总量研究中心

3 月物价数据评论

宏观经济点评

物价升幅超预期，政策会如何响应？

基本结论

- **3 月 CPI 同比转正，但环比回落幅度较大。**3 月 CPI 同比涨幅转正主要受基数影响，环比涨幅-1.1%、回落幅度超过季节性。食品价格跌幅较大叠加了供给增加的原因，导致环比跌幅超过季节性；核心 CPI 环比回落至 0%，是自去年 11 月以来首次回落，部分源自春节后消费季节性回落。
- **翘尾因素和新涨价因素共同发力，带动 3 月 PPI 同比陡峭式攀升。**3 月 PPI 同比上涨 4.4%，涨幅较上月扩大 2.7 个百分点；环比升幅扩大 0.8 个百分点至 1.6%，其中生活资料环比涨幅创下自 2017 年以来新高。分行业来看，石油相关行业和制造业中上游继续涨价领跑，大多数行业环比涨幅扩大，输入性通胀进一步显现。
- **展望 4 月份，CPI 同比和环比涨幅预计都将进一步回升，PPI 同比将进一步回升但环比涨幅将回落。4 月份，CPI 同比涨幅预计升至 1.2%左右。**CPI 翘尾影响 0.09%，菜价预计继续季节性回落，猪肉消费依然是传统淡季，油价上行幅度或有所放缓，核心 CPI 在消费复苏的背景下预计温和回升。**4 月份 PPI 同比或进一步攀升至 6%左右。**假设整体 CRB 和南华工业品指数与 3 月底持平，低基数作用下，PPI 同比或进一步攀升。
- **预计全年通胀依旧整体温和。**CPI 同比走势先回升后趋稳，猪价、油价和核心通胀是主要驱动因素；受基数效应和全球经济复苏节奏影响，PPI 同比或在二季度达到年内高点，全年预期有所抬升。今年 CPI 走势为几大因素博弈，其一是节后猪价大概率进入加速下行通道；其二是油价逐步向疫情前水平靠拢，低基数作用下 3-5 月对 CPI 起到较大拉动作用；其三是核心通胀即将触底反弹，全年有望稳步回升。综合影响下，全年 CPI 同比呈先上行后震荡趋势，中枢在 1.1%附近。PPI 主要受大宗商品价格影响，全球疫苗接种不断推进、多国财政刺激政策加码、沙特稳油价意图强烈都是影响因素，PPI 同比或在二季度达到年内高点，全年中枢预期抬升至 3.5%附近。
- **国内货币政策暂不会因通胀而收紧。**首先，环比角度来看，CPI 已经加速走弱，PPI 虽仍在加速，但商品价格已经开始结构性分化；其次，从影响货币政策抉择的主要因素——核心 CPI 走势来看，虽然同比有所回升，但环比仍在走弱；第三，商品价格上涨的持续性仍有待观察，本次商品价格上涨更多由于供需错配和金融因素影响，随着供给回升和美元流动性边际收紧，商品价格进一步大幅上涨概率不高；第四，包含资产价格的更广义通胀已经有所控制，股市估值和房市价格均有所回落。
- **美联储对通胀容忍度明显提高。**无论从美联储当前的货币政策抉择框架来看，还是从其官员公开表述来看，美联储对短期的通胀的上行风险并不担心，不会因此而提前收紧货币。从美联储货币政策抉择框架来看，新的框架提高了通胀中枢，意味着对通胀上限的容忍度有所提高；从传统意义来看，美联储更关心的核心 PCE 指标依然相对较弱。从美联储官员表态来看，鲍威尔等官员通过预期管理表达了对长期的通胀上行风险并不担心的观点，打消了市场对商品价格上涨引发提交收紧货币的担忧。
- **风险提示：**疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn
杨海帆 联系人
yanghaifan@gjzq.com.cn

数据：

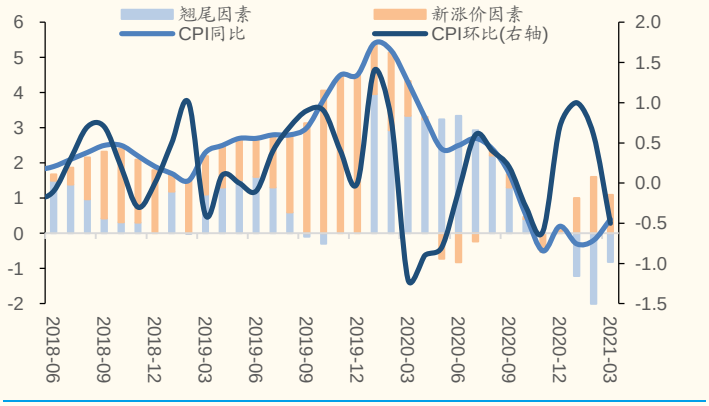
统计局公布：3 月份，CPI 同比上涨 0.4%，环比下降 0.5%；PPI 同比上涨 4.4%，环比上涨 1.6%。

1. CPI：食品价格大幅回落，非食品涨幅收窄

3 月 CPI 同比上涨 0.4%，前值-0.2%，同比涨幅转正；环比下降 0.5%，伴随天气转暖，环比大幅回落 1.1 个百分点；核心 CPI 同比较上月回升 0.2 个百分点至 0.4%，但是环比回落至 0%，是自去年 11 月以来首次回落。分食品和非食品来看，食品 CPI 环比下降 3.6%， 是带动 CPI 环比转负的主要因素；非食品 CPI 环比涨幅收窄至 0.2%。

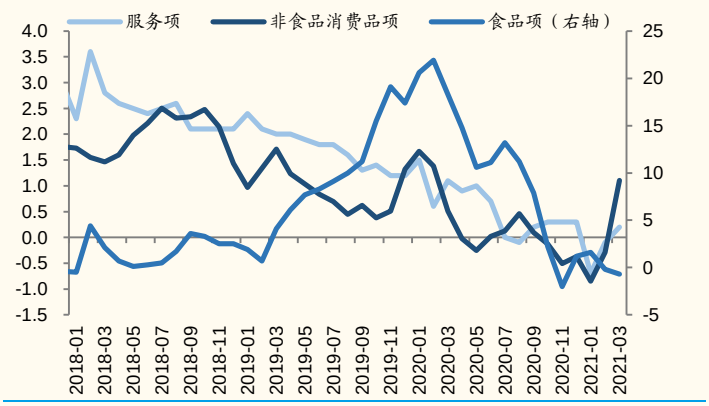
根据食品项、服务项和非食品消费品项等三分法，食品项同比进一步回落至-0.7%，拉动 CPI 同比回落约 0.14 个百分点；服务项同比转正，为 0.2%，拉动 CPI 同比上行约 0.08 个百分点；经计算，非食品消费品项同比约为 1.11%，低基数作用叠加大宗商品继续涨价，使得非食品消费品项回升幅度最大，带动 CPI 整体上行约 0.46 个百分点，为主要支撑项。

图表 1：3 月 CPI 同比回升主要源自翘尾因素（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：非食品消费品消费是支撑项（%）

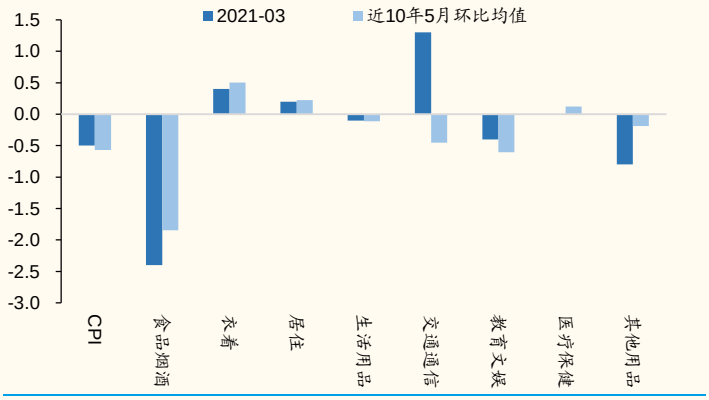


来源：Wind，国金证券研究所

消费淡季猪价加速下行，鲜菜价格超季节下行，各类生鲜供应充足，食品价格环比转负。从分细项来看，食品项中猪肉价格环比大幅下降 10.9%，天气转暖、产能恢复叠加消费淡季，猪肉价格加速下行，与高频数据平均批发价表现一致；牛肉和羊肉价格分别环比降低 1.7%和 0.4%，均环比转负。鲜菜价格环比降幅达 14.5%，主要与天气转暖后鲜菜大量上市有关，近 5 年 3 月菜价降幅均值为 8.6%，今年超出常规季节水平。鸡蛋和鲜果供应充足，价格继续分别下降 3.8%和 0.2%。

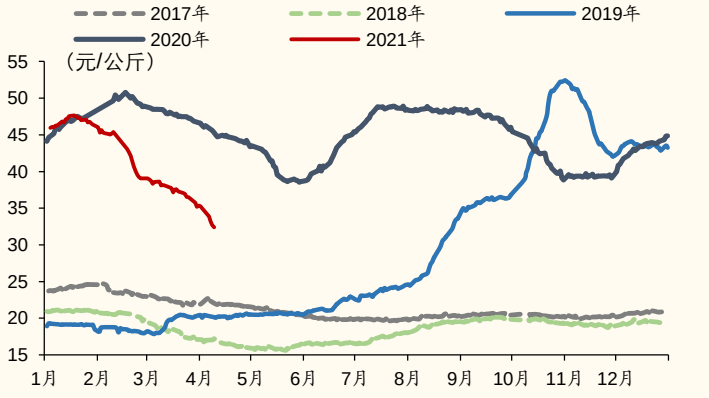
春节后消费季节性回落，但疫情好转后居民出行增加，叠加国际油价上涨，非食品价格涨幅收窄。3 月服务 CPI 环比回落 0.1%，主要受春节期间服务需求旺盛，基数偏高所影响，家政服务、洗车和美发等服务价格在春节后季节性回落。从分细项来看，交通通信环比涨幅进一步回升至 1.3%，交通通信与原油价格高度相关，3 月汽油和柴油价格分别上涨 6.6%和 7.3%，同时疫情好转后，居民出行需求增加，带动机票涨价。春装新品上市，服装价格上涨 0.4%。

图表 3：食品价格是主要影响因素（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：消费淡季猪价加速下行（元/公斤）



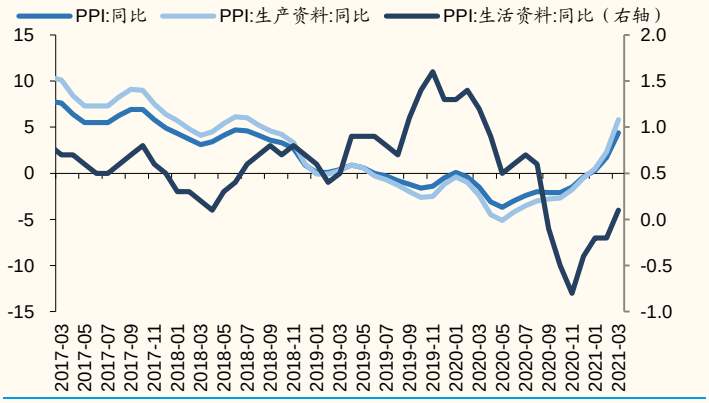
来源：Wind，国金证券研究所

2. PPI：环比涨幅翻倍，同比高速上行

翘尾因素和新涨价因素共同发力，PPI 同比陡峭式攀升。3 月 PPI 同比上涨 4.4%，涨幅较上月扩大 2.7 个百分点；环比回升 0.8 个百分点至 1.6%，上行速度明显加快，同期南华工业品指数上涨 4.75%。其中，生活资料环比上涨 2%，涨幅创下自 2017 年以来新高；生产资料环比上涨 0.2%，较上月回升 0.2 个百分点。生产资料中，采掘工业、原材料工业、加工工业环比分别录得 1%、3.9%和 1.3%，原材料工业和加工工业均加速回升。

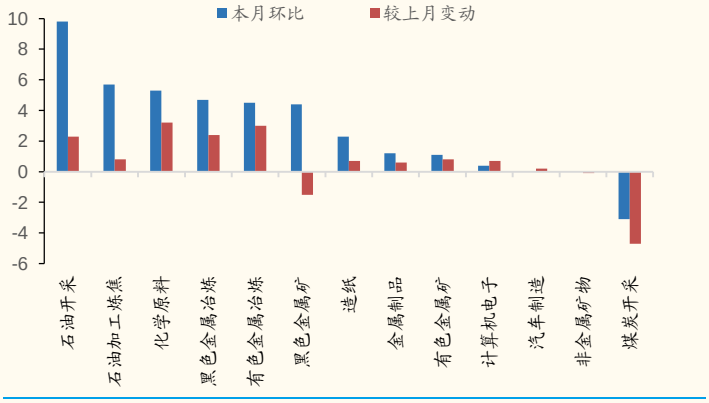
石油相关行业和制造业中上游继续涨价领跑，大多数行业环比涨幅扩大，输入性通胀进一步显现。分行业来看，原油价格继续上涨带动石油相关行业涨幅继续高于其他行业，其次是制造业中上游，制造业下游如计算机通信电子设备制造业、汽车制造业和医药制造业则涨幅偏低，采暖季结束煤炭开采显著下行。纵向对比来看，27 个行业有中 19 个环比数值回升，大多数行业涨幅扩大，在消费和制造业投资未大幅好转的背景下，指向输入性通胀进一步显现。

图表 5：生产资料价格下降速度放缓（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：大多数行业环比涨幅扩大（%）



来源：Wind，国金证券研究所

3. CPI 和 PPI 分化加剧，关注输入性通胀

展望后续，食品价格继续起到拖累作用、非食品价格上行放缓、核心 CPI 有所反弹，4 月 CPI 同比或回升至 1.2%附近。4 月 CPI 翘尾影响 0.09%，较 3 月回升约 0.9 个百分点；4 月菜价继续季节性回落，近 5 年分项 CPI 环比均值为-4.55%；3 月和 4 月都是猪肉消费的传统淡季，历年 4 月猪肉 CPI 环比大多为负值，在猪周期下行的背景下，预计猪价继续快速回落；油价方面，3 月原油涨价因素包括中东地缘局势趋紧、苏伊士运河堵塞、OPEC 减产等，伴随苏伊士运河逐步疏通叠加欧洲疫情反复，自 3 月中下旬以来油价趋于回落，考虑到

现阶段欧洲疫情分化，部分地区重启封锁抑制原油需求复苏前景，4 月油价上行幅度或有所放缓。3 月核心通胀环比回落 0.2 个百分点，虽然部分源自春节后季节性因素，但消费仍不宜过于乐观，高基数效应消退的背景下，预计 4 月核心通胀有所反弹。综合来看，食品价格继续起到拖累作用、非食品价格上行放缓、核心 CPI 有所反弹，4 月 CPI 同比或回升至 1.2%附近。

受益于低基数和全球经济复苏， PPI 同比继续高速上行，4 月 PPI 同比或进一步攀升至 6%附近，输入性通胀需要保持关注。4 月 PPI 翘尾影响 2.42%，较 3 月大幅回升约 1.3 个百分点；大宗商品价格方面，预计供需缺口将逐步收窄，同时金融影响偏负面，预计整体大宗商品价格开始震荡走平。低基数作用下，预计 4 月 PPI 同比继续保持上行趋势。

目前来看全年通胀依旧整体温和，CPI 同比走势先回升后趋稳，猪价油价和核心通胀是主要驱动因素；受基数效应和全球经济复苏节奏影响，PPI 同比或在二季度达到年内高点，全年预期有所抬升。今年 CPI 走势为几大因素博弈，其一是节后猪价大概率进入加速下行通道；其二是油价逐步向疫情前水平靠拢，低基数作用下 3-5 月对 CPI 起到较大拉动作用；其三是核心通胀即将触底反弹，全年有望稳步回升。综合影响下，全年 CPI 同比呈先上行后震荡趋势，中枢在 1.1%附近。PPI 主要受大宗商品价格影响，全球疫苗接种不断推进、多国财政刺激政策加码、沙特稳油价意图强烈都是影响因素，PPI 同比或在二季度达到年内高点，全年中枢预期抬升至 3.5%附近。

4. 货币政策暂不会由于通胀上行而收紧

国内货币政策暂不会因通胀而收紧。首先，环比角度来看，CPI 已经加速走弱，PPI 虽仍在加速，但商品价格已经开始结构性分化，下游商品表现较低迷，说明价格整体上涨不是由需求端推动；其次，从影响货币政策抉择的主要因素——核心 CPI 走势来看，虽然同比有所回升，但环比重新走弱，消费恢复不宜过于乐观；第三，商品价格上涨的持续性仍有待观察，本次商品价格上涨更多由于供需错配和金融因素影响，随着供给回升和美元流动性边际收紧，商品价格进一步大幅上涨概率不高；第四，包含资产价格的更广义通胀已经有所控制，股市估值和房市价格均有所回落。整体来看，内需修复有待进一步加强，后续输入型通胀预计有所缓解，当前通胀水平尚在温和范围之内，因此国内货币政策暂时不会收紧。

美联储对通胀容忍度明显提高。无论从美联储当前的货币政策抉择框架来看，还是从其官员公开表述来看，美联储对短期的通胀的上行风险并不担心，不会因此而提前收紧货币。从美联储货币政策抉择框架来看，新的框架提高了通胀中枢，意味着对通胀上限的容忍度有所提高；从传统意义来看，美联储更关心的核心 PCE 指标依然相对较弱。从美联储官员表态来看，鲍威尔等官员通过预期管理表达了对长期的通胀上行风险并不担心的观点，打消了市场对商品价格上涨引发提交收紧货币的担忧。

风险提示：

1、疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号嘉里建设广场T3-2402