

3 月通胀点评

国际大宗商品和国内疫情推动通胀超预期

3 月通胀超出市场预期；核心 CPI 同比增速与 2 月持平，但基数效应影响下，食品对 CPI 的拖累明显下降，工业消费品的影响继续加大，受疫情影响，服务价格涨幅回落；PPI 回落速度慢于预期，生产资料价格维持在较高水平，挤压生产端利润，生活资料中的非耐用消费品受疫情影响，价格明显强于历史同期平均水平，需要关注生活资料价格上涨向 CPI 的传导。

- 3 月 CPI 环比持平，同比增长 1.5%，核心 CPI 同比增长 1.1%，与 2 月持平，服务价格同比上升 1.1%，消费品价格同比上升 1.7%。从同比看，食品价格下降 1.5%，影响 CPI 下降约 0.28 个百分点，非食品价格上涨 2.2%，影响 CPI 上涨约 1.77 个百分点，其中工业消费品价格同比上涨 3.5%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，服务价格同比上涨 1.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。
- 3 月 CPI 同比增速小幅超预期。3 月 CPI 同比增速基数效应消失，同比增速回升在市场预期当中，但增幅小幅超出市场预期，我们认为主要原因有两个：一是食品项目中部分产品受到国际农产品价格上涨和国内疫情影响，环比涨幅超预期，如粮、油、菜、蛋等；二是工业品价格上涨对 CPI 的影响加大，特别是能源价格对汽油、柴油、液化石油气价格的影响较 2 月进一步扩大。考虑到 4 月国内疫情影响依然存在，以及国际油价和农产品价格仍在较高水平波动，不排除 CPI 同比增速进一步上行。
- 3 月 PPI 环比上升 1.1%，同比增长 8.3%，PPIRM 同比增长 10.7%。3 月份，地缘政治等因素推动国际大宗商品价格持续上行，带动国内石油、有色金属等相关行业价格继续上涨，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业合计影响 PPI 环比上涨约 0.77 个百分点，占总涨幅的七成。
- PPI 数据中的两个方面影响。3 月 PPI 生产资料价格超预期主要源于国际大宗商品价格进一步上行，但生活资料中食品和一般日用品价格环比也超出历史同期平均水平，主要是受到疫情影响。从生产端看，国际大宗商品价格供求格局变化或支撑工业品价格维持在较高水平，从成本端持续压制工业企业盈利，从消费端看，疫情影响下非耐用消费品需求上升，可能加速生活资料价格向 CPI 传导。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

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

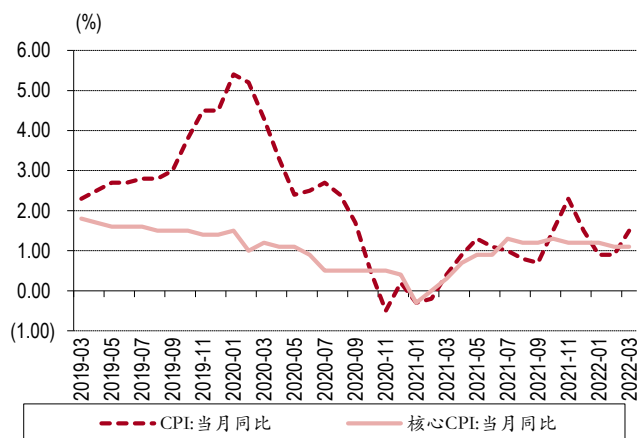
3月CPI环比增速较2月回落，同比增速上升。3月CPI环比持平，增速较2月回落0.6个百分点。从分项看，3月环比增速较高的是交通通信（1.6%）和其他用品及服务（1.0%），环比增速下降的是食品烟酒（-0.9%）和教育文化娱乐（-0.3%）；3月分项中较2月环比增速上升较多的是其他用品及服务以及衣着，环比增速下降的是食品烟酒和教育文化娱乐。3月CPI同比增长1.5%，较2月上升0.6个百分点，核心CPI同比增长1.1%，与2月持平，服务价格同比上升1.1%，较2月下降0.1个百分点，消费品价格同比上升1.7%，较2月同比增速上升1个百分点。从分项看，3月同比增速较高的还是交通通信（5.8%），其次是教育文化娱乐（2.6%）和其他用品及服务（2.1%），食品烟酒价格同比下降0.3%，同比增速较2月上升1.5个百分点，同比增速较2月上升较多的是食品烟酒和其他用品及服务，较2月同比增速下降的是居住。据测算，在3月份1.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.4个百分点，新涨价影响约为1.1个百分点。

食品价格对CPI同比增速的拖累明显下降。从环比看，3月食品价格由上月上涨1.4%转为下降1.2%，影响CPI下降约0.22个百分点；从同比看，食品价格下降1.5%，降幅比上月收窄2.4个百分点，影响CPI下降约0.28个百分点。3月国内多点散发疫情和国际大宗商品价格上涨对消费品价格造成明显扰动：受节后消费需求回落及供给充足等因素影响，猪肉、鸡肉、鸭肉、牛肉、羊肉、水产品 and 鲜果价格环比下降；受国际小麦、玉米和大豆等价格上涨及国内疫情影响，面粉、食用植物油、鲜菜和鸡蛋价格环比上涨；鲜菜价格同比大幅上涨，面粉同比涨幅有所扩大。

服务价格回升趋势受疫情影响。从环比看，3月非食品价格上涨0.3%，涨幅比上月回落0.1个百分点，影响CPI上涨约0.25个百分点；从同比看，非食品价格上涨2.2%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，影响CPI上涨约1.77个百分点。非食品中，能源价格上涨带动工业消费品价格环比涨幅有所扩大，其中汽油、柴油和液化石油气价格影响CPI环比上涨约0.29个百分点，扣除能源的工业消费品价格环比上涨0.3%；工业消费品价格同比上涨3.5%，涨幅比上月扩大0.4个百分点；服务价格环比由上月持平转为下降0.2%，同比上涨1.1%，涨幅比上月回落0.1个百分点。

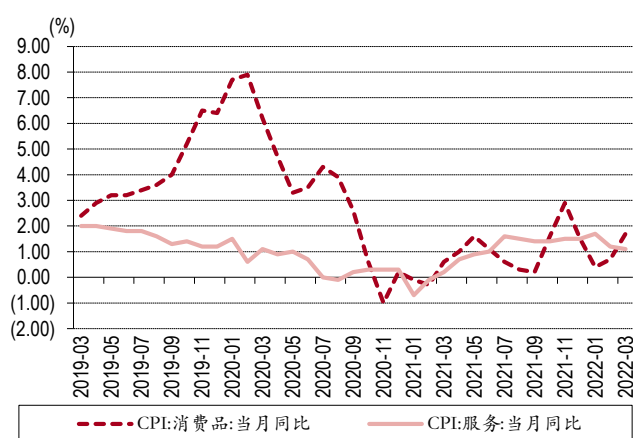
3月CPI同比增速小幅超预期。3月CPI同比增速基数效应消失，同比增速回升在市场预期当中，但增幅小幅超出市场预期，我们认为主要原因有两个：一是食品项目中部分产品受到国际农产品价格上涨和国内疫情影响，环比涨幅超预期，如粮、油、菜、蛋等；二是工业品价格上涨对CPI的影响加大，特别是能源价格对汽油、柴油、液化石油气价格的影响较2月进一步扩大。考虑到4月国内疫情影响依然存在，以及国际油价和农产品价格仍在较高水平波动，不排除CPI同比增速进一步上行。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



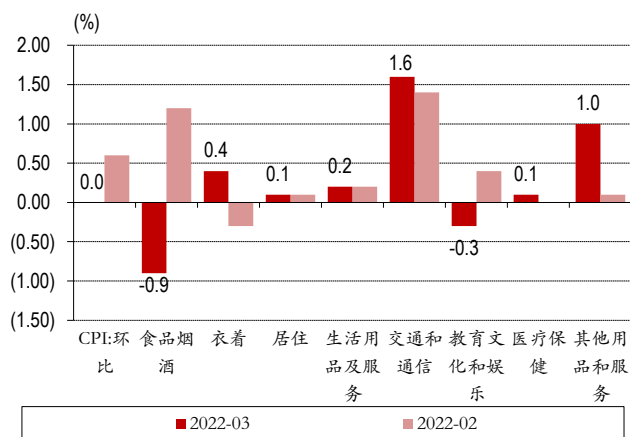
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



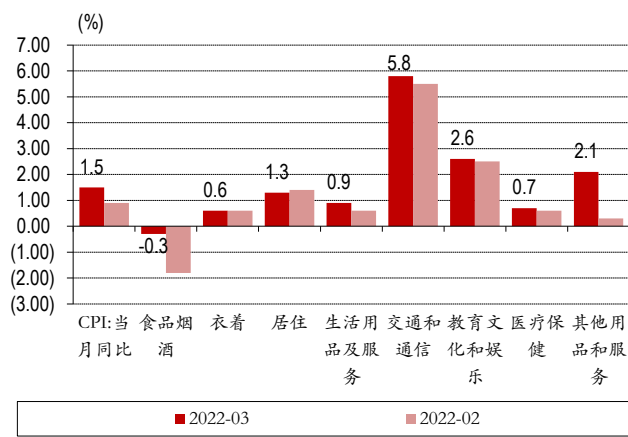
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



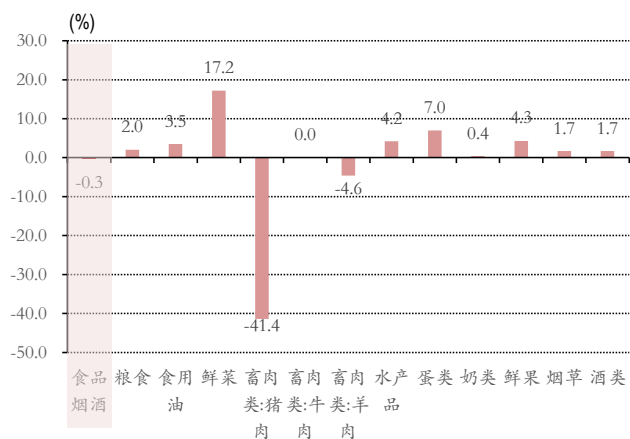
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



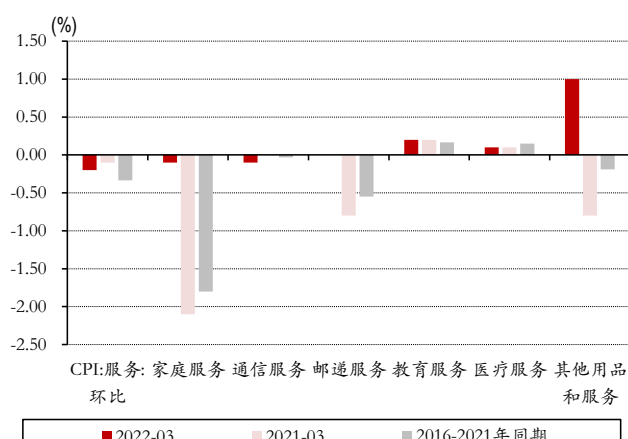
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 食品价格同比增速整体回落



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 服务价格回升趋势可能受疫情影响



资料来源: 万得, 中银证券

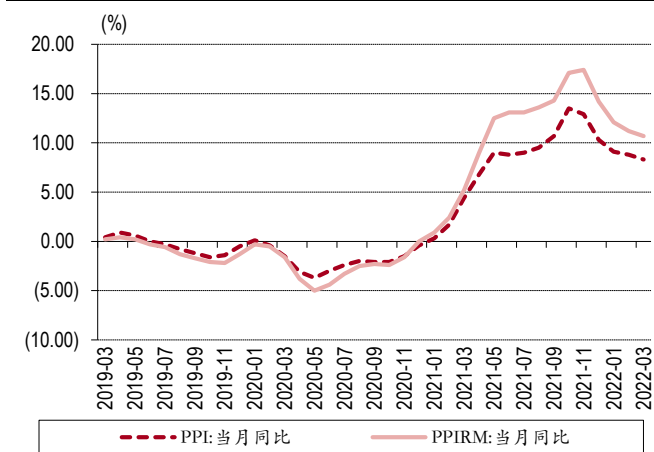
PPI

PPI 同比增速继续回落, 但依然较市场预期表现强劲。3 月 PPI 环比上升 1.1%, 其中生产资料环比上升 1.4%, 生活资料环比上升 0.2%。3 月 PPI 同比增长 8.3%, 较 2 月下降 0.5 个百分点, 其中生产资料同比增长 10.7%, 较 2 月下降 0.7 个百分点, 生活资料同比增长 0.9%, 与 2 月持平。PPIRM 同比增长 10.7%, 较 2 月下降 0.5 个百分点, 从构成来看, 3 月同比增速较高的产品分别是燃料动力 (30.9%)、有色金属 (15.6%)、化工原料 (13.3%), 同比增速较 2 月下降较多的是化工原料 (下降 3.5 个百分点)、有色金属 (下降 1.9 个百分点)、黑色金属 (下降 1.8 个百分点)、木材及纸浆 (下降 1.7 个百分点) 和纺织原料 (下降 1.1 个百分点), 但燃料动力类价格较 2 月上升 3.3 个百分点, 农副产品类价格上升 0.3 个百分点。据测算, 在 3 月份 8.3% 的 PPI 同比涨幅中, 去年价格变动的翘尾影响约为 6.8 个百分点, 新涨价影响约为 1.5 个百分点。

国际大宗商品价格上涨影响依然较大。3 月生产资料价格中, 采掘业环比上升 4.8%, 原材料业环比上升 2.9%, 加工业环比上升 0.4%。3 月份, 地缘政治等因素推动国际大宗商品价格持续上行, 带动国内石油、有色金属等相关行业价格继续上涨, 石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业合计影响 PPI 环比上涨约 0.77 个百分点, 占总涨幅的七成。调查的 40 个工业行业大类中, 价格同比上涨的有 37 个, 比上月增加 1 个。

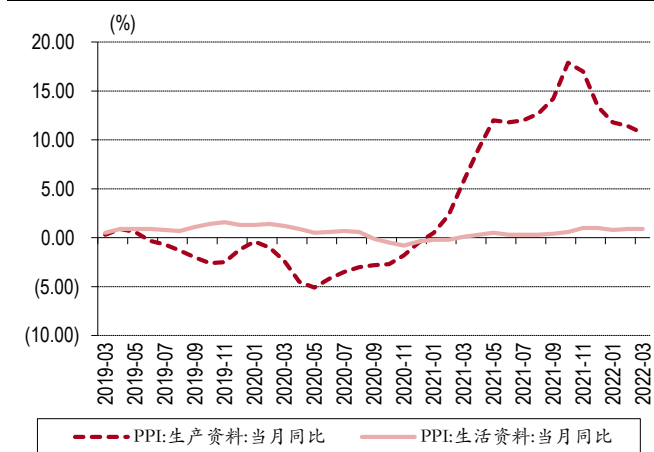
PPI 数据中的两个方面影响。3 月 PPI 生产资料价格超预期主要源于国际大宗商品价格进一步上行，但生活资料中食品和一般日用品价格环比也超出历史同期平均水平，主要是受到疫情影响。从生产端看，国际大宗商品价格供求格局变化或支撑工业品价格维持在较高水平，从成本端持续压制工业企业盈利，从消费端看，疫情影响下非耐用消费品需求上升，可能加速生活资料价格向 CPI 传导。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



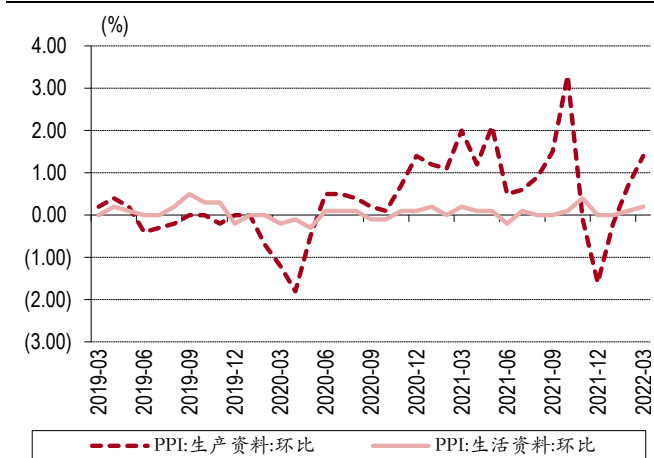
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



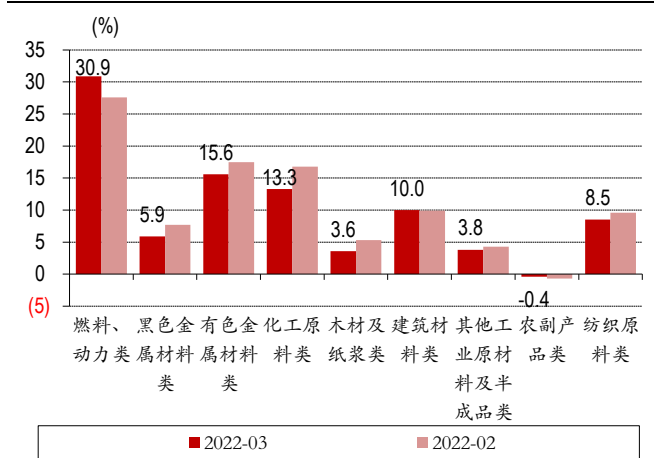
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



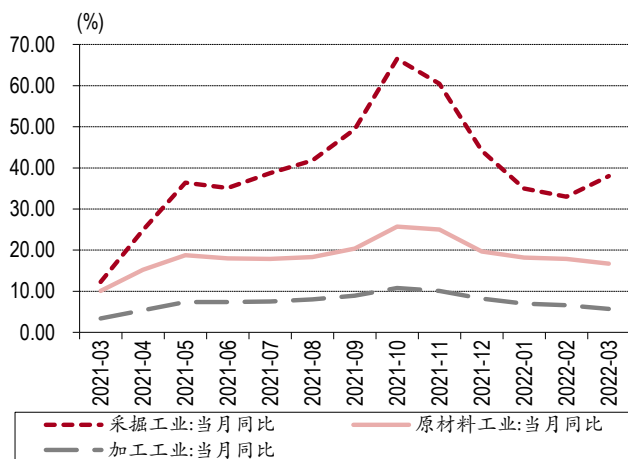
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



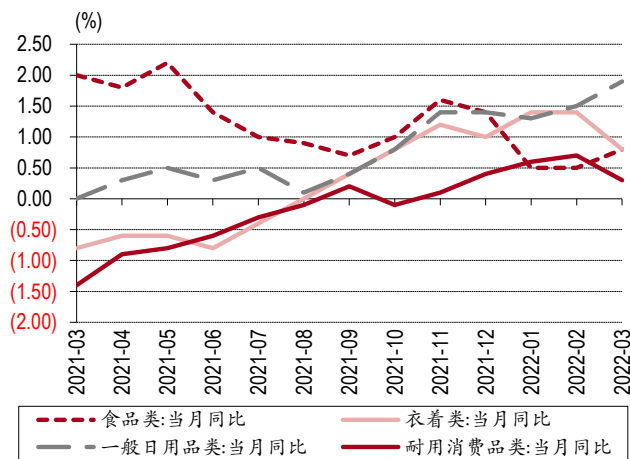
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比稳定回落



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比增速分化



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀上行过快; 流动性回流美债; 全球新冠疫情影响扩大。

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_40416

