

2021 年 04 月 09 日

固定收益研究

研究所

证券分析师：
021-68930187
联系人：
021-60338170靳毅 S0350517100001
jinyi01@ghzq.com.cn
姜雅芯 S0350119080005
jiangyx@ghzq.com.cn

“猪油”对冲，关注 PPI 超预期演绎

——3 月价格数据点评

相关报告

《2021 年 1-2 月经济数据点评：剔除基数因素，中国经济“开局”如何？》——2021-03-16

《2 月金融数据点评：社融增速超预期的背后》——2021-03-10

《2 月价格数据点评：输入型通胀显现》——2021-03-10

《2021 年 2 月 PMI 数据点评：数据向下，但经济预期走热》——2021-02-28

《1 月价格数据点评：价格数据的“喜忧参半”》——2021-02-11

投资要点：

- **事件** 4 月 9 日，国家统计局公布今年我国 3 月份居民消费价格（CPI）和工业生产者出厂价格（PPI）数据。其中 3 月 CPI 同比上涨 0.40%，预期为 0.19%，同比增速较上月上行 0.60 个百分点，环比下跌 0.50%。3 月 PPI 同比上涨 4.40%，预期为 3.31%，同比增速较上月上行 2.70 个百分点，环比上涨 1.60%。

■ **点评**

CPI 方面，3 月份同比增速由负转正。从食品项来看，依然主要受猪肉价格拖累。猪肉供给端的持续改善，叠加去年同期猪肉价格基数较高，使得猪肉价格同比增速持续回落。同时，非食品项中，主要受国际大宗商品涨价影响，能源类价格上涨显著。

PPI 方面，3 月份同比增速涨幅扩大。受海外复苏影响，国际大宗商品价格普涨，原油、黑色、有色价格持续上行。目前，生产、生活资料均出现不同程度上涨。

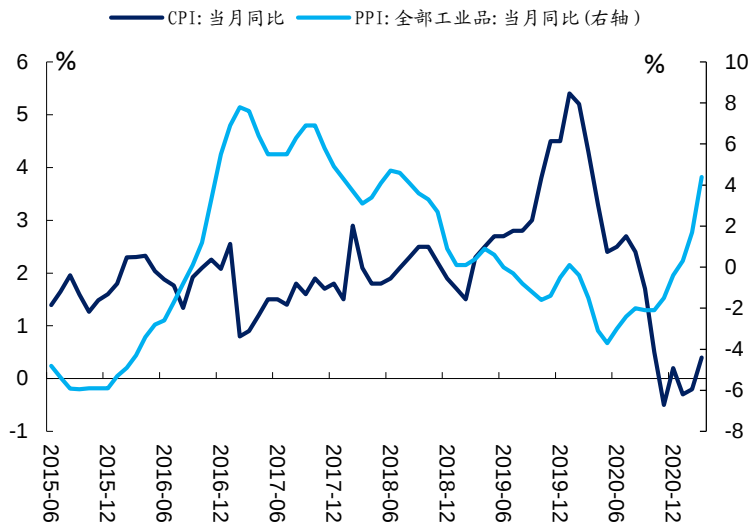
预计未来，PPI 仍有一定的上涨空间，并向下游传导，进而对 CPI 产生拉动作用。短期来看，猪肉进入下行周期将部分对冲输入型通胀带来的影响。但是，我们观察到本月 CPI、PPI 均有不同程度超预期，未来主要关注 PPI 上行对国内通胀的影响。

- **风险提示** 油价波动风险；“新冠”疫情反复

1、事件

4月9日，国家统计局公布今年我国3月份居民消费价格（CPI）和工业生产者出厂价格（PPI）数据。其中3月CPI同比上涨0.40%，同比增速较上月上行0.60个百分点，环比下跌0.50%。3月PPI同比上涨4.40%，同比增速较上月上行2.70个百分点，环比上涨1.60%。

图1：CPI、PPI同比增速走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

2、点评

CPI方面，3月份同比增速由负转正。从食品项来看，依然主要受猪肉价格拖累。猪肉供给的持续改善，叠加去年同期猪肉价格基数较高，使得猪肉价格同比增速持续回落。同时，非食品项中，主要受国际大宗商品涨价，能源类价格上涨显著。

PPI方面，3月份同比增速涨幅扩大。受海外复苏影响，国际大宗商品价格普涨，原油、黑色、有色价格持续上行。目前，生产、生活资料均出现不同程度上涨。

预计未来，PPI仍有一定的上涨空间，并向下游传导，进而对CPI产生拉动作用。虽然，短期来看，猪肉进入下行周期将部分对冲输入型通胀带来的影响，但是PPI的超预期演绎值得持续关注。

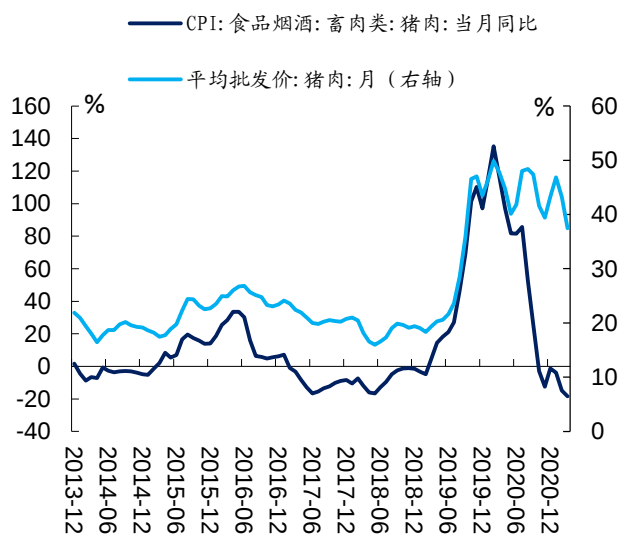
2.1、猪肉继续拖累食品项表现

3月CPI食品项同比回落0.70%，增速较上月下行0.50个百分点。3月份，CPI食品项表现依旧受猪肉价格拖累，一方面，猪肉生产持续恢复背景下，猪肉价格受明显抑制。另一方面，去年同期，猪肉价格仍处于高位，翘尾因素显著。

3月份,猪肉价格同比增速继续回落,录得-18.4%,对CPI食品项拉动作用为-0.45个百分点。

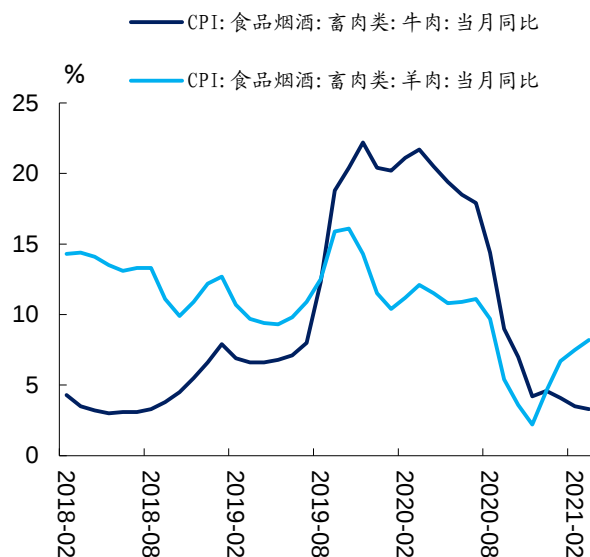
受猪肉价格的外溢影响,本月牛肉价格同比增速继续边际放缓。另外,春节以来,鲜菜价格同比增速持续回落,3月份同比录得0.2%,较上月增速下降3.10个百分点。

图 2: 猪肉供给持续恢复, 价格下跌显著



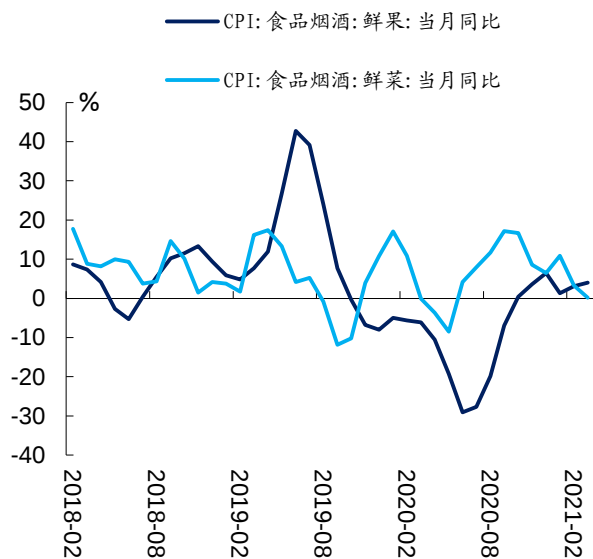
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 3: 牛肉价格同比增速继续回落



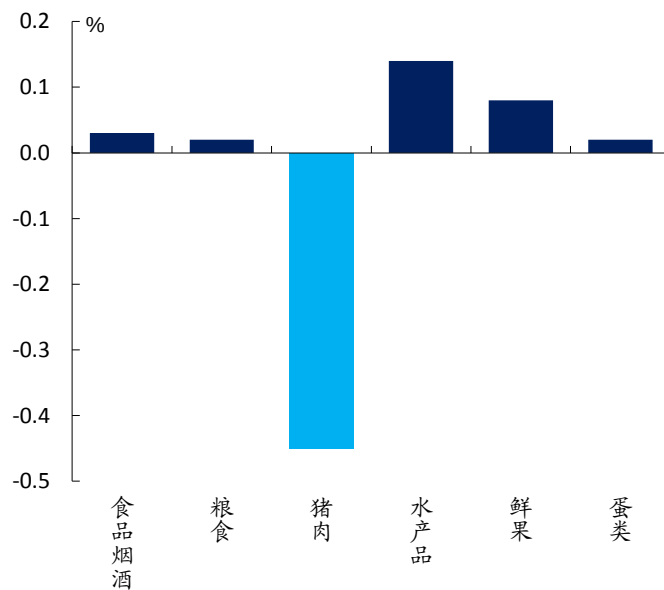
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 鲜果、鲜菜价格涨跌不一



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 5: 猪肉拖累 CPI 食品项



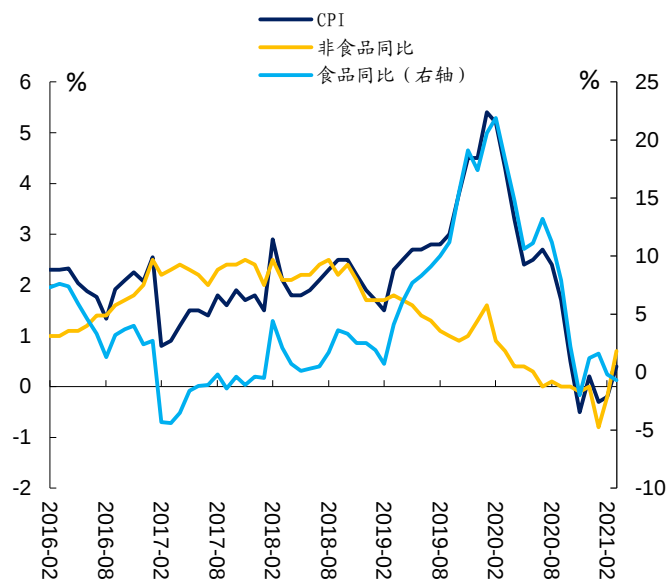
资料来源: Wind、国海证券研究所

2.2、能源类价格上涨显著

3月非食品项同比较去年同期上升0.7%。随着疫苗的逐渐普及，叠加国内疫情得到比较全面的控制，散发情况逐渐减少。3月份CPI服务类价格继续改善，其中，交通出行类价格上涨显著，同比上升2.7%，较上月增速上升4.6个百分点。

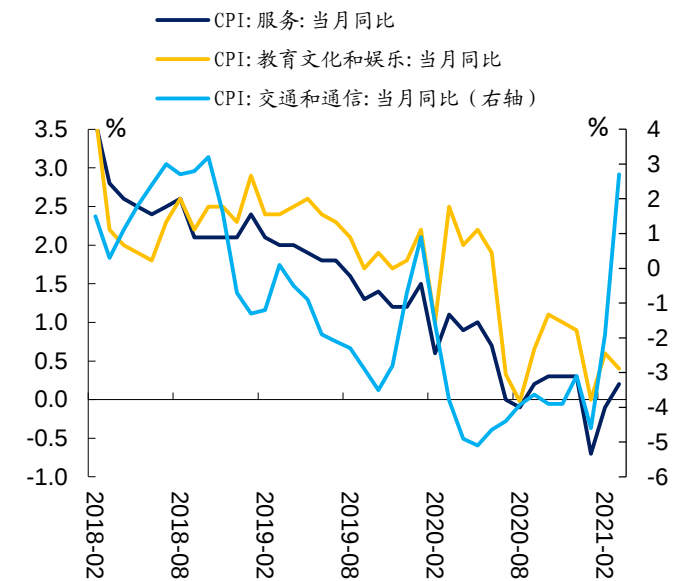
商品项目中，3月份春装新品上市，服装价格同比增速回正，为疫情以来首次，服装项同比增速录得0.20%，同比增速较上月增加0.6个百分点；受前期地产市场火热影响，家用器具价格继续改善，同比下降0.2%，较2月份同比增速上涨0.3个百分点；受国际大宗商品价格持续上涨影响，3月份，CPI交通工具用燃料同比上升11.5%，增速较上月大幅提升16.7个百分点。

图 6: CPI 非食品项上行显著



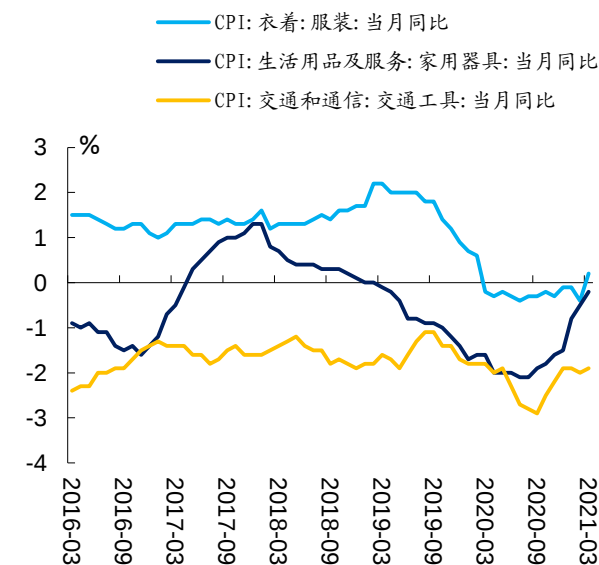
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7: 交通和通信项呈现明显上行



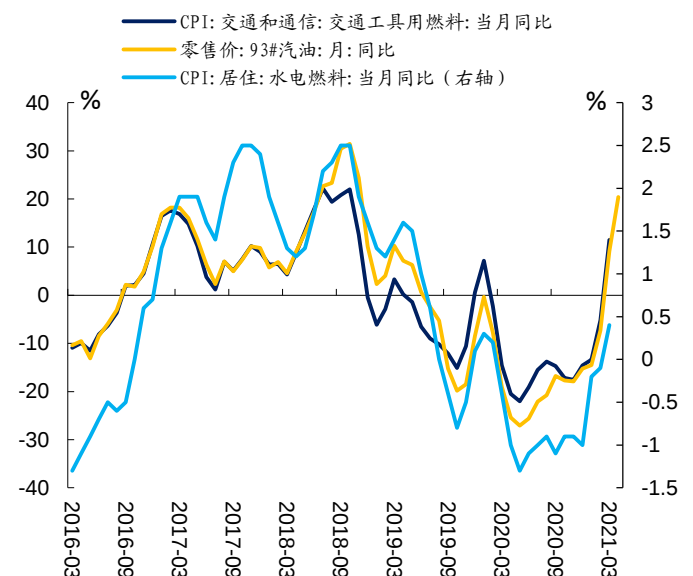
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 8: CPI 服装项疫情以来首次回正



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 9: CPI 能源、燃料项价格继续上行



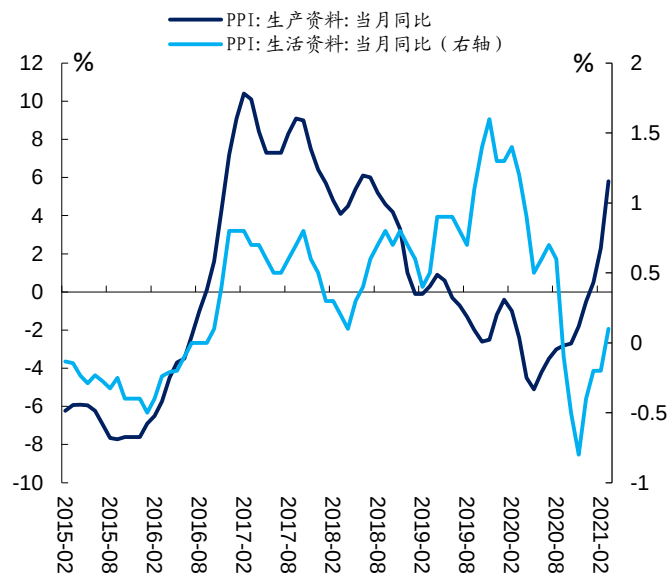
资料来源: Wind、国海证券研究所

2.3、生产端价格传导逐渐兑现

PPI 方面，生产、生活资料同比上涨显著。3 月，生产资料方面当月同比增速为 5.80%，较上月同比上升 3.50 个百分点；受生产资料价格上涨拉动，生活资料价格也出现比较明显的改善，同比上升 0.10%，同比增速较上月提升 0.30 个百分点。三大生产行业中，原材料、采掘工业价格涨幅依旧较大，加工工业价格的持续改善也印证了生产端的价格传导正逐渐兑现。

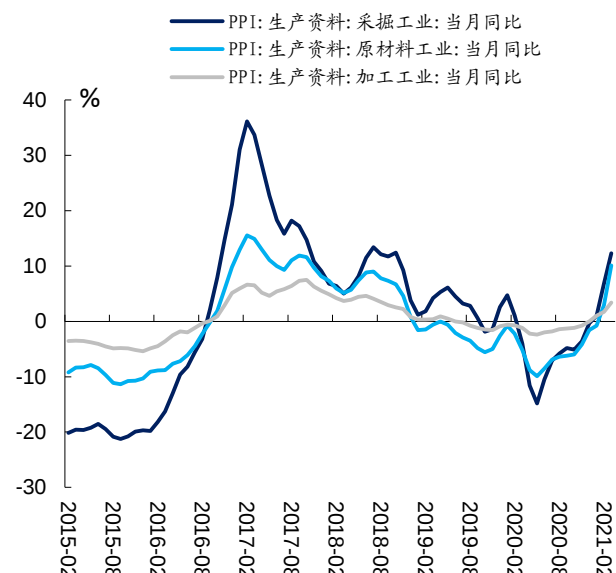
3 月份，受海外大宗商品涨价影响，国内与原材料开采、加工相关产业 PPI 继续保持了较高增速。其中，石油采掘业 PPI 环比上涨 9.80%；黑色采选、黑色冶炼业 PPI 环比分别上涨 4.40%、4.70%；有色采选、有色冶炼业 PPI 环比上涨 1.10%、4.50%。

图 10：生产资料价格上行显著



资料来源：Wind、国海证券研究所

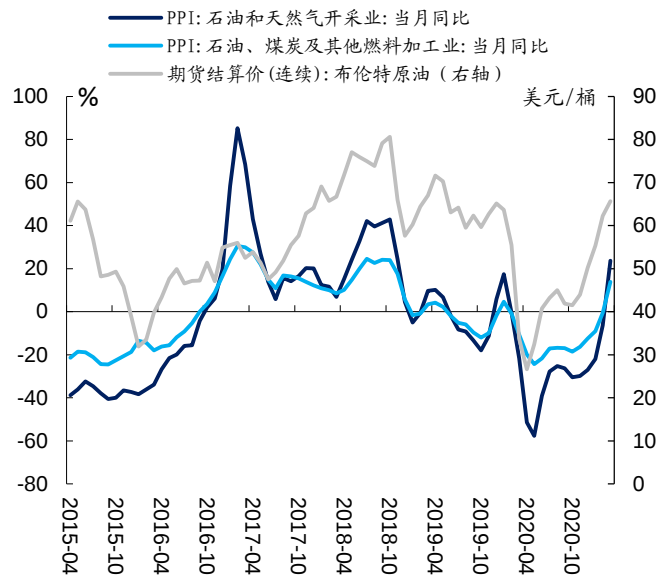
图 11：中上游行业 PPI 继续回升



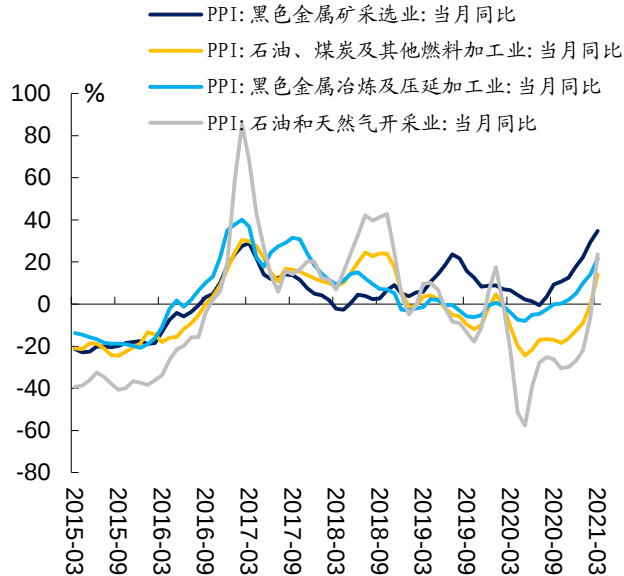
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12：能化类价格涨幅扩大

图 13：黑色、石油相关产业 PPI 涨幅扩大



资料来源: Wind、国海证券研究所



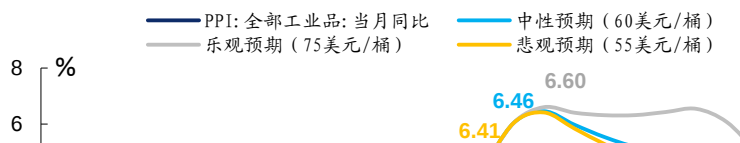
资料来源: Wind、国海证券研究所

3、关注 PPI 超预期演绎

PPI 方面,生产、生活资料部门价格均上行明显。伴随疫苗的接种,新冠疫情在全球范围内逐渐可控,海外经济复苏预期开始兑现。虽然 3 月以来大宗商品上涨行情边际放缓,但是受外部需求拉动及基数影响,PPI 仍有一定上行空间,4 月份或将突破 6% 水平。

而 CPI 方面,猪肉价格下行,部分对冲了经济复苏带来的商品与服务价格上涨,年内 CPI 预计仍将处于温和修复的态势。我们认为,未来主要关注 PPI 上行对国内通胀的影响。

图 14: 基于远月期货合约价格与主观判断的 PPI 预测值同比



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_19224

