

## 总量研究

## 演变逻辑并没有改变，继续维持温和通胀判断

——2021年3月CPI和PPI数据点评兼债市观点

## 要点

## 事件

2021年3月CPI同比上涨0.4%，2月为下降0.2%；核心CPI同比增长0.3%，2月为0%；PPI同比上涨4.4%，涨幅比2月扩大2.7个百分点。

## 点评

**CPI同比环比现不常见的组合，但环比下降是重点，消费品物价恢复到疫情前水平尚需时日。**3月CPI同比上涨0.4%，环比下降0.5%，这种相邻两个月环比增速下降但同比增速反而上升的情况并不多见，这与不同年份春节假期出现在不同月份即春节时间错位有关。对于后续消费品物价的研判，需要厘清哪些是短期因素造成，哪些才可能是趋势。3月CPI同比虽然上行，但主要是因为去年同期基数较低导致，物价整体仍处在下降的通道中。2月中旬以来，猪肉、蔬菜价格持续走低，目前猪肉价格已经降至2020年以来最低值，预计后续仍有一定的下降空间，也将进一步拖累消费品物价走势。疫情影响下居民收入受到了较大冲击，后续消费修复可能会是一个比较缓慢的过程，消费品物价短期预计难有太好的表现。

**PPI延续去年12月以来演变逻辑，受大宗商品价格变化主导，但向制造业成品端价格的传导并不显著；后续PPI继续提升空间或有限。**3月PPI快速提升，有去年基数相对较低的因素在，但主要动力还是在于新涨价因素。无论是从同比还是环比来看，生产资料价格的变化主导目前PPI的演变，而其内部则呈现分化，原材料价格上升较快，但以煤炭为代表的国内上游原材料的价格同比上升速度已经减缓，且以制造业为代表的成品端价格则没有明显提升，说明当前PPI更多的是面临输入性的压力，且原材料端的价格并没有显著传导到制造业成品端。

对于后续通胀环境，目前消费品价格整体仍显低迷，后续有望伴随消费的恢复有所提升，但全年可能难以出现太好表现。2020年二季度，PPI的基数相对较低，因此后续PPI同比数值还将继续攀升，需要更多关注新涨价因素。成本、需求是研判PPI走势不能忽视的两条线索。成本端变化给PPI带来的影响已经有所呈现，后续能继续向上的动力有限。需求主要受后续出口走势的影响。我们认为，从2020年3季度以来至今的出口强势，主要得益于境外疫情扩散带来的“订单归集效应”，随着疫苗接种范围的进一步扩大，后续我国出口将更多地向全球商品贸易的正常状态回归，外需能给PPI带来的上升动力也将相对有限。整体而言，对于后续国内通胀环境，我们认为整体将以温和通胀为主。

## 债市观点

从一季度经济运行情况来看，一季度经济数据大概率较好，出现超预期情况的概率也不小，但这与今年出现的一些新情况有关（如就地过年、疫苗接种范围扩大、美国推出新刺激计划等等），需要谨慎看待。我们预计，未来一段时间10Y国债收益率将运行于[3.0%,3.3%]之间，大幅向上和向下突破的难度均较大。

## 风险提示

目前新冠疫苗接种范围在扩大，但近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍然存在；国内经济仍处于恢复进程中，后续也有不少不确定性，疫情带来的衍生风险不能忽视。

## 作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001  
010-58452066

zhang\_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001  
010-58452070

weiwx@ebsecn.com

联系人：李枢川

010-58452065

lishuchuan@ebsecn.com

## 相关研报

分化继续，维持全年温和通胀判断——2021年2月CPI和PPI数据点评兼债市观点（2021-3-9）

全球再通胀如何影响我国通胀环境——通胀再研究系列之四（2021-2-26）

核心CPI创新低反映消费需求不足——2021年1月CPI和PPI数据点评兼债市观点（2021-2-10）

我国核心CPI分析方法与后续展望——通胀再研究系列之三（2020-09-21）

PPI自上而下分析框架的构建与下半年展望——通胀再研究系列之二（2020-07-14）

## 1、事件

2021年4月9日，国家统计局发布2021年3月CPI和PPI数据：2021年3月CPI同比上涨0.4%，2月为下降0.2%；核心CPI同比增长0.3%，2月为0%；PPI同比上涨4.4%，涨幅比2月扩大2.7个百分点。

## 2、点评

### 2.1、CPI同比环比现不常见的组合，但环比下降是重点，消费品物价恢复到疫情前水平尚需时日

2021年3月CPI同比上涨0.4%，同比增速比2月上升0.6个百分点；环比下降0.5%，比2月下降1.1个百分点。

3月CPI同比与环比走势相背，且环比增速下降但同比增速反而上升的情况并不多见，近3年内，大致就出现了1次，即2019年3月，当时3月同比增速为2.3%（比2月提升了0.8个百分点），而环比增速为-0.4%（比2月下降了0.5个百分点），而当年春节也发生在2月。

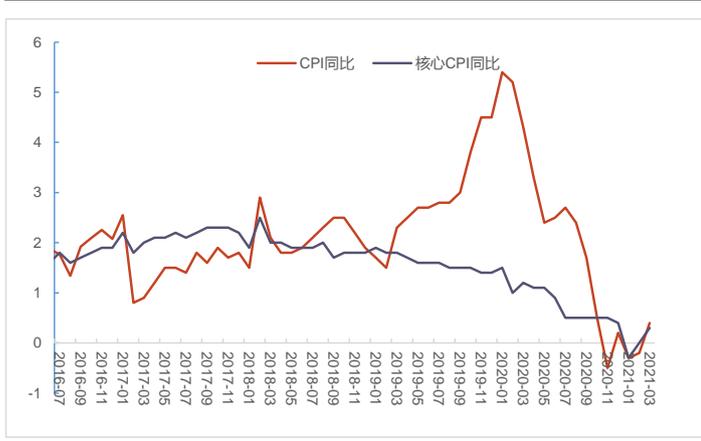
**这种不常见组合背后，与不同年份春节假期出现在不同月份即春节时间错位有关。**一般而言，春节假期期间，需求向上但供给往往因为假期因素难以跟上，因此使得消费品物价在这一时期，环比出现快速提升（今年1、2月的情况），而随着春节假期的过去，需求出现回落，供给也会逐渐恢复，因此消费品价格环比将快速回落（今年3月的情况）。2020年春节出现在1月，按理当年2月CPI环比增速应该开始回落，但由于当时疫情正处在快速扩散阶段，疫情防控使得供给受到限制，因此2月CPI仍然继续上升，直到3月CPI环比增速才出现快速回落（2020年1、2、3月CPI环比增分别为1.4%、0.8%和-1.2%）。这就使得2020年2月基数仍然较高，但3月基数则会出现明显回落。2021年春节在2月，消费品物价的走势处在往年春节期间上升而春节结束后快速回落的常态，因此3月环比增速快速下降，但是由于2020年3月基数较低，因此同比反而出现了上升的情况，从而出现了CPI环比向下但同比向上这种不常见组合。需要指出的是，春节假期并不是这种组合出现的充分条件，如2016、2018年春节也发生在2月，但当年3月并未出现这一情况。

梳理清楚了上述情况，即可以发现，目前关注CPI环比的变化更具参照意义。我们在2月物价点评中即指出，2月消费品物价同比降幅收窄主要由春节效应带来，具有一定的短期特征。这一判断同样适用于对3月消费品物价表现的研判。**对于后续消费品物价的研判，要厘清哪些是短期因素造成，哪些才可能是趋势。**3月CPI同比虽然上行，但主要是因为去年同期基数较低导致，物价整体仍处在下降的通道中。从环比来看，3月食品价格由2月上涨1.6%转为下降3.6%，非食品价格环比上升0.2%，但主要是工业消费品价格上涨带来，尤其是汽油、柴油价格上涨带来的（3月环比分别上升6.6%和7.3%，主要受国际原油价格上涨影响）。从大类来看，3月教育文化娱乐、生活用品及服务价格均出现一定程度的环比下降。

核心CPI方面，3月核心CPI同比增长为0.3%，比2月上升0.3个百分点；环比变化为0，比2月下降0.2个百分点，连续3个月上升态势中止。从数据表现来看，核心CPI要想恢复到疫情前水平，可能尚需较长时间。

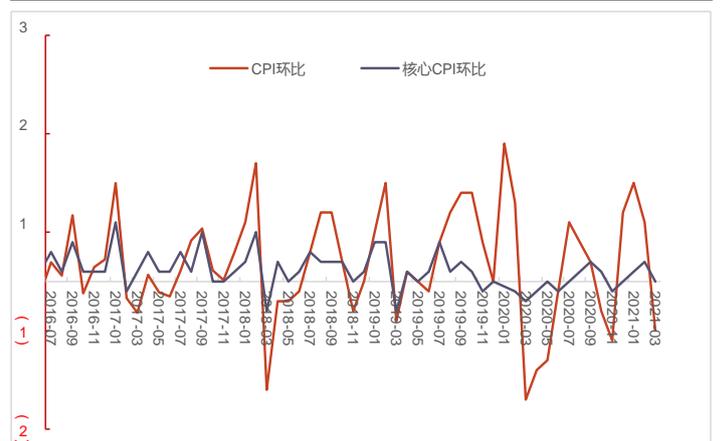
展望后续，从2020年9月开始，由于食品价格走弱，叠加同期基数相对较高，CPI同比持续走弱，进而在当年11月转负，2020年12月CPI同比虽重新转正，但不改CPI整体演变趋势，因此今年1月CPI同比重新转负，2月降幅稍有收窄，3月CPI同比虽然转正，但预计短期内难改消费品价格走弱趋势。2月中旬以来，猪肉、蔬菜价格持续走低，目前猪肉价格已经降至2020年以来最低值，预计后续仍有一定的下降空间，也将进一步拖累消费品物价走势。我们在2月26日发布的通胀专题《全球再通胀如何影响我国通胀环境——通胀再研究系列之四》中指出，疫情影响下居民收入受到了较大冲击，后续消费修复可能会是一个比较缓慢的过程，消费品物价短期预计难有太好的表现。

图表 1: 3月CPI和核心CPI同比均有一定程度提升



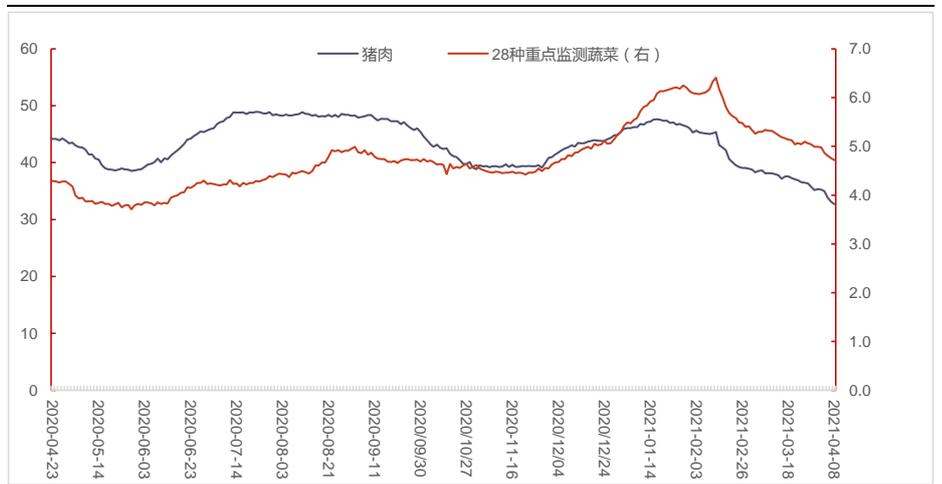
资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 2: 3月CPI和核心CPI环比均出现下降



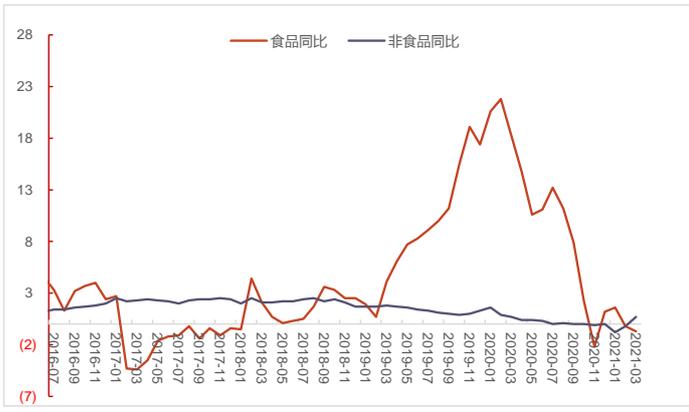
资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 3: 2月中旬以来猪肉和蔬菜价格均持续向下



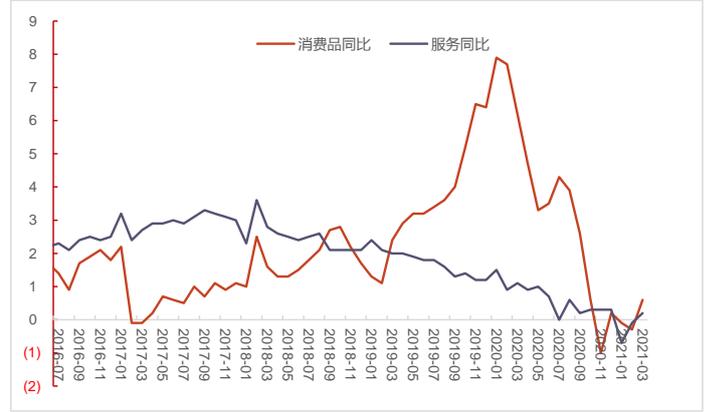
资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: 元/公斤 数据统计截止2021年4月8日

图表 4：3 月食品和非食品价格同比走势不一



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 5：3 月消费品和服务价格同比均有所上升



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2.2、 PPI 延续去年 12 月以来演变逻辑，受大宗商品价格变化主导，但向制造业成品端价格的传导并不显著；后续 PPI 继续提升空间或有限

3 月份工业生产者出厂价格同比上升 4.4%，涨幅比 2 月上升 2.7 个百分点；环比上涨 1.6%，涨幅比 2 月上升 0.8 个百分点，走出连续回落通道。根据统计局的测算，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。因此，3 月 PPI 快速提升，有去年基数相对较低的因素在，但主要动力还是在于新涨价因素。

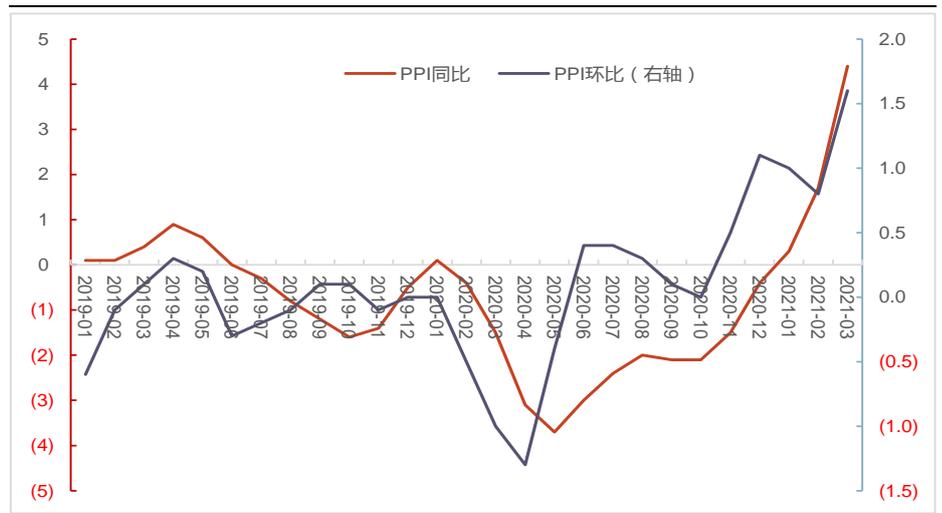
### 回溯 2019 年四季度以来 PPI 走势变化，大致经历了以下阶段：

- 1) 2019 年四季度至 2020 年 1 月，这一阶段 PPI 环比窄幅波动，2019 年 10 月后同比增速逐步回升，PPI 有触底回升迹象，预示 2017 年 1 月以来 PPI 下行周期可能临近结束。
- 2) 2020 年年初至 2020 年 5 月，疫情的出现将 PPI 重新推入下降通道。疫情出现以来，PPI 又大致以下几个阶段的发展：2-4 月为加速下降（同比分别为 -0.5%、-1.5% 和 -3.1%，分别比上月变动 -0.5、-1.0、-1.6 个百分点）；5 月则进入到减速下降模式（同比为 -3.7%，比上月变动 -0.6 个百分点）。
- 3) 2020 年 6 月 PPI 开启修复通道。2020 年 6 至 8 月同比分别为 -3%、-2.4%、-2%，降幅持续收窄。但 9-10 月，受国际油价影响，PPI 暂停修复进程，而 11 月则重新进入到修复通道中，12 月则在国际原油、大宗商品以及需求改善等因素综合作用下，修复速度明显加快。
- 4) 2020 年 12 月以来至今，国际原油、国际大宗商品价格较快上涨推动 PPI 修复速度明显加快。2021 年 1 月，原油、铁矿石等大宗商品价格上涨推动 PPI 由负转正。2、3 月 PPI 走势则基本延续之前国际原油价格、大宗商品价格推动上行的演变轨迹。从同比来看，3 月生产资料、生活资料价格分别上涨 5.8% 和 0.1%。从环比来看，3 月生产资料价格上涨 2.0%（涨幅比 2 月扩大 0.9 个百分点，影响 PPI 总水平上涨约 1.52 个百分点，对整体 PPI 环比价格提升贡献占比约 95%），生活资料价格环比上升只有 0.2%，对 PPI 总水平影响不大。从生产资料和生活

资料走势来看，两者走势并不同步，进一步验证目前我国 CPI 与 PPI 之间的传导并不顺畅。

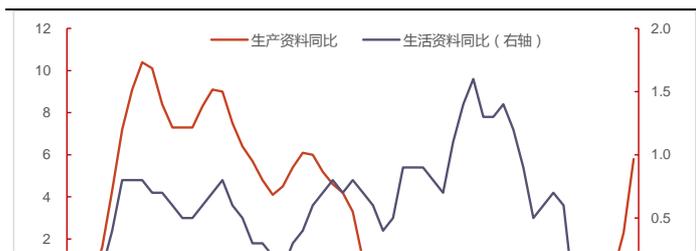
另外，生产资料内部各分项的走势也并不相同。生产资料中，3 月采掘、原材料、加工三项环比增速分别为 1.0%、3.9%和 1.3%，原材料价格的提升明显高于采掘业、加工业。更细的分项中，煤炭开采和洗选业价格环比下降 3.1%；通用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业 3 月环比只有 0.4%、0%、0.1%和 0.4%，以煤炭为代表的国内上游原材料的价格同比上升速度已经减缓，而以制造业为代表的成品端价格则同样没有明显提升。这说明了，当前 PPI 更多的是面临输入性的压力，且原材料端的价格并没有显著传导到制造业成品端。

图表 6：3 月 PPI 同比和环比均出现明显提升

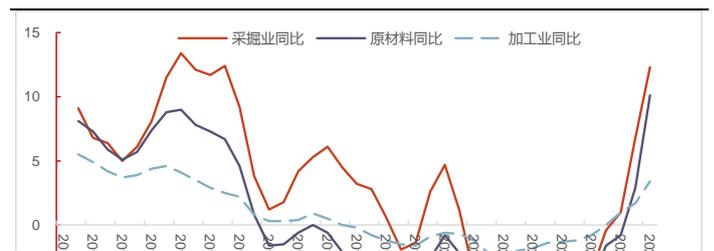


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 7：3 月生产资料与生活资料价格走势并不同步



图表 8：3 月生产资料中各分项同比均有所提升



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\\_19238](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19238)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn