

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

相关研究

- 市场的短期 Risk On 延续
- 3 月 PMI 点评: 警惕月度数据的伪装
- 蛰伏待机

事件: 4 月 9 日, 国家统计局公布 3 月份价格数据, 数据显示: 中国 3 月 CPI 同比 0.4%, 市场预期 0.2%, 前值-0.2%; 环比-0.5%。3 月 PPI 同比 4.4%, 市场预期 3.3%, 前值 1.7%; 环比 1.6%。

点评:

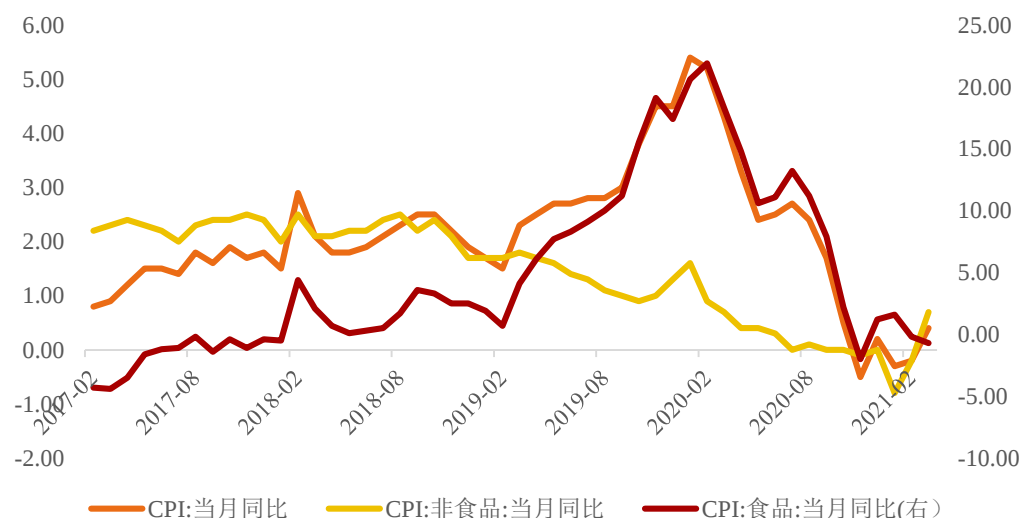
- 3 月 CPI 同比小幅超出预期, 整体上仍然受到食品和油价的影响, 原油价格上涨带动交通运输项大幅走高。剔除食品和能源的核心 CPI 同比小幅回升, 说明终端消费需求在积极修复中, 但速度较慢, 当前中上游的成本压力尚未明显传导至下游。
- PPI 同比明显超出预期, 环比也大幅走高。究其原因, 主要是国际大宗商品价格中枢上行引起的。尽管能化和有色在 2 月底 3 月初附近已陆续见顶回落或者滞涨, 但原油、铜、铝等大宗商品价格 3 月中枢仍然高于 2 月。同时, 碳中和背景下, 供给侧改革效应显现, 钢铁限产减排政策带动黑色产业链价格维持高位运行, 导致 PPI 环比大幅走高。
- **CPI 温和上行, PPI 或迎拐点, 传导乏力。**从生猪产能恢复、需求修复缓慢、疫情压制服务业、原油供需平衡等角度来看, CPI 将温和上行; 大宗商品价格上行趋势趋缓, PPI 环比短期内或迎来拐点。在国内需求持续较弱以及大宗商品价格回落等因素的催化下, PPI 向 CPI 的传导存在较大的阻力。
- CPI 通胀升温对股市和债市的影响产生了一定的分化, 股市相对敏感, 债市有一定的钝化。周五通胀数据公布后, 股市一路走低至收盘, 且过去一周涨幅较好的板块是钢铁、有色、煤炭等顺周期行业; 而债市短暂下行之后开始反弹, 最终收涨。债市对通胀的钝化一方面是因为通胀交易已经持续了一段时间, 债市有了一定的预期, 另一方面在经济下行的背景下, 通胀的影响可能会弱化, 经济基本面的影响将更为重要。中期我们维持股弱债强的判断。

1 猪肉和油价影响显著，核心 CPI 反弹力度较弱

3 月 CPI 同比超预期上行，录得 0.4%，高于前值 0.6 个百分点，其中翘尾因素为 -0.6%，更多为新涨价因素；CPI 环比 -0.5%，基本持平于季节性，除 2020 年因疫情爆发带来春节下月仍物价飞涨外，近十年来春节下月（下称历史同期）CPI 环比平均走低 0.45%。

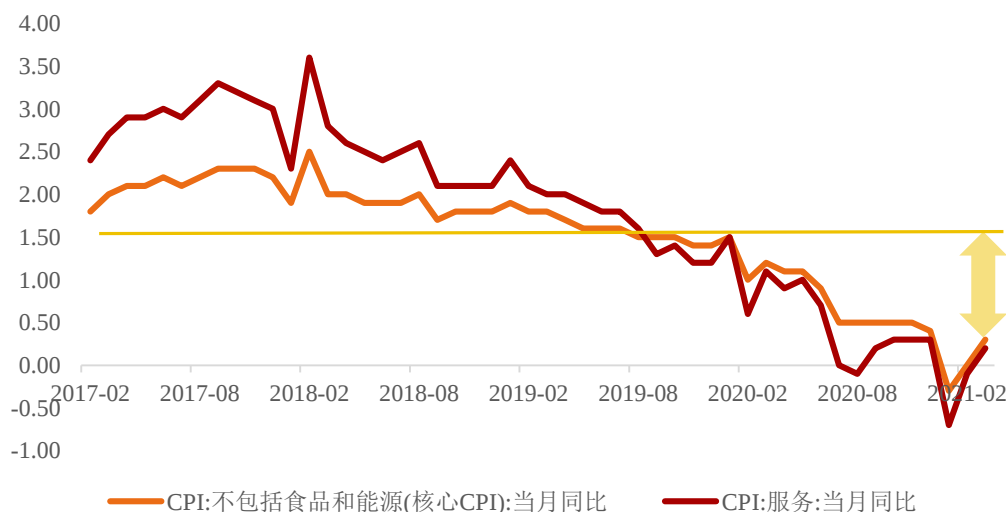
3 月 CPI 仍然受到食品和油价的影响，原油价格上涨带动交通运输项大幅走高，剔除食品和能源的核心 CPI 同比小幅回升 0.3 个百分点至 0.3%，服务业 CPI 同样小幅回升 0.3 个百分点至 0.2%，说明终端消费需求仍在积极修复中，但速度较慢，仍显疲弱，当前中上游的成本压力尚未明显传导至下游。

图 1：CPI 同比转正，超预期上行



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：核心 CPI 小幅反弹，但仍远低于疫情前水平

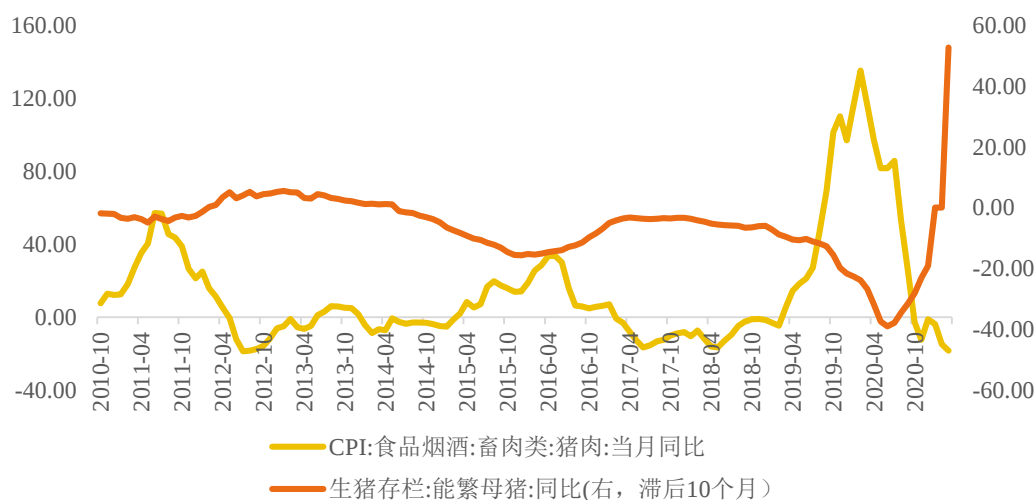


资料来源：Wind, 首创证券

其中食品分项 CPI 同比走低 0.5 个百分点至-0.7%，2020 年高基数原因不可忽略，环比大幅走低 5.2 个百分点至-3.6%，低于历史同期均值-1.6%。

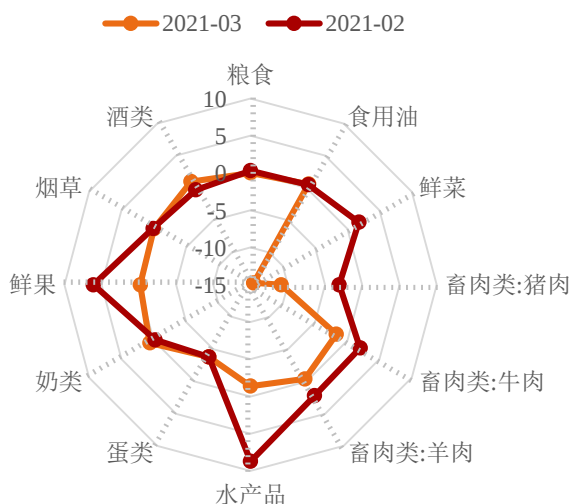
猪肉和鲜菜的拖累较为明显。猪肉价格环比下降 10.9%，鲜菜价格环比下降 14.5%，远低于历史同期的-4.4%和-6.3%。由于滞后 10 个月的能繁母猪量与猪肉价格存在明显负相关关系，而能繁母猪同比自 2020 年 6 月大幅走高以来，连月创新高，2020 年 12 月能繁母猪当月同比大增 103%，猪肉供给的较快恢复决定了短期猪价仍将下行。另一方面，随着天气转暖，鲜菜生产逐渐恢复，供应增加，鲜菜价格环比大幅走弱。

图 3：能繁母猪同比大幅走高，带来猪价下行压力



资料来源：Wind, 首创证券

图 4：猪肉和鲜菜回落明显（环比，%）

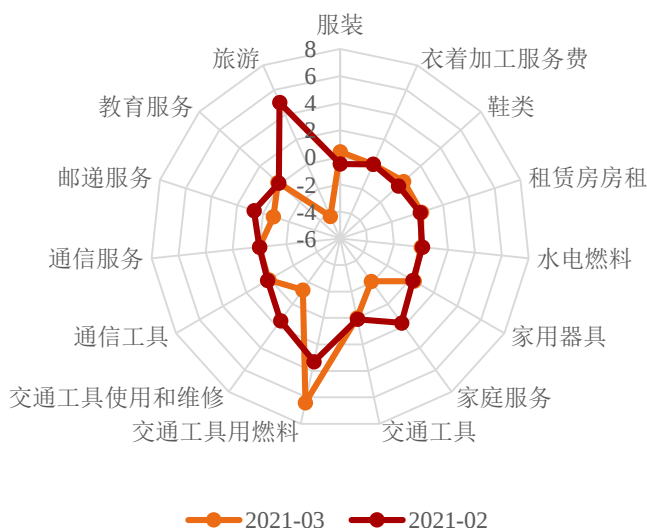


资料来源：Wind, 首创证券

3 月非食品 CPI 同比回升 0.9 个百分点至 0.7%，环比下行 0.2 个百分点至 0.2%，略高于历史同期均值-0.1%，主要由国际油价上涨拉动交通工具用燃料大幅飙升所致。核心

CPI 和服务 CPI 同比小幅回升,但与疫情前水平仍存在较大差距,需求端修复速度缓慢。

图 5: 交通工具用燃料继续反弹 (环比, %)

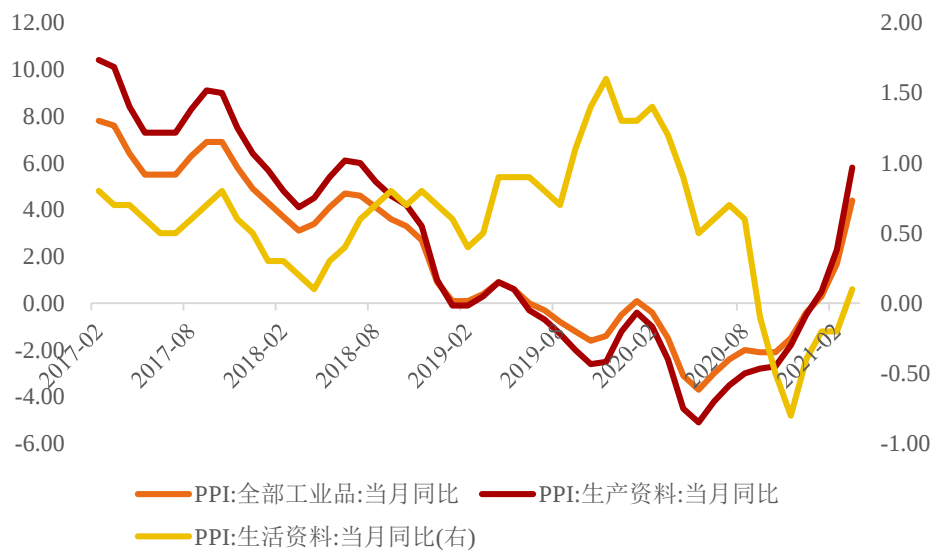


资料来源: Wind, 首创证券

2 大宗涨价继续助力 PPI 超预期上行

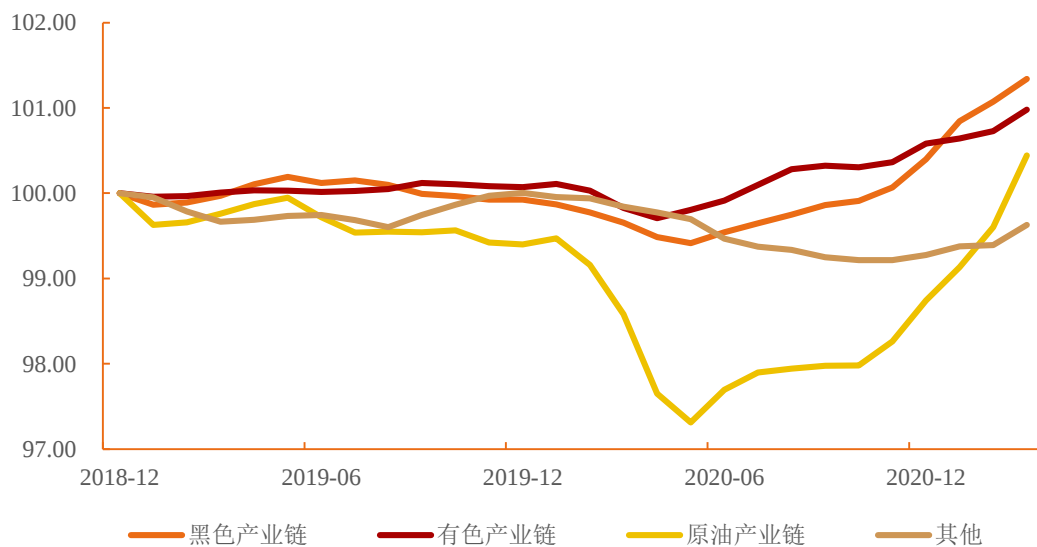
PPI 同比走高 2.7 个百分点至 4.4%，明显超出预期值 3.3%；环比也大幅走高 0.8 个百分点至 1.6%。据国家统计局测算，PPI 环比涨幅八成由石油开采、燃料加工、化学原料、黑色与有色加工 5 个上游行业贡献，带动生产资料环比走高 0.9 个百分点至 2%。究其原因，主要是国际大宗商品价格中枢上行引起的。尽管能化和有色在 2 月底 3 月初附近已陆续见顶回落或者滞涨，但原油、铜、铝等大宗商品价格 3 月中枢仍然高于 2 月。同时，碳中和背景下，供给侧改革效应显现，钢铁限产减排政策带动黑色产业链价格维持高位运行，由此 PPI 环比大幅走高。

图 6: PPI 同比持续大幅走高



资料来源: Wind, 首创证券

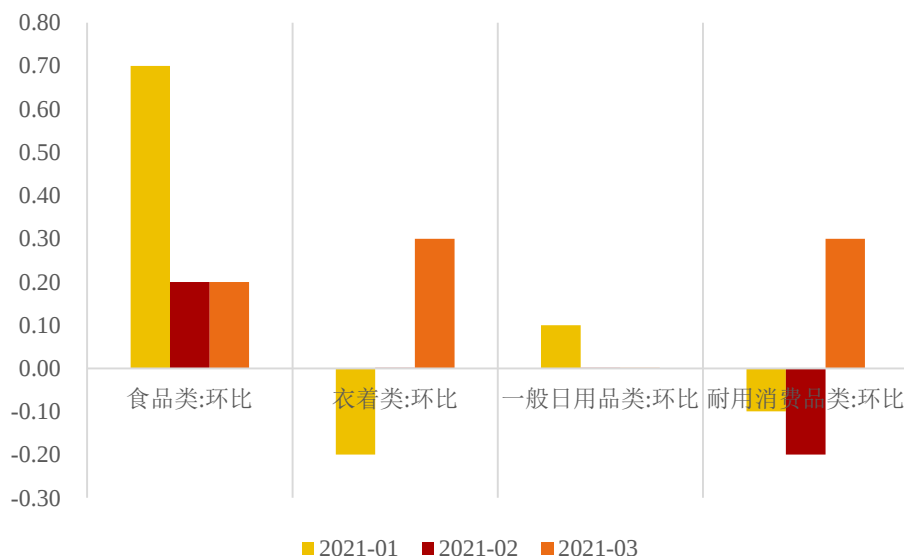
图 7: 各产业链 PPI 环比指数 (2018-12=100)



资料来源: Wind, 首创证券

同时可以看到，除了生产资料的上行，生活资料同比也走高 0.3 个百分点至 0.1%，环比走阔 0.2 个百分点至 0.2%，其中耐用消费品和衣着类涨幅较大，均达到历史较高水平。

图 8：衣着类和耐用消费品类环比大幅上行（环比，%）



资料来源：Wind, 首创证券

3 CPI 温和上行，PPI 将迎拐点，传导乏力

对于 CPI 的后续走势，我们从以下几个方面进行判断：一是生猪产能持续恢复，猪价下行趋势较为明显，预计会持续压制 CPI 的上行；二是需求虽然在缓慢修复中，但短期内难有较快提升，对核心 CPI 的拉动作用有限；三是在疫苗尚未全面接种前，服务业仍然会收到疫情的影响，对 CPI 仍会造成一定的拖累；四是原油价格在 3 月初见顶以来呈现震荡走势，原油尚不存在较大的供需缺口，因此油价持续上行动力不足，对能源部分的影响很难持续。基于以上分析，短期内 CPI 会继续温和上行，上行速度仍不会过快。

PPI 方面，从大宗商品价格高频数据来看，原油上行速度趋缓，已进入震荡区间，有色方面，铜价有所抬升，预计该短期影响会逐渐消退，铜价或步入下行趋势。由于供给侧的催化，南华黑色指数 3 月下旬快速上行，碳中和概念的影响暂时还未消退，4 月份仍有一定的概率小幅上行，并拉动 PPI 继续走高。但由于原油和有色产业链的拉动作用将减弱，PPI 环比上行速度也会趋缓，并在短期内迎来拐点。

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_19164

