

3月通胀点评

CPI 同比转正，PPI 大幅超预期

CPI 同比转正，依然维持在较低水平；猪肉价格拖累食品价格表现，但包括粮食和食用油在内价格同比增幅较明显；PPI 受国际大宗商品价格上涨影响，能源、黑色金属、有色金属推动 PPI 涨幅超预期；关注上游工业固投增速。

- 3月 CPI 环比下降 0.5%，同比增长 0.4%，略高于市场预期。核心 CPI 同比增长 0.3%，服务价格同比上升 0.2%，消费品价格同比上升 0.6%。在 3 月份 0.4% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 -0.6 个百分点，比上月收窄 1.2 个百分点，新涨价影响约为 1.0 个百分点。
- 从环比看，3 月食品价格由 2 月上涨 1.6% 转为下降 3.6%，影响 CPI 下降约 0.71 个百分点；从同比看，食品价格下降 0.7%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。从环比看，3 月非食品价格上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点；从同比看，非食品价格由上月下降 0.2% 转为上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.56 个百分点。需要关注的是，非食品中，工业消费品价格同比上涨 1.0%，为近一年来同比首次上涨，主要是汽油和柴油价格分别上涨 11.9% 和 12.8% 带动。
- **猪肉拖累下 CPI 压力不显，但需要关注 PPI 向 CPI 的传导。**在猪肉价格的拖累下，3 月 CPI 同比增速仍在较低水平，从核心 CPI 同比增速来看，3 月上升的幅度较小，表明需求整体偏弱，短期内不会对价格形成明显影响。我们认为年内 CPI 同比涨幅依然在政策目标范围内，不会对货币政策构成影响。但需要关注的是其他方面的价格传导，一是国际大宗农产品价格上涨对我国食品价格的影响，未来是否会影响到包括粮食和食用油价格上升，二是以原油为代表的工业品价格上涨，是否经由 PPI 开始向 CPI 传导。
- 3 月 PPI 环比增长 1.6%，同比增长 4.4%，超出市场预期。调查的 40 个工业行业中，价格上涨的有 30 个，上涨面达 75%，下降的 6 个，持平的 4 个。石油和天然气开采业价格、石油、煤炭及其他燃料加工业价格、化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业五个行业合计影响 PPI 上涨约 1.27 个百分点，占总涨幅的八成。在 3 月份 4.4% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.0 个百分点，新涨价影响约为 3.4 个百分点。
- **国际大宗商品涨价向国内传导。**3 月 PPI 同比增速上升幅度再次超出市场预期，从构成看，主要是原油类产品、黑色金属和有色金属产品价格上涨的影响，从影响渠道来看，受美国大规模救助计划和基建刺激计划影响，近期国际大宗商品价格上涨的传导影响显著。近期金融稳定委员会也提到关注大宗商品价格走势，我们维持此前观点认为货币政策不会因为 PPI 上行而收紧，但如果 PPI 上行导致工业上游出现大规模扩产，不排除货币政策将根据具体问题作出有针对性的调整。关注工业上游可能出现过热的迹象。
- **风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

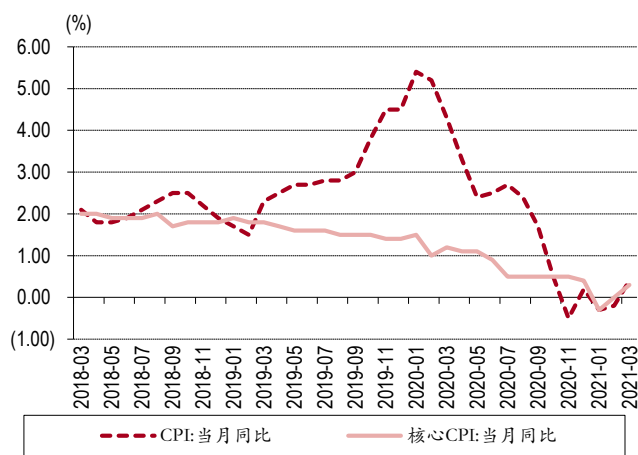
3月CPI转正。3月CPI环比下降0.5%，增速较2月下降1.1个百分点。从分项看，衣着、居住和交通通信环比增速较2月分别上升0.9、0.1和0.2个百分点，其他项目环比增速均较2月有所下行，其中食品烟酒环比增速下行3.6个百分点，教育文化娱乐环比下行1.2个百分点，是导致3月CPI环比增速下行的主要因素。3月CPI同比增长0.4%，较2月增速上升0.6个百分点，略高于市场预期，核心CPI同比增长0.3%，较2月回升0.3个百分点，服务价格同比上升0.2%，较2月增速回升0.3个百分点，消费品价格同比上升0.6%，较2月同比增速上升0.9个百分点。从分项看，3月同比增速较高的是交通通信2.7%，增速较2月上升的除了交通通信，还有衣着、居住和生活用品。在3月份0.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.6个百分点，比上月收窄1.2个百分点，新涨价影响约为1.0个百分点。3月国际原油价格继续影响非食品价格。

春节假期因素消失，食品价格回落。从环比看，3月食品价格由2月上涨1.6%转为下降3.6%，影响CPI下降约0.71个百分点；从同比看，食品价格下降0.7%，降幅比上月扩大0.5个百分点，影响CPI下降约0.12个百分点。春节后需求季节性回落，带动食品价格下降，另外由于天气转暖，鲜菜大量上市，影响鲜菜价格下降，生猪生产持续恢复，猪肉价格下降。同时3月食品价格内部依然表现分化，从同比增速来看，猪肉价格同比下降18.4%，是拖累食品价格是唯一因素，考虑到自2020年下半年开始，全球大宗农产品价格维持上涨趋势，我们继续关注食用油价格同比上涨6.9%和粮食价格同比上涨1.4%二者的后续价格表现。

关注工业品价格上涨对CPI的影响。从环比看，3月非食品价格上涨0.2%，涨幅比上月回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.18个百分点；从同比看，非食品价格由上月下降0.2%转为上涨0.7%，影响CPI上涨约0.56个百分点。受国际原油价格上涨影响，汽油和柴油价格上涨，春装新品上市，服装价格上涨疫情好转后，出行需求有所增加，飞机票价格上涨。需要关注的是，非食品中，工业消费品价格同比上涨1.0%，为近一年来同比首次上涨，主要是汽油和柴油价格分别上涨11.9%和12.8%带动。

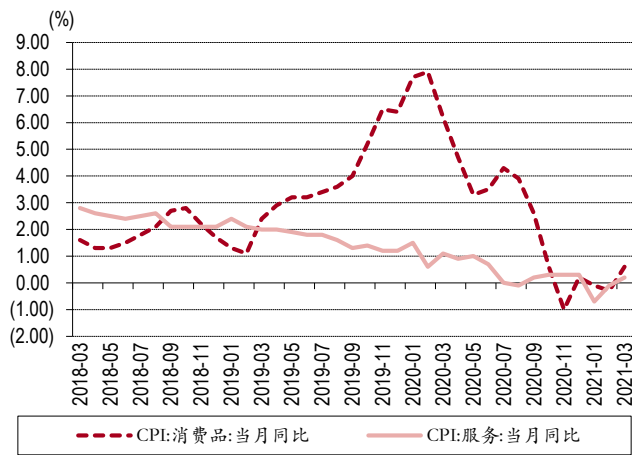
猪肉拖累下CPI压力不显，但需要关注PPI向CPI的传导。在猪肉价格的拖累下，3月CPI同比增速仍在较低水平，从核心CPI同比增速来看，3月上升的幅度较小，表明需求整体偏弱，短期内不会对价格形成明显影响。我们认为年内CPI同比涨幅依然在政策目标范围内，不会对货币政策构成影响。但需要关注的是其他方面的价格传导，一是国际大宗农产品价格上涨对我国食品价格的影响，未来是否会影响包括粮食和食用油价格上升，二是以原油为代表的工业品价格上涨，是否经由PPI开始向CPI传导。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



