

2021年3月物价数据点评

核心CPI开启回升，输入性通胀预计可控

■ 核心摘要

事件：3月CPI同比转正到0.4%。PPI环比1.6%，是2002年有统计以来的最高水平，同比从2月的1.7%快速回升到4.4%。

我们测算5月PPI同比可能升破6%，但它向CPI传导的压力较小，预计全年CPI同比为1.5%，和2020年的2.5%相比明显下降。

1、核心CPI见底回升。3月CPI环比大幅高于季节性，推动力量一是交通和通信项，主要原因就是油价上涨，3月国内成品油调涨两次。推动力量二是教育文化和娱乐项，疫情好转后旅行、娱乐等服务消费在3月都有明显恢复。考虑到：1) 核心CPI同比的翘尾因素将回升，2) 上游原材料涨价（从2016年经验来看，PPI蹿升对核心CPI有明显传导性），3) 以及消费尤其是服务消费的持续恢复，我们认为核心CPI同比的拐点已经出现。参照2016年PPI蹿升期间的核心CPI环比进行预测，到2021年6月核心CPI同比会回到1%，年底回到1.5%附近（为疫情前水平）。而CPI将受到猪肉价格同比低位 vs 原油价格同比高位两方拉扯，应不具备大幅上行空间（预计全年CPI同比为1.5%，和2020年的2.5%相比明显下降）。

2、PPI上游向下游传导有所增强。3月PPI环比1.6%，这是2002年有统计以来的最高水平。我们将工业划分为上游原材料、中游机械设备、下游生活资料，观察产业链的价格传导情况。可见：1) 目前上、中、下游PPI同比同步上行，尤其是中游，由于出口形势较好，PPI同比上行节奏也较快；2) 从2020年10月以来，下游PPI同比也开始触底反弹；3) 去年下游PPI下滑时间较晚、较长，PPI同比回升幅度相对较弱，可见下游企业盈利是承压的，这是昨日金融委员会特别关注大宗商品价格上涨的重要原因。

3、输入性通胀压力预计可控。大宗商品价格上涨对国内通胀的影响力度，主要取决于两方面因素：一是居民收入增长和消费意愿的恢复。中国本轮政策刺激重在补贴企业，而不似美国是补贴居民，同时消费没有“补库存”的特质，因而预计终端消费起色的幅度不会太大。二是中游机械设备产品需求的保持。下半年中国出口动能转弱可能对中游PPI上行不利，国内房地产和基建投资难以提供强需求。因此，我们认为今年中国面临的输入性通胀压力可控。

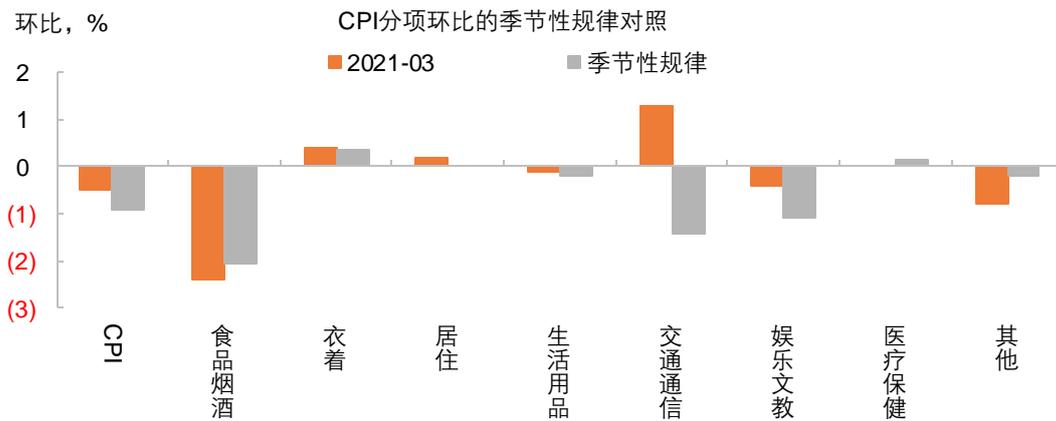
4、二季度仍处于PPI和CPI同比上升期。考虑到PPIRM环比持续高于PPI环比，上游原材料涨价大概率会继续向工业产成品传导，加之去年的低基数，5月PPI同比有可能在6%以上，此后逐步回落到年末的2.5%左右，预计全年PPI同比在4%左右。低基数下CPI同比将继续回升，5月到2%附近后窄幅震荡，四季度上升到全年的高点2.5%左右。全年CPI同比约为1.5%，和2020年的2.5%相比明显下降。

一、核心 CPI 触底回升

3月 CPI 环比-0.5%，大幅高于 2018-2020 这三年 3 月的环比均值-0.9%。同比从-0.2%转正到 0.4%，拆分来看，翘尾为-0.6%，新涨价因素为 1.0%。

先来看 CPI 的环比。八个一级分项中，交通和通信项、教育文化和娱乐项的环比明显高于前三年 3 月的环比均值，是导致今年 3 月 CPI 环比超季节性的主因。食品烟酒项、其他用品和服务项的环比略弱于季节性，另外四项的环比基本符合季节性规律。

图表1 3月 CPI 环比高于季节性，主要由交通和通信、教育文化和娱乐这两项贡献



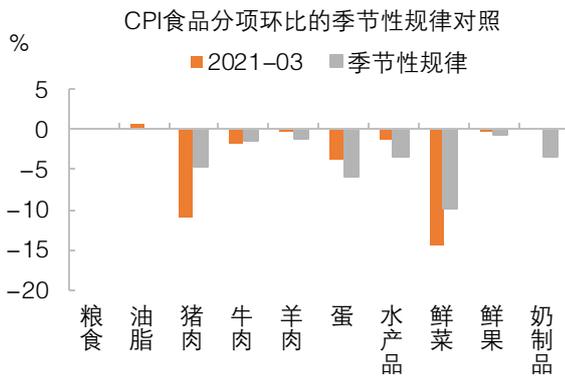
资料来源:wind,平安证券研究所

3月食品烟酒项环比为-2.4%，低于季节性的均值-2.0%，猪肉和蔬菜是最主要的拖累。CPI猪肉项环比从2月的-3.1%进一步下滑到3月的-10.9%，影响CPI下降约0.24个百分点。猪肉价格持续下跌原因有三，一是3月作为春节后的消费淡季，多数年份的3月CPI猪肉项环比为负值；二是生猪补栏后，供给压力大为缓和，目前农业部统计的生猪存栏量已回到2014年底水平；三是局部地区非洲猪瘟疫情抬头，恐慌情绪下一些养殖户抛售，加大了猪肉价格下跌压力（需警惕非洲猪瘟扩散，抬高下半年猪肉价格中枢的风险）。3月CPI鲜菜项环比-14.5%，跌幅大于季节性的均值-9.9%，和天气转暖后鲜菜大量上市有关。蛋类、水产品和鲜果的价格，在3月也分别环比下跌了3.8%、1.4%和0.2%。

非食品价格环比上涨0.2%，略低于上月的0.4%，但明显高于季节性的均值-0.3%。推动力量一是交通和通信项，3月环比上涨1.3%，而2018-2020年3月平均是下跌1.4%。主要原因就是油价上涨，3月国内成品油调涨两次，推动交通工具用燃料这一子项的环比从上月的3.3%，进一步提高到6.4%。推动力量二是教育文化和娱乐项，3月环比为-0.4%，而季节性均值是-1.1%，今年比较强的原因是疫情好转后旅行、娱乐等服务消费在3月都有明显恢复。

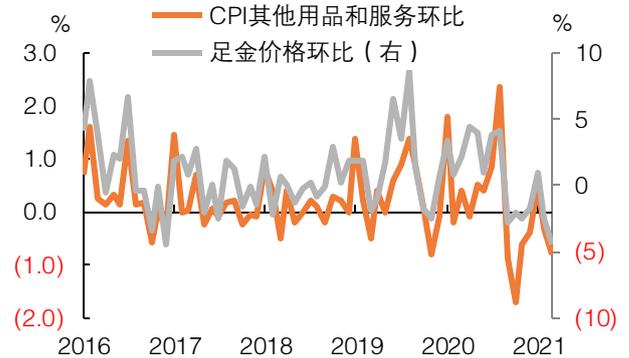
3月CPI其他用品和服务项环比为-0.8%，大幅低于季节性的均值-0.2%，主要是黄金价格下跌在拖累。历史数据显示，CPI其他用品和服务项的环比和足金价格的环比变动方向具有较强的同步性，今年3月足金价格环比下跌4.5%，是2015年12月至今单月降幅最大的。

图表2 猪肉和鲜菜是3月CPI食品的主要拖累



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 金价下跌拖累CPI其他用品和服务项的环比

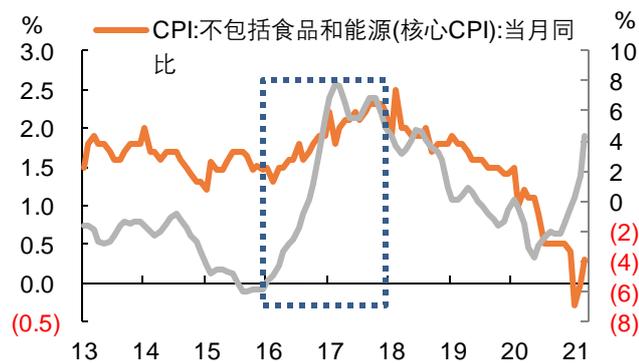


资料来源:wind, 平安证券研究所

同比方面，CPI八大分项3月同比涨跌幅较大的有交通和通信、其他用品及服务这两项。交通和通信项同比2.7%，创2018年11月以来新高，油价上涨是主要贡献。国家统计局领导在解读3月物价数据时，也提到“工业消费品价格上涨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”。其他用品及服务项同比-1.5%，主要原因就是前文提到的黄金价格下跌。

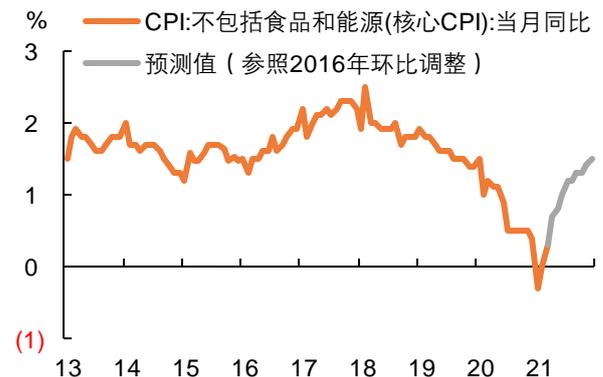
核心CPI见底回升。3月核心CPI环比为0，强于季节性的-0.3%，同比从前值0反弹到0.3%，连续第二个月回升。今年上半年核心CPI的翘尾整体呈逐级抬升趋势，1月和2月分别为-0.1%和0%，3月到5月均为0.2%，6月进一步提高到0.3%。加之上游原材料涨价（从2016年经验来看，PPI蹿升对核心CPI有明显传导性）；以及消费尤其是服务消费的持续恢复，我们认为核心CPI同比的拐点已经出现。参照2016年PPI蹿升期间的核心CPI环比进行预测，到2021年6月核心CPI同比会回到1%，年底回到1.5%附近（为疫情前水平）。而CPI将受到猪肉价格同比低位vs原油价格同比高位两方拉扯，应不具备大幅上行空间（年底高点或在2.5%附近）。

图表4 2016年PPI蹿升对核心CPI有明显传导



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 预计核心CPI将开启V型反弹



资料来源:wind, 平安证券研究所

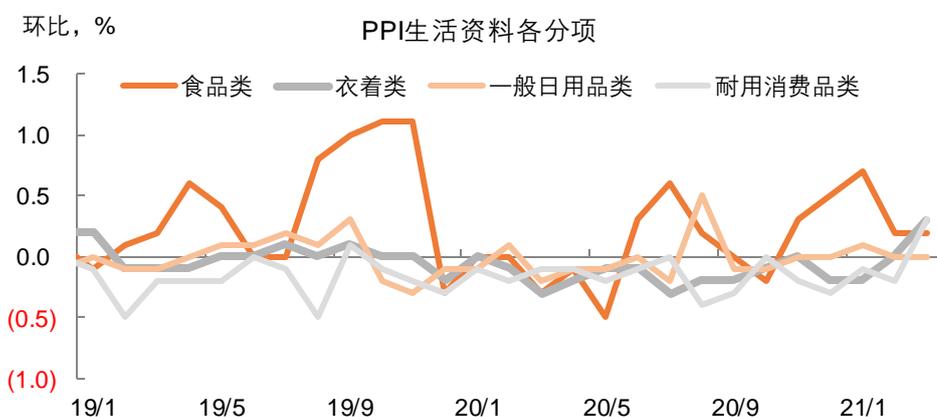
二、PPI 上游向下游传导有所增强

大宗商品涨价迅猛，使得物价的焦点转移到了 PPI 上。4 月 8 日召开的国务院金融委第五十次会议，也指出“要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势。”

3 月 PPI 环比 1.6%，这是 2002 年有统计以来的最高水平。PPI 同比从 2 月的 1.7% 快速回升到 4.4%，也比 Wind 统计的市场预期值 3.3% 高了 1 个多百分点。拆分来看，翘尾为 1.0%，新涨价因素为 3.4%。由于这轮工业品涨价是由上游推动的，工业生产者购进价格，即 PPIRM 上涨相比 PPI 涨得更快，3 月环比和同比分别为 1.8% 和 5.2%。

分项来看，生产资料 PPI 环比从 1.1% 回升到 2.0%，生活资料环比从 0% 小幅回升到 0.2%。生产资料中，采掘工业的 PPI 环比从 2.8% 回落到 1.0%，连续第二个月下降，可能原因是这一轮工业品涨价幅度较大的主要是进口工业品，如原油和铜等，因而对国内采掘业出厂价格的影响没有那么大。原材料工业 PPI 环比从 2.1% 回升到 3.9%。加工工业 PPI 环比从 0.4% 回升到 1.3%，是 2017 年 1 月以来的最高值。生活资料中，食品和一般日用品环比持平上月，而衣着和耐用消费品环比显著回升，体现下游消费有所恢复。

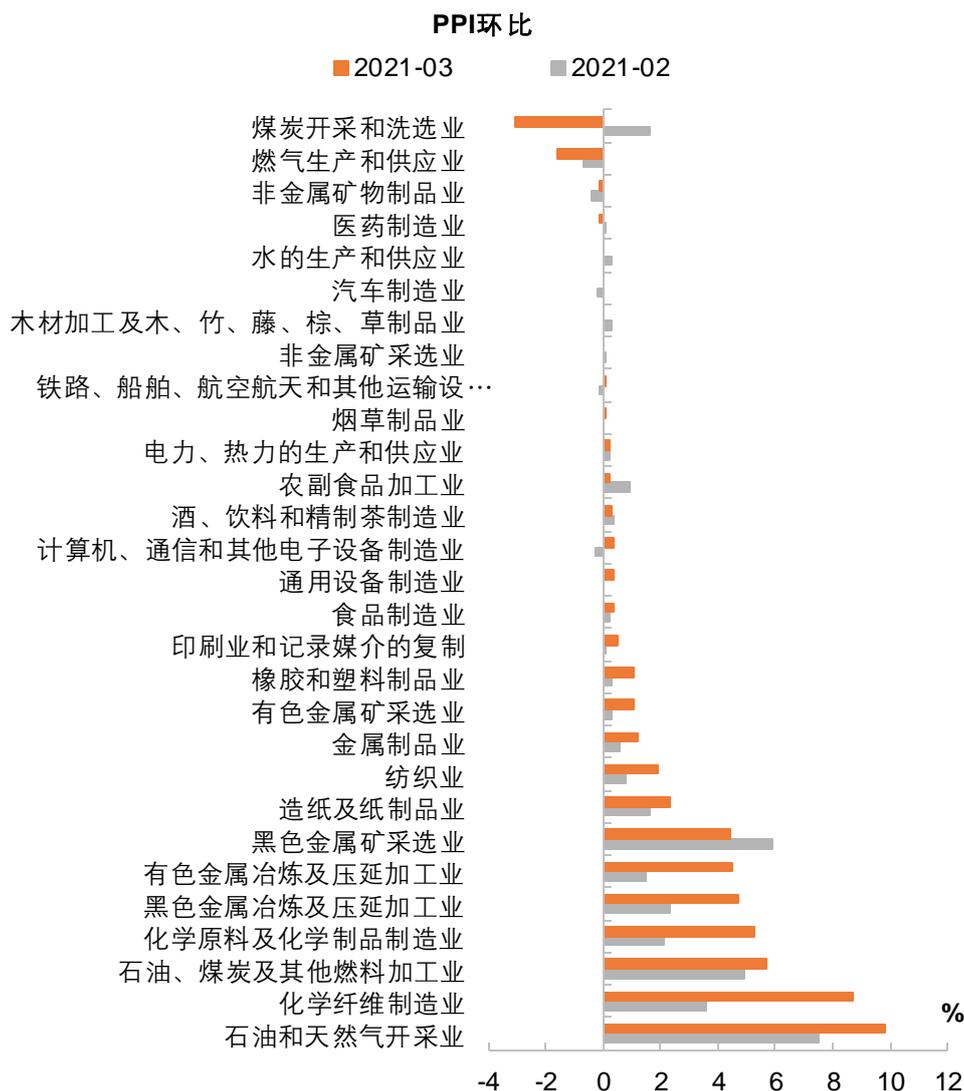
图表6 3月衣着和耐用消费品 PPI 环比显著上扬



资料来源:wind,平安证券研究所

分行业看，3 月环比涨幅较大的主要是石油化工、黑色和有色这三个产业链。石油和天然气开采业价格上涨 9.8%，带动下游的石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 5.7%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 5.3%。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 4.7%。有色金属冶炼和压延加工业价格也上涨 4.5%。这五个行业合计影响 PPI 环比上涨 1.27 个百分点，贡献了环比涨幅的 79.4%。

图表7 3月 PPI 环比涨幅较大的基本是石化、黑色和有色这三个产业链



资料来源:wind,平安证券研究所

三、 输入性通胀压力预计可控

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_19222



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn