币例会也再提“推动实际贷款利率进一步降低”。意味着货币政策仍将针对制造业、小微企业、绿色（碳中和碳达峰）、新经济进行定向支持。而加准加息显然会削弱结构性支持效果，两者矛盾。

>既不加息，又要保民生的基础上稳定物价，还要防止输入型通胀风险，关注可能的三大举措：第一，通过创新直达工具（直达小微企业和绿色企业），来降低特定行业融资成本，对冲原材料成本上行对企业利润的挤压。第二，财政进行配合，积极保供，匹配需求，必要时候可加大储备能源投放；同时进一步落实和优化结构性减税措施。第三，增强人民币汇率弹性，允许人民币适度升值。

>下半年货币政策节奏取决于以下风险点的演化：第一，若下半年PPI同比整体维持高位，向下游传导风险可能提升，带动CPI升幅加大。第二，关注美国财政刺激计划、全球复苏、流动性泛滥对大宗商品价格的影响，以及以美联储为首的海外经济体货币政策演化情况。第三，中国经济短期延续“顺周期”趋势，一季度GDP高增可期，关注二季度经济内生动能变化（我们的中性假设是仍会偏强），以及疫情演化情况。第四，我们继续提示，二季度开始监管也将趋严，关注房地产调控、去杠杆（国企和地方隐性债务）、压缩表外融资等领域的“排雷”进展。

风险提示：疫情反弹超预期、经济复苏不及预期，模型测算有偏差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

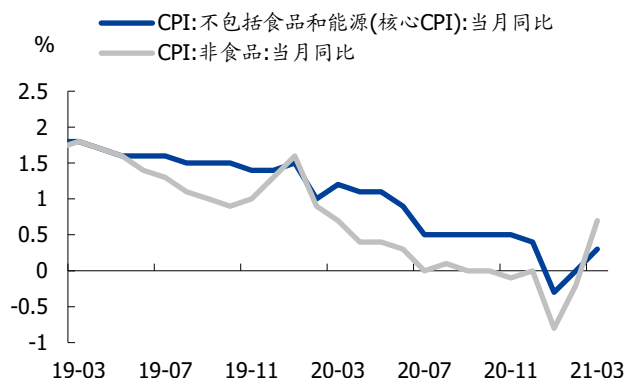
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《经济仍处于“顺周期”趋势—3月PMI的5大信号》2021-03-31
- 2、《PPI上行会如何演绎，对政策和利率有何影响？——兼评2月物价》2021-03-10
- 3、《有底线有余地—2021“两会”9大信号（附10张对比表）》2021-03-05
- 4、《宏观专题：以史为鉴，本轮PPI上行和大宗涨价会如何演绎？》2021-02-26
- 5、《CPI和PPI再分化的背后——兼评1月物价数据》2021-02-10
- 6、《哪些工业品会持续涨价？——兼评12月物价》2021-01-11
- 7、《通胀走势隐含哪些投资线索？——兼评11月物价》2020-12-09
- 8、《宏观专题：重塑与重估—2021年宏观经济展望》2020-12-06
- 9、《不会显著通胀是明年基准情形，关注三大变数——兼评10月物价》2020-11-11
- 10、《宏观专题：CPI-PPI剪刀差持续收窄，对经济和资产价格有何影响？》2020-10-15
- 11、《宏观专题：通胀还是通缩？——从宏观机理到中线线索》2020-07-06

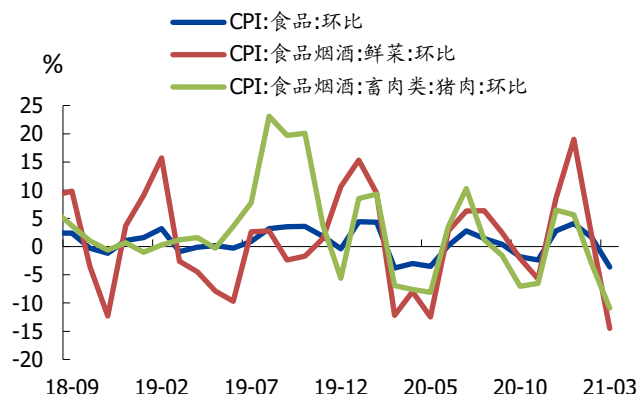


图表 1: 3 月核心 CPI 和非食品 CPI 同比续升



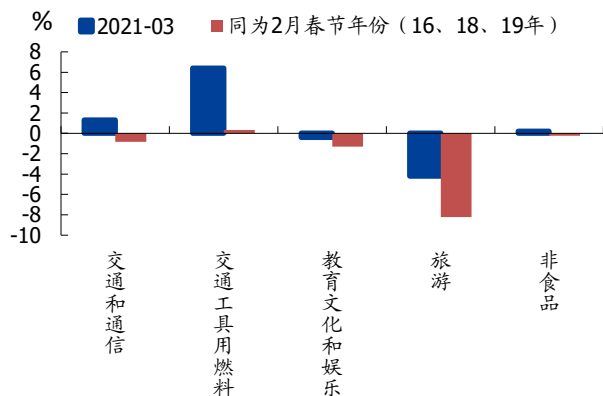
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 3 月 CPI 食品、猪肉、鲜菜环比大幅下降



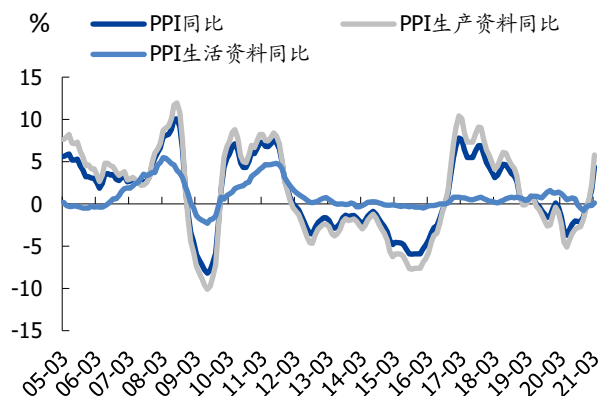
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 3 月非食品环比高于同为 2 月春节年份的 16、18、19 年



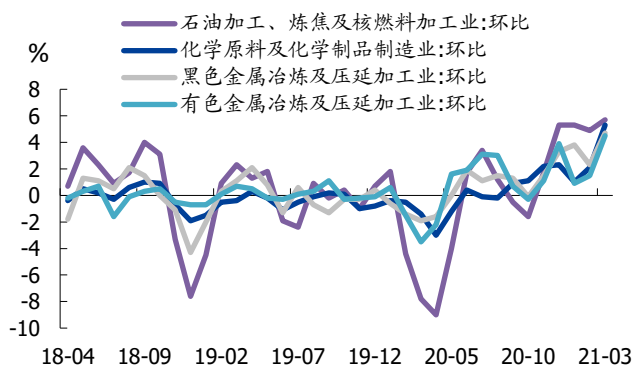
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 3 月 PPI 同比大幅回升



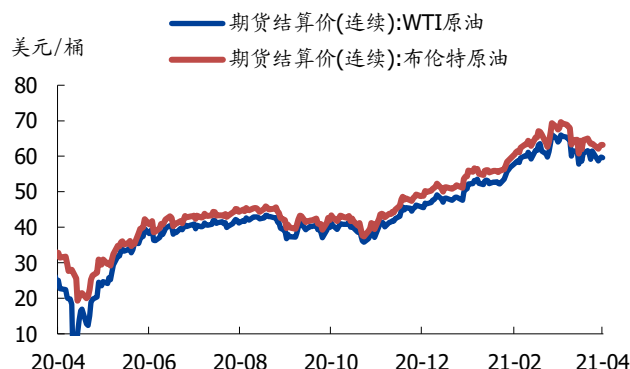
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 3 月 PPI 黑色、有色、石化链等分项环比涨幅扩大



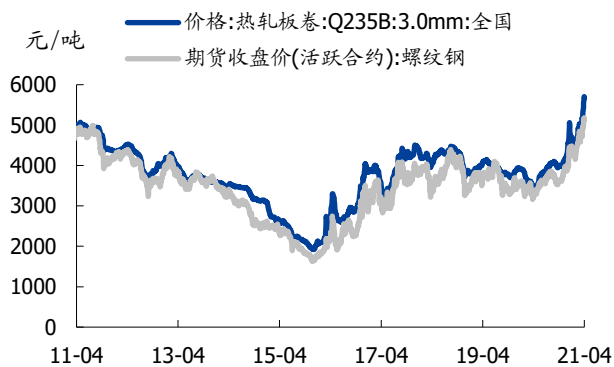
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 3 月原油价格先涨后跌



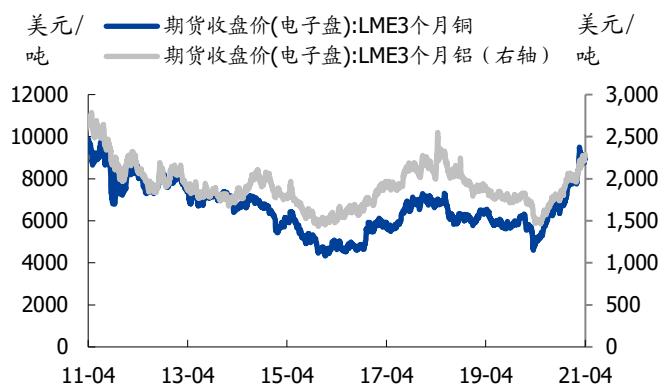
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 3月螺纹钢价格持续上行



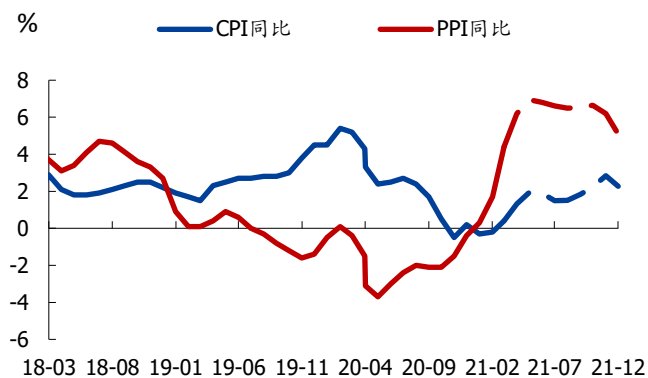
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 3月铜、铝等金属价格持续上行



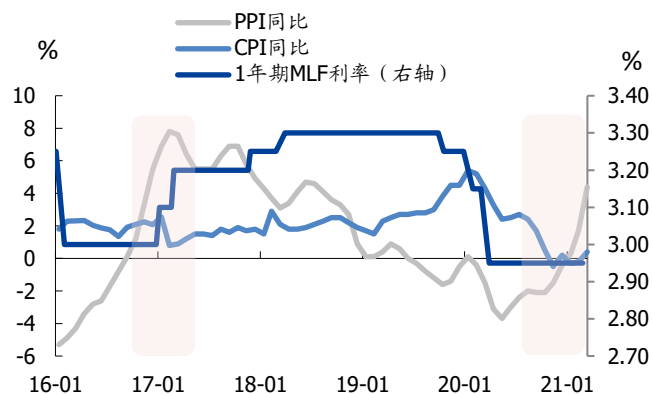
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: CPI和PPI同比预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 图中虚线为预测值

图表10: CPI同比、PPI同比和MLF利率的关系



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_19218