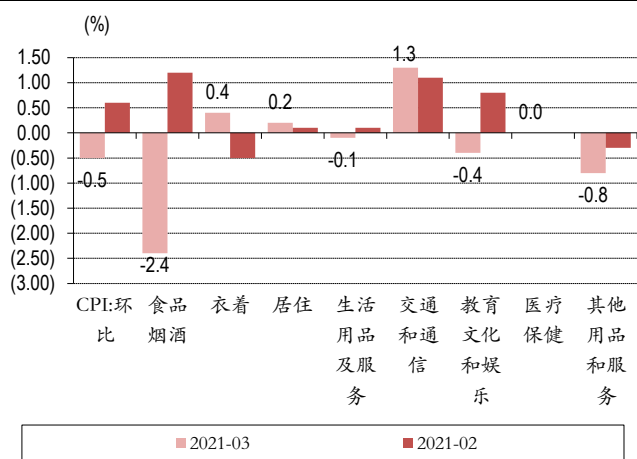
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



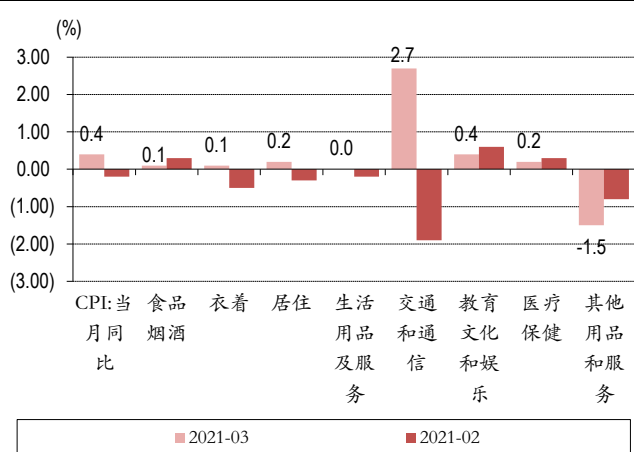
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



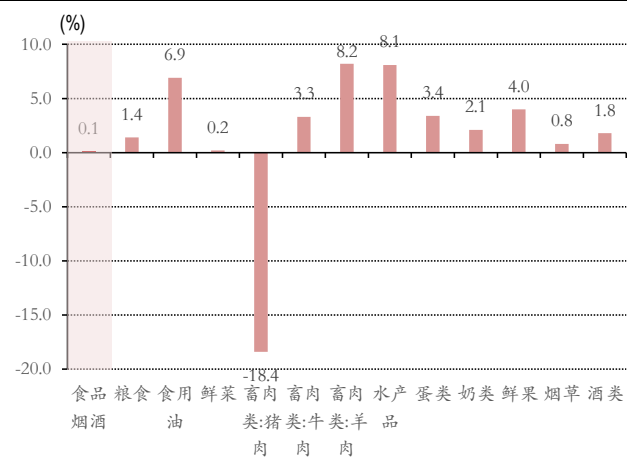
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



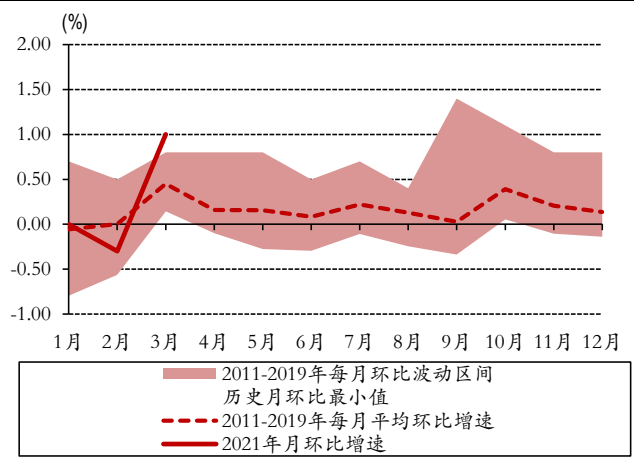
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2021 年 3 月食品烟酒内部同比价格走势分化



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 酒类价格 2021 年 3 月环比明显超过历史平均水平



资料来源：万得，中银证券

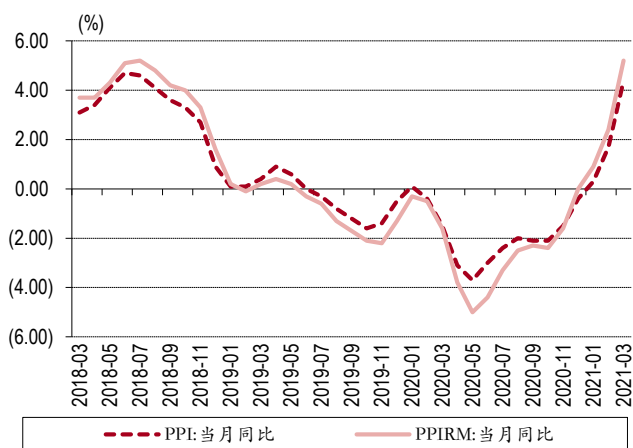
PPI

PPI 同比增速超预期。3月PPI环比增长1.6%，其中生产资料环比增长2%，生活资料环比增长0.2%。3月PPI同比增长4.4%，较2月上行2.7个百分点，其中生产资料同比增长5.8%，较2月上升3.5个百分点，生活资料同比增长0.1%，较2月上升0.3个百分点。PPIRM同比增长5.2%，较2月上升2.8个百分点，从构成来看，3月同比增速较高的产品分别是有色金属材料（17.3%）、黑色金属（15.6%）、化工原料（7.1%）、农副产品（6.2%），相较2月同比增速上升最快的是有色金属，上升了7个百分点，化工原料价格较上升了6.8个百分点，目前仅有建筑材料价格同比下降。

美国基建计划进一步推升了工业品涨价预期。3月生产资料价格中，采掘业环比1%，原材料业环比3.9%，加工业环比1.3%。调查的40个工业行业中，价格上涨的有30个，上涨面达75%，下降的6个，持平的4个。国际原油价格持续上行，带动国内石油相关行业价格涨幅扩大，石油和天然气开采业价格、石油、煤炭及其他燃料加工业价格、化学原料和化学制品制造业价格涨幅分别扩大2.3、0.8和3.2个百分点。受进口铁矿石价格上涨、国内工业生产和投资需求上升等因素影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨；近期国际市场铜、铝等有色金属价格上涨较多，推动国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨。上述五个行业合计影响PPI上涨约1.27个百分点，占总涨幅的八成。据测算，在3月份4.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.0个百分点，新涨价影响约为3.4个百分点。

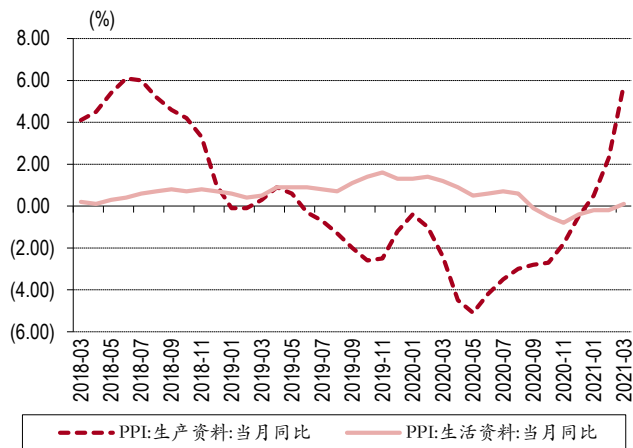
国际大宗商品涨价向国内传导。3月PPI同比增速上升幅度再次超出市场预期，从构成看，主要是原油类产品、黑色金属和有色金属产品价格上涨的影响，从影响渠道来看，受美国大规模救助计划和基建刺激计划影响，近期国际大宗商品价格上涨的传导影响显著。近期金融稳定委员会也提到关注大宗商品价格走势，我们维持此前观点认为货币政策不会因为PPI上行而收紧，但如果PPI上行导致工业上游出现大规模扩产，不排除货币政策将根据具体问题作出有针对性的调整。关注工业上游可能出现过热的迹象。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



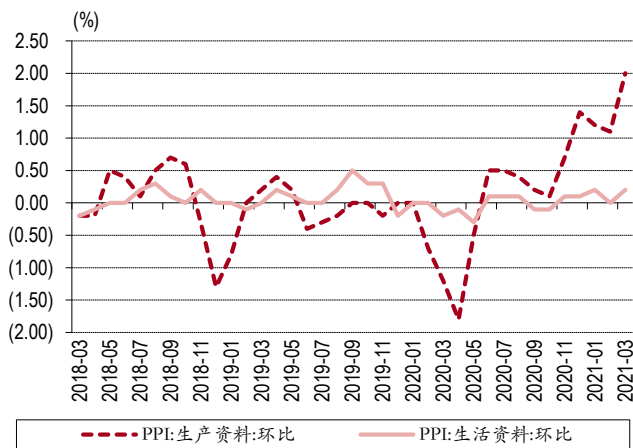
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



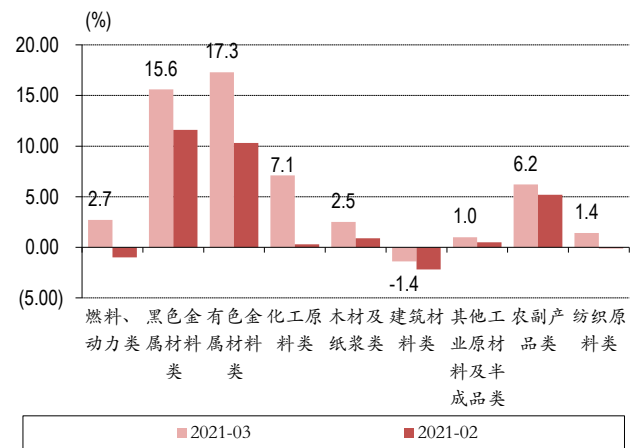
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



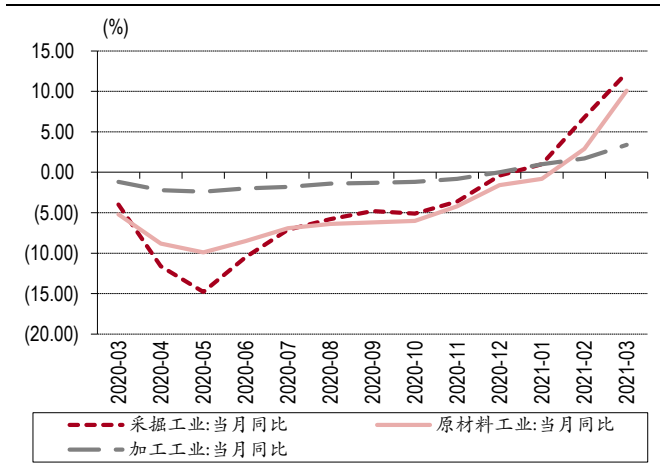
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



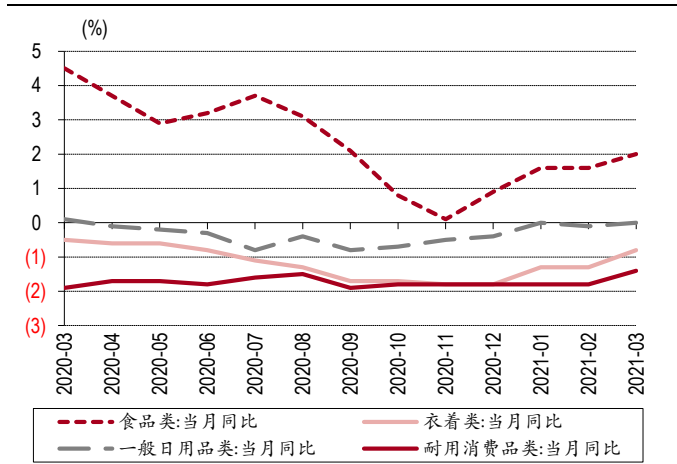
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格强劲



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 耐用消费品和衣着增速上行



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀上行速度和幅度过快; 全球流动性回流美债。

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_19234



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn