工业品价格延续攀升，PPI 上行尚未传导至 CPI

——3 月通胀数据点评

2021 年 04 月 09 日

分析师： 徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn
研究助理： 于天旭
电话：17717422697
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

- **事件：** 3 月，CPI 同比增速 0.4%，较上月上涨 0.6 个百分点，环比增速-0.5%，前值 0.6%；PPI 同比增速 4.4%，较上月上行 2.7 个百分点，环比增速 1.6%，前值 0.8%。
- **CPI 同比转正，环比季节性下行，食品项同比继续回落，非食品项延续转好。**核心 CPI 延续上行，增速转正，服务项价格同比也延续上行，环比季节性回落，消费品同比反弹上行。整体需求端略有好转。我国生活用品价格上行幅度保持平缓。
- **食品项价格环比大多下行，鲜菜、猪肉价格环比下行幅度显著，猪肉价格同比增速继续回落，进入下行通道。**猪肉价格受大量淘汰母猪流入屠宰场，以及南方各类禁止活猪调运的政策，北方养殖户出栏意愿明显上行，加速了猪价的下跌。北方春菜上市品种和数量有所增加，蔬菜价格环比季节性回落。
- **非食品项继续修复上行，增速转正，环比也保持上行，需求端整体稳中略升。**衣着、交通和通信、居住类同环比增速均有所反弹，交通和通信同比上行幅度最为明显，受国际原油价格波动影响，交通工具用燃料同比大幅上行。春节节后的观影娱乐需求季节性回落，文娱类消费小幅回落。
- **PPI 上行幅度大幅超出市场预期。原材料价格大幅拉升，加工工业与原材料工业价差继续扩大，价格上涨仍未从上游传导至下游。**工业生产者购进价格涨幅延续高于出厂价格涨幅。中、下游企业的压力或在未来有所显现。
- **PPI 周期品价格持续上行，原油价格波动的增加，带动了 PPI 上行提速。**受海外原油价格持续上涨影响，原油产业链价格延续上行，本月石油开采、石油加工产业链整体本月回升幅度最大。黑色、有色等工业品价格高位继续拉升。中游设备制造和下游汽车、计算机、通信制造等行业价格小幅上行。
- **CPI 增速将逐步进入上行通道，PPI 上行趋势在上半年延续。**预期 4 月 CPI 延续上行，年中将面临阶段性上行超过 2%的压力。随海外市场逐步复苏，进入补库周期，叠加美国房地产周期的上行，有色相关的国际商品仍将继续上行。
- **海外输入型通胀主要拉升了我国 PPI 走势，对 CPI 尚不构成较大影响。**PPI 对 CPI 的传导有限，CPI 并不会大幅上行，我国全年通胀增速依然可控，对货币政策掣肘较小。
- **风险因素：**市场流动性投放大幅增加，输入型通胀加剧，地缘政治风险带动原油价格波动加剧。

相关研究

低基数效应始于 2019 年，制造业利润表现分化

碳中和政策驱动下，受益的行业有哪些？

基数效应干扰下，生产端表现相对最优

正文目录

事件.....3
1、食品项回落，非食品项继续转好.....3
2、PPI 上行速度超市场预期，原材料端价格延续攀升.....6
3、总结.....7
4、风险提示.....9

图表目录

图表 1：CPI 同比增速历年走势（%）.....3
图表 2：食品项和非食品项同比走势（%）.....3
图表 3：核心 CPI 增速走势（%）.....4
图表 4：食品项环比增速走势（%）.....4
图表 5：猪肉价格进入下行通道（元/公斤）.....5
图表 6：猪肉替代品：牛羊肉价格走势（元/公斤）.....5
图表 7：蔬菜价格走势（元/公斤）.....5
图表 8：水果价格走势（元/公斤）.....5
图表 9：CPI 细分项同比走势（%）.....6
图表 10：CPI 细分项同比走势(%).....6
图表 11：PPI 当月同比增速走势（%）.....6
图表 12：加工工业－原材料工业价格走势(%).....6
图表 13：PPI 价格高波动分项走势(%).....7
图表 14：PPI－CPI 剪刀差走势(%).....7
图表 15：工业生产者价格主要数据.....8

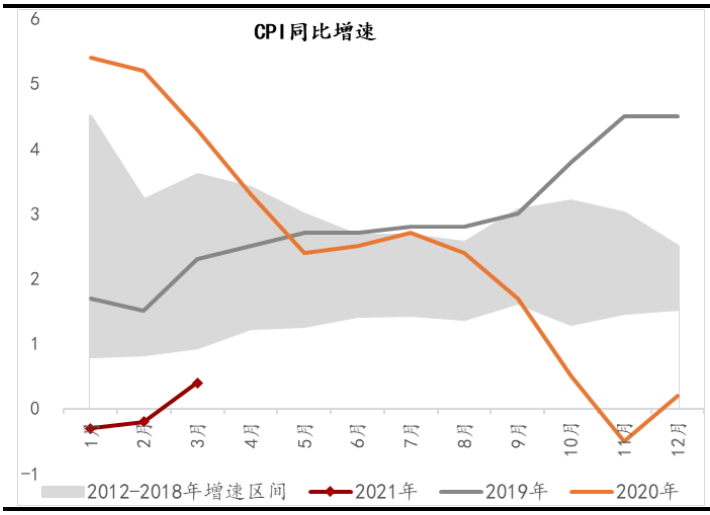
事件

2021年3月，CPI同比增速0.4%，较上月上涨0.6个百分点，环比增速-0.5%，前值0.6%，1-3月CPI累计同比0%；PPI同比增速4.4%，较上月上行2.7个百分点，上行幅度超出市场预期，环比增速1.6%，前值0.8%，1-3月PPI累计同比2.1%。

1、食品项回落，非食品项继续转好

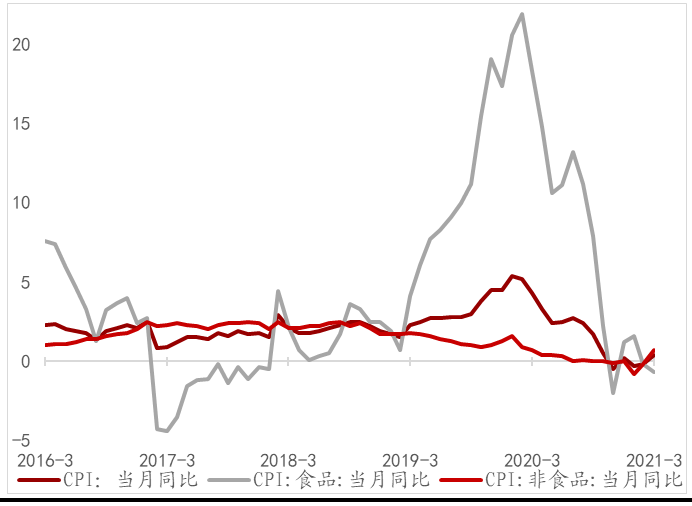
CPI同比增速转正，环比增速下行，食品项同比继续回落，非食品项延续转好。 3月CPI同比增速由-0.2%上行转正为0.4%，依然处于近几年低位，环比增速由上月涨0.6%转为跌0.5%。CPI食品项同比增速由2月的-0.2%回落至-0.7%，非食品项同比由-0.2%小幅上行至0.7%，环比由上月的0.4%下行至0.2%。3月翘尾因素影响约-0.6个百分点，新涨价因素影响约1个百分点。

图表1：CPI同比增速历年走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

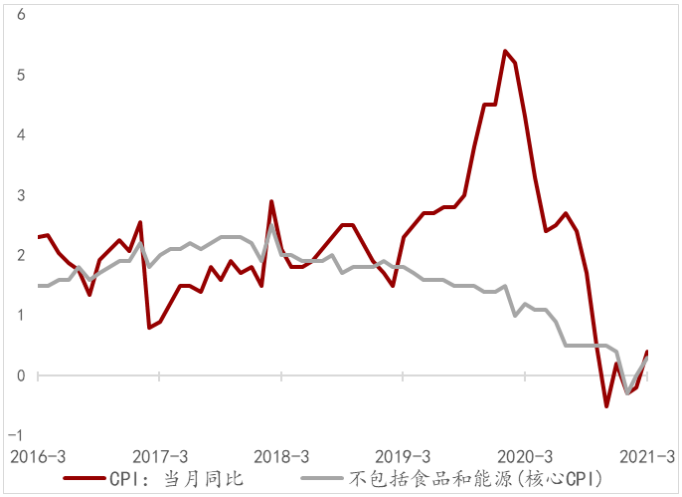
图表2：食品项和非食品项同比走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

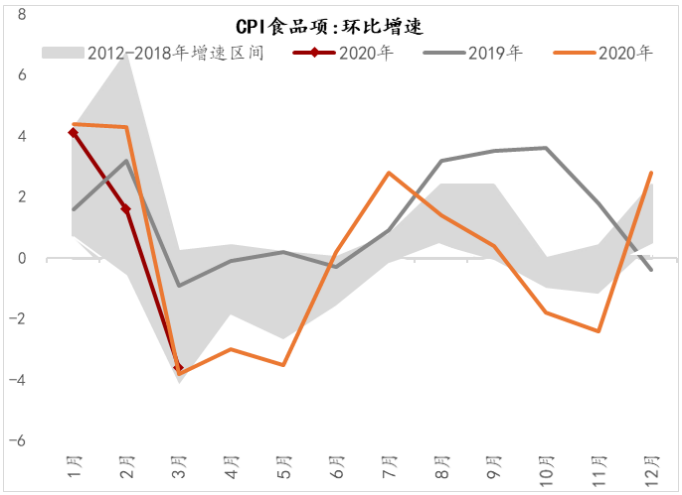
核心CPI延续上行，增速转正，服务项价格同比也延续上行，环比季节性回落，消费品同比反弹上行。整体需求端略有好转。 节后复工复产较快，用工成本环比季节性回落。年后国内疫情基本受控，服务项同比延续上行，非食品项目价格同环比均小幅回升。剔除食品和原油项的核心CPI同比增速小幅上行0.3个百分点至0.3%，环比持平。CPI服务项同比较2月小幅上行0.3个百分点至0.2%，环比回落-0.1%，前值0.4%；消费品同比则上行0.9个百分点至0.6%，环比下行-0.8%，环比增速继续回落-1.5个百分点，增速转负。

图表3：核心CPI增速走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：食品项环比增速走势（%）



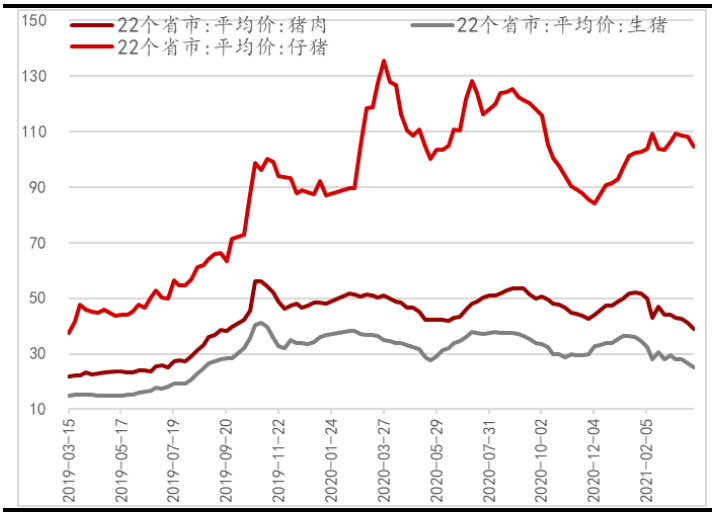
资料来源：Wind，万联证券研究所

食品项价格环比大多下行，鲜菜、猪肉价格环比下行幅度显著，猪肉价格同比增速继续回落，进入下行通道，鲜菜价格同比也明显放缓，羊肉价格同比继续上行。从CPI具体分项来看，3月，猪肉价格同比继续回落-3.5个百分点至-18.4%，进入下行通道，影响CPI下行约-0.45个百分点，环比增速由上月的-3.1%大幅回落至-10.9%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的3.5%、7.5%变动为3.3%、8.2%，蛋类同比增速上行0.4个百分点至3.4%，环比下行-3.8%。鲜菜价格同比继续回落-3.1个百分点至0.2%，下行趋势延续，环比下行-14.5%；鲜果价格同比继续上行0.9个百分点至4%，上行幅度有所放缓，环比下行-0.2%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由2月的1.4%、6.2%、5.9%、0.8%、1.1%变动为1.4%、6.9%、8.1%、0.8%、1.8%。食品项细分来看：

1）猪肉价格2月以来持续回落，3月末以来下降速度较快。仔猪价格也开始回落，且去年同期高基数作用仍存，同比增速明显下行。一季度以来，猪肉价格大幅下跌，从需求端来看，春节后猪肉需求季节性回落，进入销售淡季。供给端来看，中央储备冻肉的投放缓解了春节期间市场的供给的紧张；猪瘟疫情对生猪存栏数有一定影响，南方主要销售区域为防控猪瘟疫情，出台了给各类禁止活猪调运的政策，由于担心后续销售运输受阻，北方养殖户出栏意愿明显上行，加速了猪价的下跌，并且大量淘汰母猪流入屠宰场，市场供应相对充足。从2020年12月猪瘟疫情开始来算，上半年价格仍有一定支撑，但同比增速受高基数影响仍将继续下行。中长期来看，生猪产能恢复的趋势不变，非洲猪瘟可能使局部地区阶段性产能受损。猪肉的替代品牛肉的同比增速上行速度继续放缓，羊肉同比增速高位放缓。

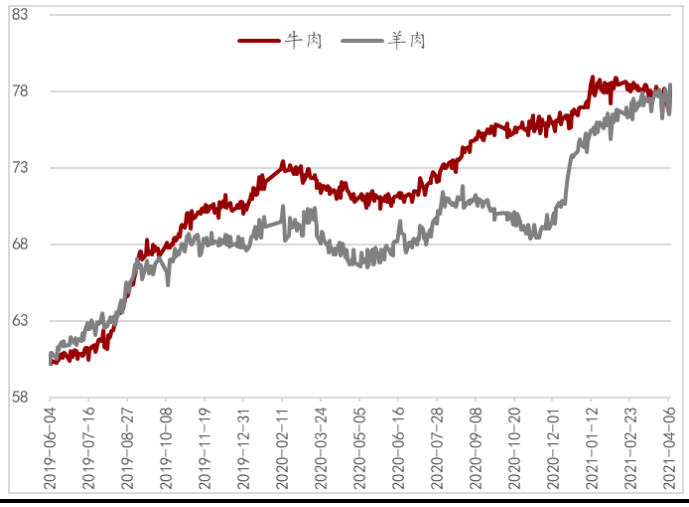
2）入春以来，天气逐渐转暖，北方春菜上市品种和数量有所增加。蔬菜价格环比季节性回落，且回落速度和节奏较快，同比增速也明显放缓。向前看，蔬菜价格仍处于回落区间。鲜果价格变动幅度相对并不明显，同比增速持平于0.8%。

图表5：猪肉价格进入下行通道（元/公斤）



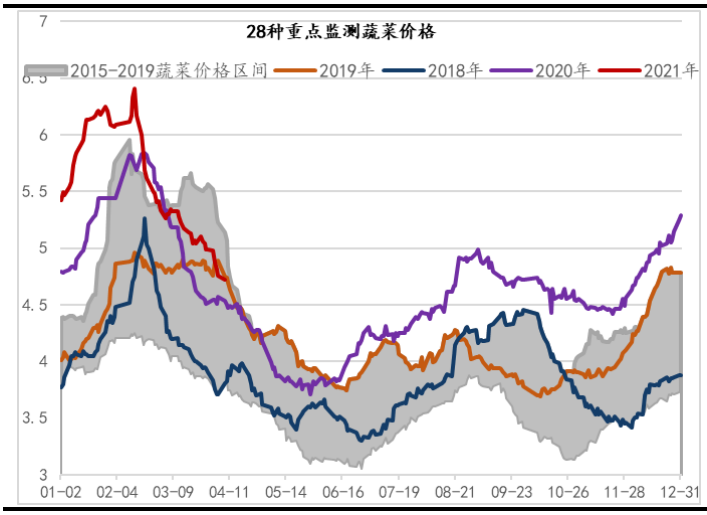
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：猪肉替代品：牛羊肉价格走势（元/公斤）



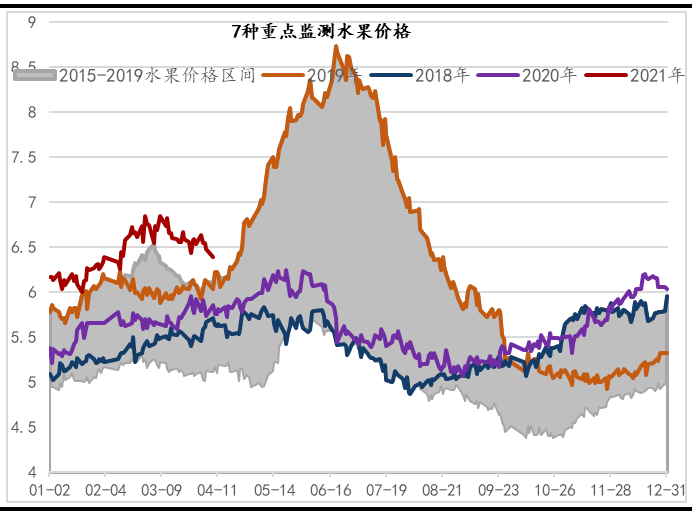
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7：蔬菜价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind，万联证券研究所

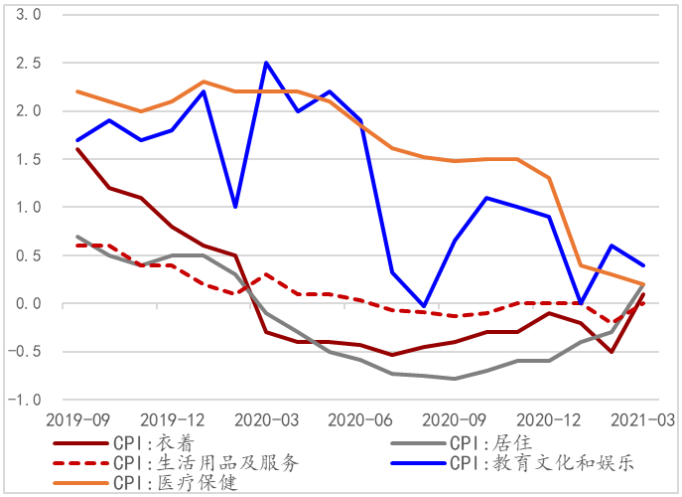
图表8：水果价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind，万联证券研究所

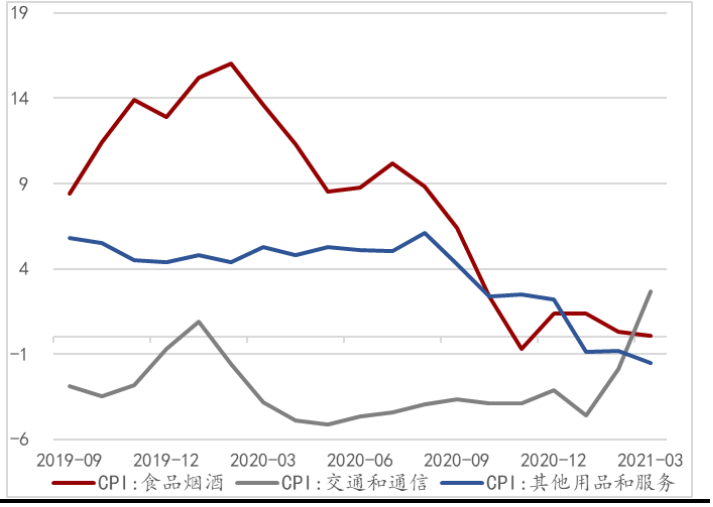
非食品项继续修复上行，增速转正，需求端整体略有好转，环比也保持上行，衣着、交通和通信、居住类同环比增速均有所反弹，交通和通信同比上行幅度最为明显。从CPI非食品分项来看，教育文化和娱乐同比增速小幅回落0.2个pct至0.4%，环比增速为-0.4%，春节节后的观影娱乐需求季节性回落。旅游业同比回落3.9个pct至-8.2%，环比增速-4.2%，3月出行需求整体偏弱。居住项中，租赁房房租延续修复，环比小幅上行为0.3%，同比增速收窄至0%，节后住房和水电消费来看，就业将有所转暖。3月交通、通信工具同比下行幅度由-1.9%上行至2.7%，环比由上月的1.1%继续上行至1.3%；受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格均环比上行，交通工具用燃料同比大幅上行，通信工具同比也继续上行。非食品项环比来看整体小幅上涨0.2个百分点，需求端稳中略升。

图表9：CPI细分项同比走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：CPI细分项同比走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

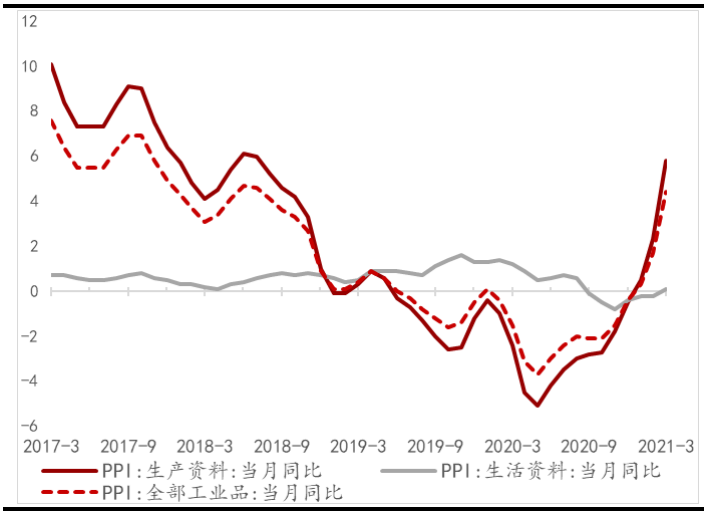
2、PPI 上行速度超市场预期，原材料端价格延续攀升

PPI同比延续上行，上行幅度大幅超出市场预期。原材料价格大幅拉升，加工工业与原材料工业价差继续扩大，价格上涨仍未从上游传导至下游。PPI生活资料同比增速也小幅上行，各分项增速较上月均小幅回暖。生产资料同比增速上行加速，细分行业均继续上涨。其中，采掘工业上涨幅度最为明显；原材料工业减加工工业的差值再度回落，原材料工业本月价格同环比均大幅上行，价格仍未从上游传导至下游加工业，工业企业利润虽然仍将继续修复，但中、下游企业的压力或在未来有所显现。

从PPIRM来看，工业生产者购进价格上行2.8百分点至5.2%，**购进价格涨幅延续高于出厂价格涨幅**。PPIRM分项中，黑色、有色、同环比继续上行，同比增速处于高位，纺织原料和燃料、动力类同比增速转为正向增长。

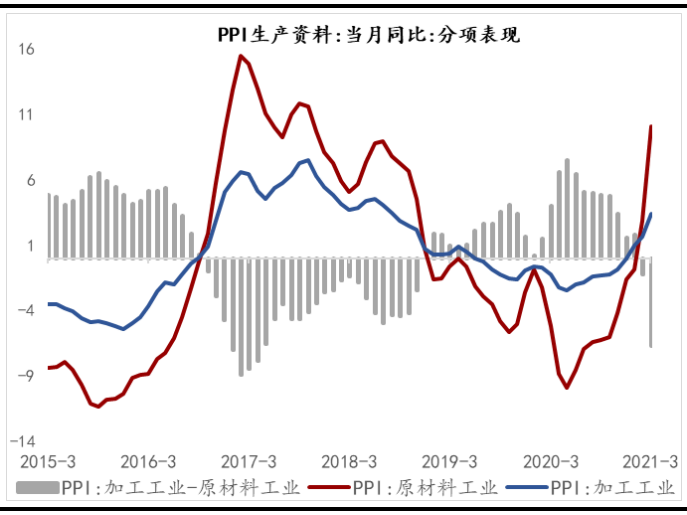
具体数据来看，PPI同比4.4%，较上月上行2.7个百分点，环比增速2%，前值1.1%。PPI生产资料同比上行3.5个百分点至5.8%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由2月的6.8%、2.9%、1.7%上行至12.3%、10.1%和3.4%，各项同比均在延续上行。PPI生活资料同比上行0.3个百分点至0.1%，环比增速0.2%，前值0%；其中，食品类同比由1.6%上行至2%。

图表11：PPI当月同比增速走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：加工工业－原材料工业价格走势(%)

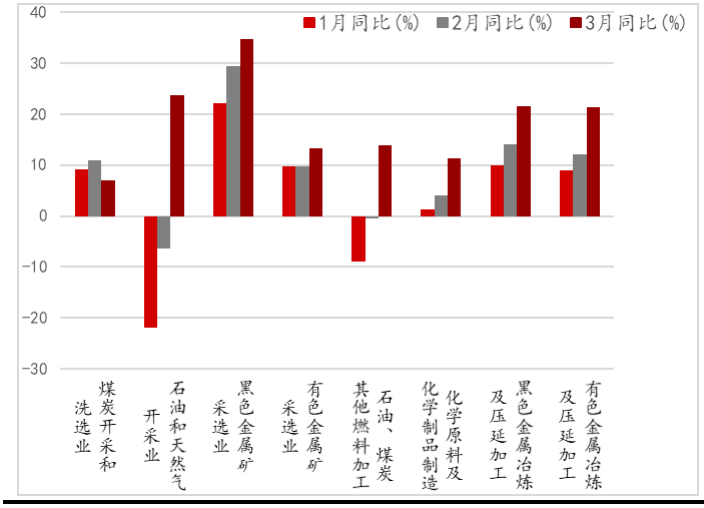


资料来源：Wind，万联证券研究所

PPI周期品价格持续上行，黑色、有色等工业品价格高位继续拉升，受海外原油价格持续上涨影响，原油产业链价格延续上行。中游设备制造和下游汽车、计算机、通信制造等行业价格小幅上行。本月PPI的高波动项目均继续大幅拉升，带动了PPI增速上行超出市场预期。黑色、有色金属矿采选和冶炼及压延工业延续上行，有色、黑色金属冶炼及压延继续高位大幅拉升；我国的房地产、基建、汽车对黑色需求仍强，钢铁行业的新一轮供给侧改革，对黑色的价格仍有支撑；随海外市场逐步复苏，进入补库周期，叠加美国房地产周期的上行，有色相关的国际商品仍将继续上行。化学原料及制品业也延续修复的趋势。化纤、纺织业有所好转，春装新品上市，服装类需求同比回暖。原油价格3月显著上行，石油开采、石油加工产业链整体本月回升幅度最大。下游汽车制造业同比增速小幅上行0.1个百分点至-0.8%。本月煤炭开采和洗选业同比增速和环比增速明显回落，部分受季节性需求转弱影响，且碳中和政策下，煤炭行业也面临新一轮的长期调整。

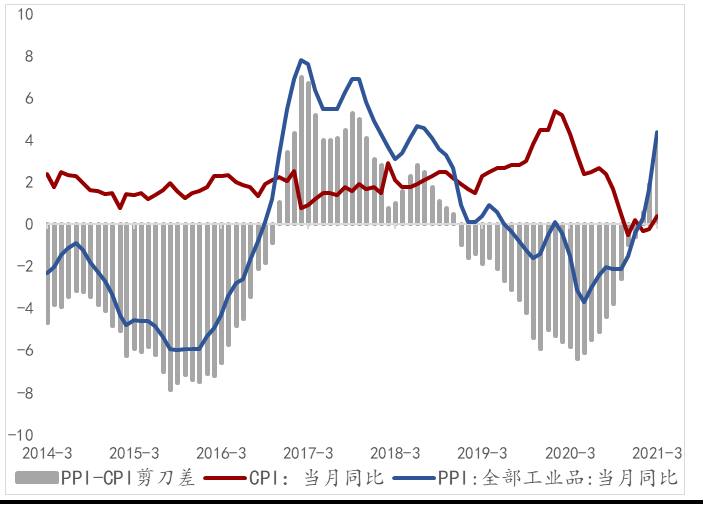
PPI-CPI剪刀差继续上行，CPI低位上行，PPI受工业品价格上涨影响大幅拉升，剪刀差正向延续走阔。整体来看，CPI将由低位逐步进入上行通道，PPI上行的趋势没有逆转，但上行幅度或小幅放缓，预期PPI-CPI剪刀差仍将维持正向，但剪刀差走阔速度放缓。

图表13：PPI价格高波动分项走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：PPI－CPI剪刀差走势(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

3、总结

CPI增速将逐步进入上行通道，PPI上行趋势在上半年延续。考虑到2020年4月猪肉价格基数效应仍存，且近期受猪瘟和南方各类禁止活猪调运的政策影响，养殖户4月出栏意愿仍强，猪价4月或将震荡回落，但月底或面临上行拐点，同比增速依然承压负增。预期4月CPI延续上行，二季度CPI进入上行通道，年中将面临阶段性上行超过2%的压力。从中长期来看，猪肉价格仍将进入下行通道。随着规模化养殖进程加速，散户逐渐被淘汰，规模养殖场也将不断扩大产能，应对猪瘟等的隔离设施将更加完善，猪肉的供给将更加宏观可控，而猪周期也将放缓延长。核心CPI增速预期将缓步上行，随居民收入的逐步修复，海外经济逐步复苏，将一定程度释放国内的供需关系。

工业品价格受经济复苏叠加再通胀和通胀预期影响，3月大幅上行，原油价格波动的增加，带动了PPI上行提速。随疫苗注射覆盖率的提升，海外市场生产将逐步提速，供需缺口将逐步收窄，欧美等发达国家的补库存需求仍在上行，有色等国际金

属品种价格仍有支撑。市场对未来原油需求预期将有所改善，虽然欧洲部分国家疫情仍有反复，但长期修复的预期不变，且石油国家经济修复和财政增收的需求较强，OPEC石油国减产协议基本达成，短期原油价格仍有一定的上行空间。房地产、建材施工上半年预期延续旺盛，下半年上行压力增加，增速或维稳，房地产下游的家电需求也逐步好转，黑色、有色等周期品价格仍将继续上行。预计未来PPI一二季度走升趋势不变。随宏观政策回归常态，下半年或震荡走弱。

当前全球宽松的货币环境，通胀也有缓步升温并在全球传导的趋势。全球流动性的宽松，导致国际大宗商品价格大幅拉升，生产端具有代表性的铜，价格上涨领先于需求端的原油上涨，3月价格在实际需求增速和通胀预期的博弈中，价格继续上行。当前海外的输入性通胀对我国CPI尚不构成影响，其对PPI的影响大于CPI，PPI对CPI的传导有限，CPI并不会大幅上行，我国全年通胀增速依然可控，对货币政策掣肘较小。

图表15：工业生产者价格主要数据

2021年3月工业生产者价格主要数据						
指标名称	当月环比(%)	2月环比(%)	当月同比(%)	2月同比(%)	1月同比(%)	累计同比(%)
主要行业出厂价格						
煤炭开采和洗选业	-3.1	1.60	6.9	10.90	9.10	8.90
石油和天然气开采业	9.8	7.50	23.7	-6.40	-21.90	-3.80
黑色金属矿采选业	4.4	5.90	34.7	29.40	22.20	28.80
有色金属矿采选业	1.1	0.30	13.3	9.70	9.70	10.90
非金属矿采选业	0	0.10	0.8	1.00	1.10	0.90
农副食品加工业	0.2	0.90	5.6	4.90	4.40	5.00
食品制造业	0.4	0.20	0.8	0.70	0.40	0.60
酒、饮料和精制茶制造业	0.3	0.40	2	1.70	1.60	1.80
烟草制品业	0.1	0.00	0.4	0.50	0.60	0.50
纺织业	1.9	0.80	0.1	-1.90	-2.60	-1.40
纺织服装、服饰业	0.3	0.00	-0.5	-1.20	-1.30	-1.00
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0	0.30	0.1	0.10	-0.20	0.00
造纸及纸制品业	2.3	1.60	2.3	1.00	-0.50	1.00
印刷业和记录媒介的复制	0.5	0.10	-0.6	-1.00	-1.10	-0.90
石油、煤炭及其他燃料加工业	5.7	4.90	13.9	-0.50	-9.00	1.00
化学原料及化学制品制造业	5.3	2.10	11.4	4.00	1.20	5.50
医药制造业	-0.1	0.10	-0.3	0.00	0.20	0.00
化学纤维制造业	8.7	3.60	10.5	-0.20	-4.00	2.10
橡胶和塑料制品业	1.1	0.30	1.2	-0.50	-1.00	-0.10
非金属矿物制品业	-0.1	-0.40	-1.7	-2.50	-2.40	-2.20
黑色金属冶炼及压延加工业	4.7	2.30	21.5	14.10	9.90	15.10
有色金属冶炼及压延加工业	4.5	1.50	21.3	12.10	8.90	14.00
金属制品业	1.2	0.60	3.5	2.00	1.10	2.20
通用设备制造业	0.4	0.00	0.2	-0.20	-0.10	0.00
汽车制造业	0	-0.20	-0.8	-0.90	-0.60	-0.80
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	0.1	-0.10	0	-0.10	0.60	0.10
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.4	-0.30	-1.8	-2.00	-1.80	-1.90
电力、热力的生产和供应业	0.2	0.20	-0.8	-1.40	-1.80	-1.30
燃气生产和供应业	-1.6	-0.70	1.8	0.80	0.30	0.90
水的生产和供应业	0	0.30	0.9	0.40	0.20	0.50

资料来源：Wind，万联证券研究所

4、风险提示

市场流动性投放大幅增加，输入型通胀加剧，地缘政治风险带动原油价格波动加剧。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场