宏观研究

PPI 有破“6%”风险

——3 月物价数据点评

宏观事件点评 2021 年 4 月 12 日

报告摘要：

3月CPI同比上升0.4%，核心CPI同比上升0.3%，PPI同比上升4.4%。

- **生猪持续补栏，猪肉加速下跌**

根据农业部数据，2月末，全国能繁母猪存栏量相当于2017年年末的95.0%，全国生猪存栏量保持在4亿头以上。2月份全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量1424万头，同比增长71.2%。农业部预计今年上半年生猪出栏量同比增长65%左右，生猪出栏量将继续保持较大幅度增加的趋势。3-4月是猪肉消费淡季，农业部预计猪肉市场价格还有下降空间。根据农业部的数据，我们预计到今年年底猪肉价格有望跌破20元/公斤，将成为CPI最大拖累项。我们预计2021年CPI将低于2%。

- **我国面临输入型通胀压力**

PPI各分项中，石油和天然气开采业价格上涨9.8%，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%，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上涨4.5%。这五个行业合计影响PPI上涨约1.27个百分点，占总涨幅的八成。上涨的原因主要包括：国际油价上涨、铁矿石进口价格上涨、国际市场铜、铝等有色金属价格上涨等。3月PPI之所以大幅攀升，主要由于系国际大宗商品涨价所致，属于输入型通胀，次要原因系去年同期基数较低所致。在3月份4.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.0个百分点，新涨价影响约为3.4个百分点。

- **PPI有破6%风险**

去年4-5月PPI基数相比去年3月更低，因此今年4-5月PPI有继续大幅上行的可能。当前海外疫情扩散使油价一度回落，但如果海外疫情得到控制，我们预计油价仍有上升空间，国际大宗商品由于供不应求可能会继续上涨，带动PPI走强。我们测算到今年5月PPI有破6%风险。

- **“碳中和”背景下钢铁、煤炭去产能可能加速**

“碳中和”背景下黑色系去产能可能提速，从去年12月以来，黑色金属矿采选业环比持续上涨，体现出黑色系去产能的趋势。从股价上看，钢铁、煤炭等板块股价自去年年底以来涨幅居各版块前列。随着“碳中和”背景下黑色系去产能持续推进，未来钢铁、煤炭企业利润提升空间可观。

- **上游原材料涨价或挤压中下游企业利润**

参考2016-2017年供给侧改革历史，上游去产能导致的原材料涨价或对中下游企业利润造成挤压。供给侧改革期间上游周期性行业利润表改善带动资产负债表改善，但中下游企业利润增速却受到冲击。2021年来看，3月PMI分项中主要原材料购进价格扩张幅度明显超过产成品出厂价格，原材料购进价格PMI为69.4，出厂价格PMI为59.8，差距明显。上游原材料涨价速度快于中下游产成品涨价速度或对中下游企业利润造成冲击。

- **风险提示**

原油减产超预期，海外疫情预期、去产能速度加快等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号： S0100119110016

电话： 010-85127665

邮箱： guyangkai@mszq.com

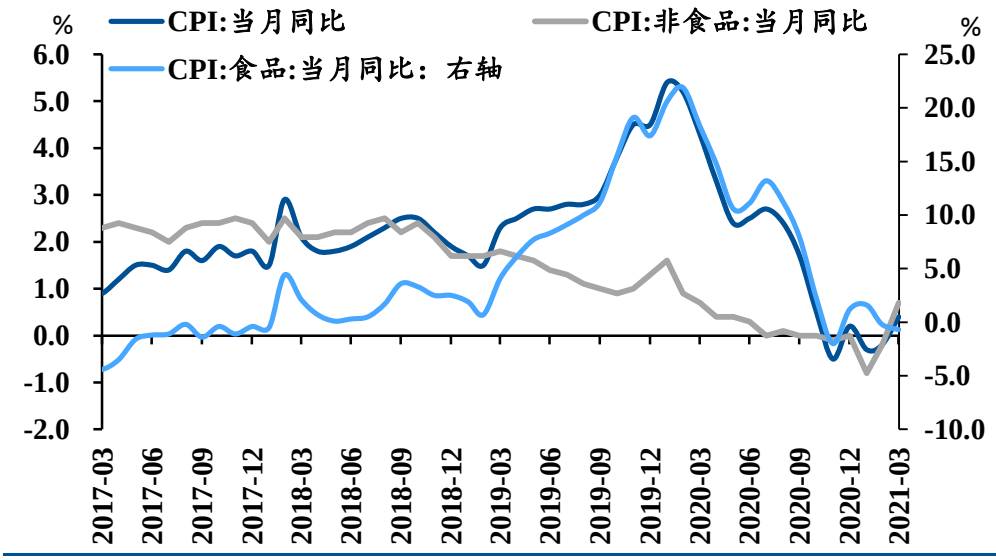
相关研究

1 数据表现：CPI 同比上升 0.4%，PPI 同比上升 4.4%

1.1 CPI 同比上升，环比下降

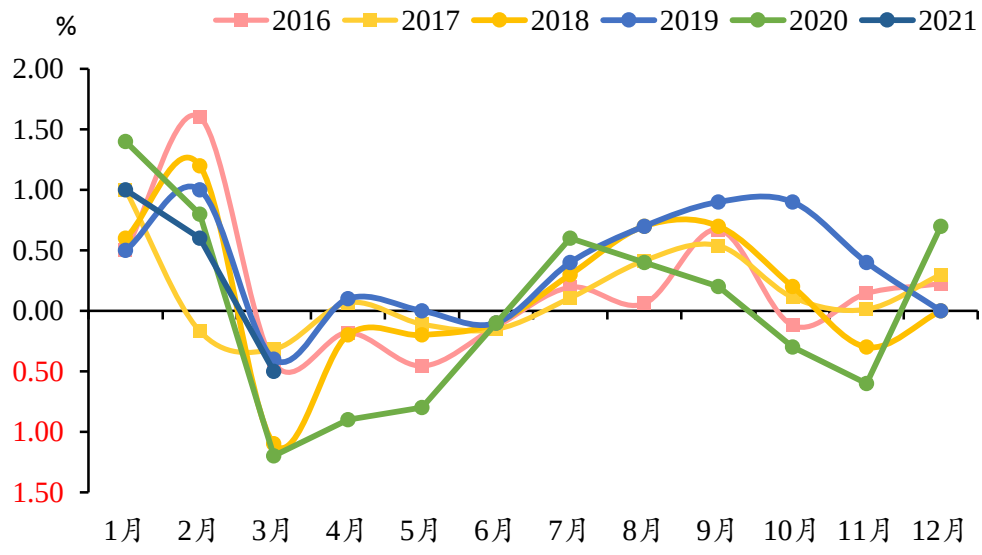
3 月 CPI 同比上升，环比下降。3 月份，CPI 同比上涨 0.4%。其中，食品价格下降 0.7%，非食品价格上涨 0.7%。一季度，全国居民消费价格与去年同期持平。3 月份，全国居民消费价格环比下降 0.5%。其中，食品价格下降 3.6%，非食品价格上涨 0.2%。

图 1：3 月 CPI 同比上升 0.4%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：3 月 CPI 环比下降-0.5%

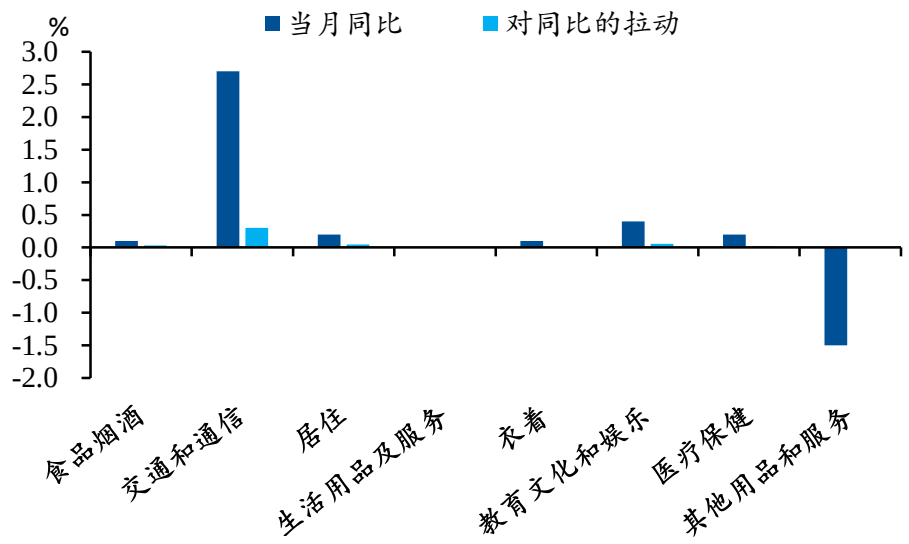


资料来源：Wind，民生证券研究院

从大类同比看，交通通信是 CPI 主要拉动项：(1)3 月份，食品烟酒类价格同比上涨 0.1%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点。猪肉价格下降 18.4%，影响 CPI 下降约 0.45 个百分点，是食

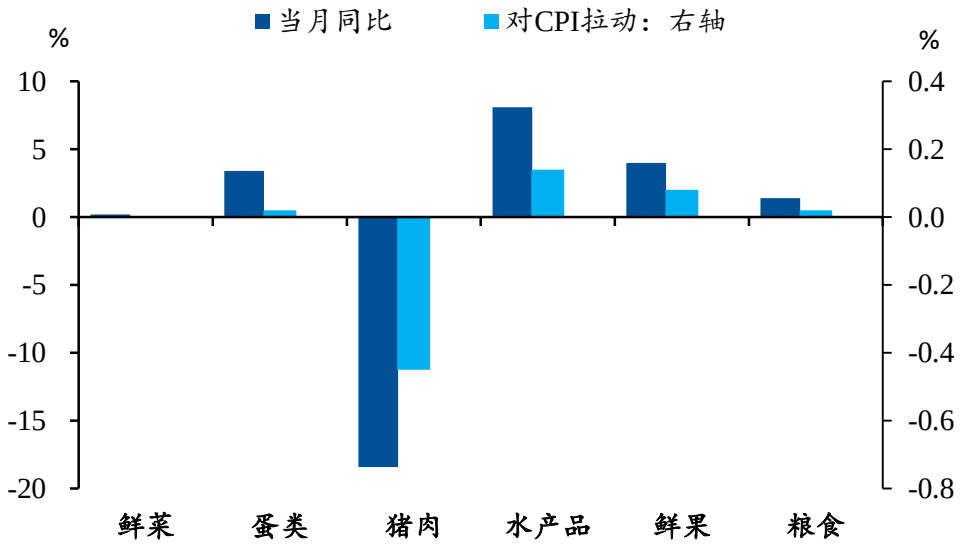
品 CPI 最大拖累项。（2）非食品项中，交通通信上涨 2.7%，是非食品 CPI 最大拉动项；其他用品及服务价格下降 1.5%。

图 3：交通通信是拉动 CPI 同比上升的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

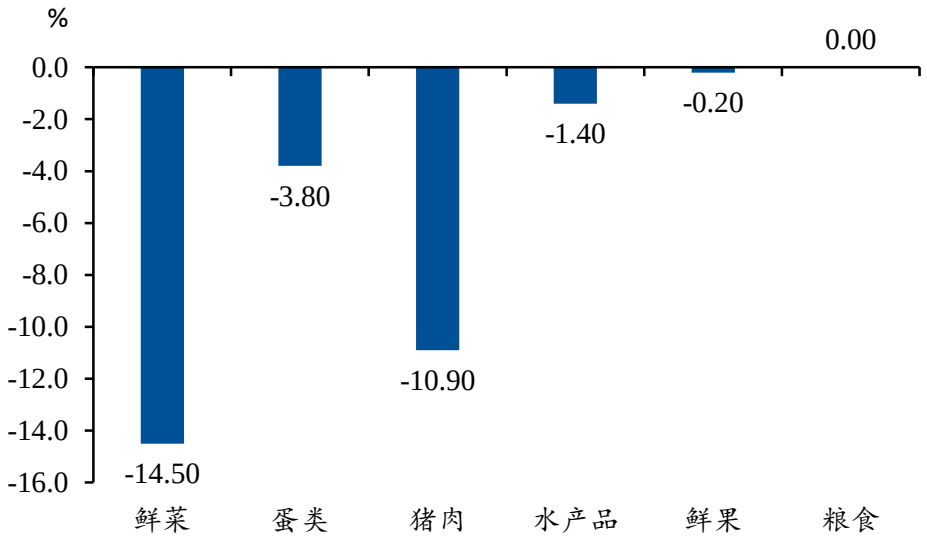
图 4：猪肉成为 CPI 主要拖累项



资料来源：Wind，民生证券研究院

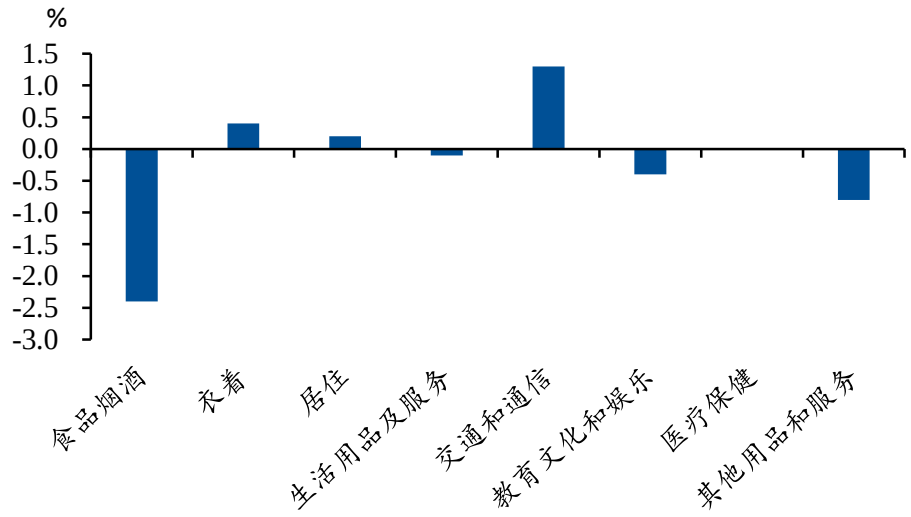
从大类环比看，猪肉和鲜菜下跌明显：（1）食品：3 月份，食品烟酒类价格环比下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.71 个百分点。猪肉和鲜菜是食品 CPI 最大拖累项。鲜菜价格下降 14.5%，影响 CPI 下降约 0.37 个百分点；猪肉价格下降 10.9%，影响 CPI 下降约 0.24 个百分点。（2）非食品：交通通信环比上升 1.3%，是非食品 CPI 最大拉动项。

图 5：食品类环比分项情况



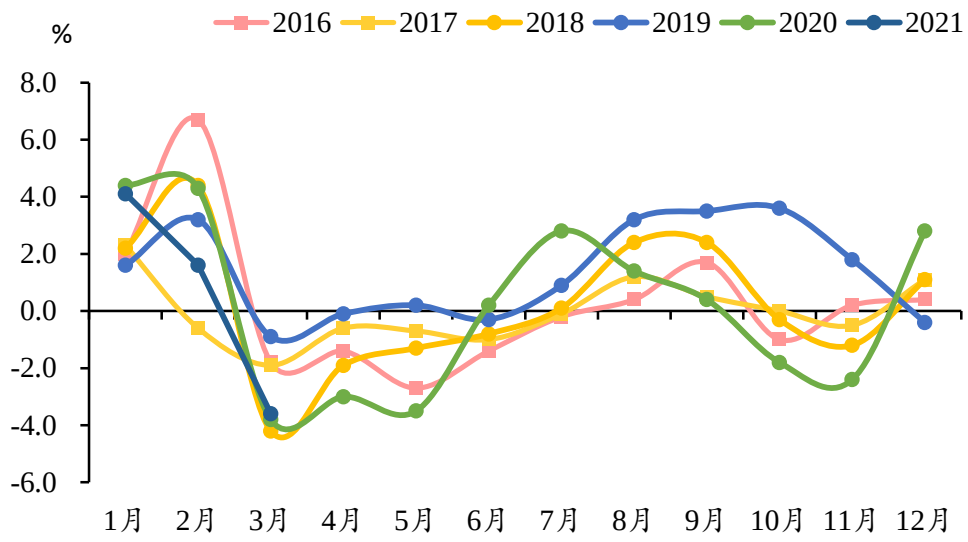
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6： CPI 环比分项



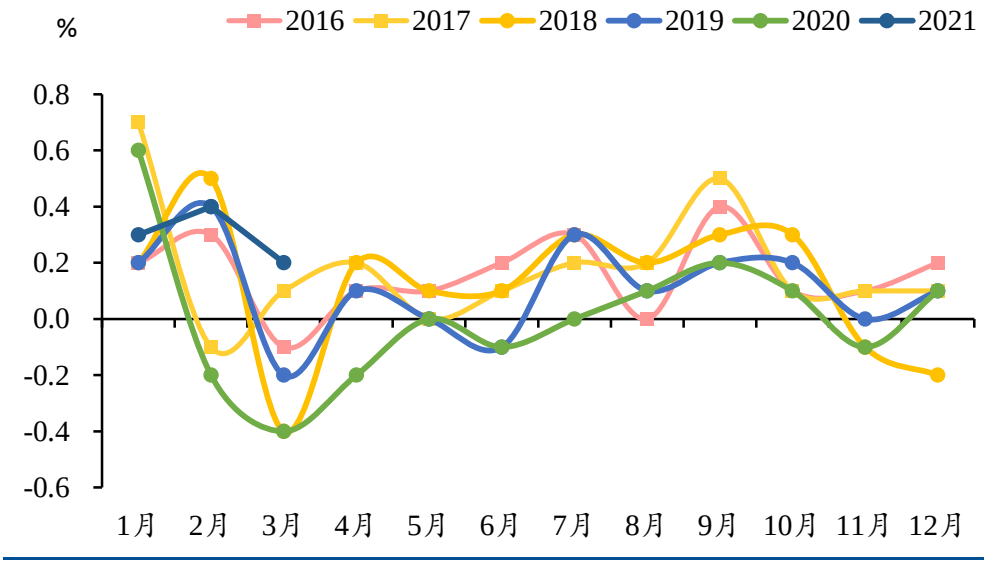
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：3 月 CPI 食品环比处于历史低位水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：3 月 CPI 非食品环比处于历史较高水平

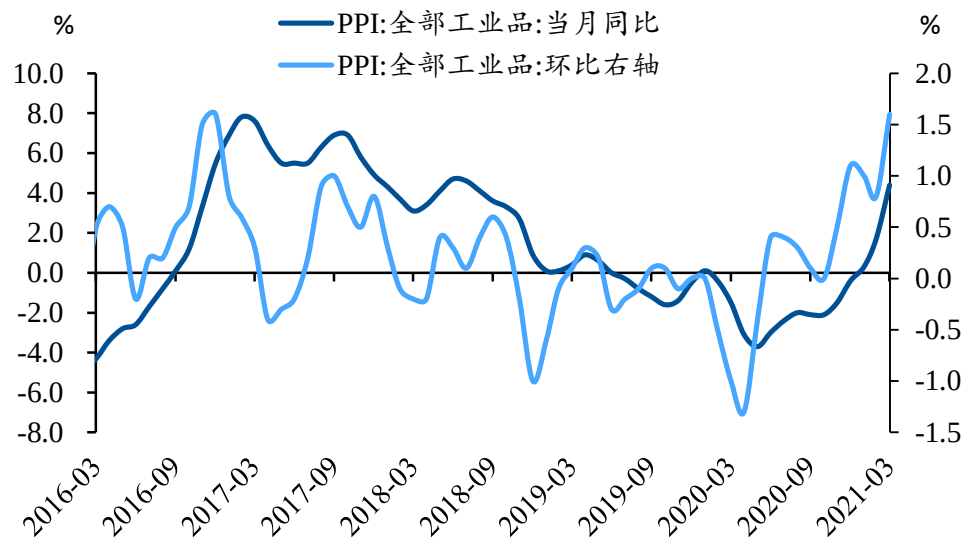


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 PPI 继续上升

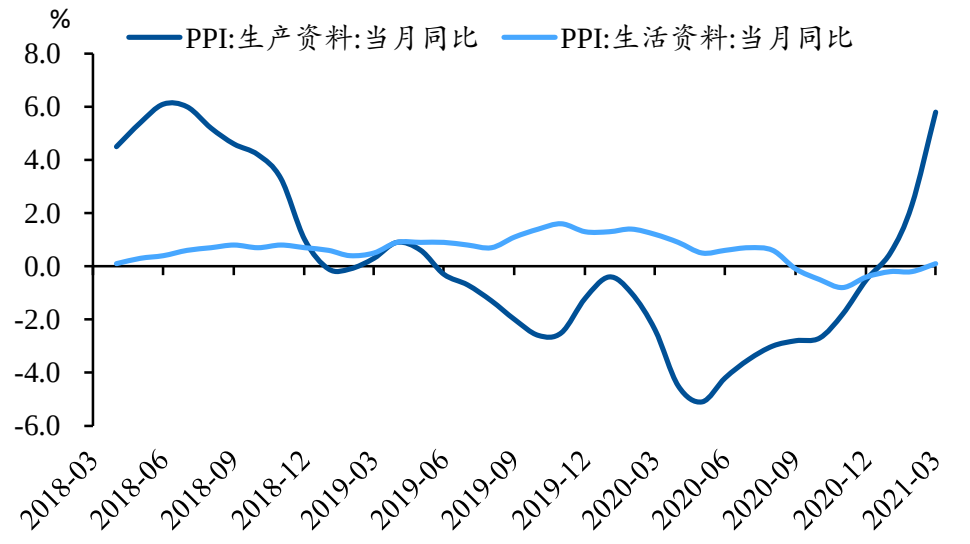
PPI 同比和环比均回升。3 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 4.4%，环比上涨 1.6%；工业生产者购进价格同比上涨 5.2%，环比上涨 1.8%。1—3 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 2.1%，工业生产者购进价格上涨 2.8%。

图 9：3 月 PPI 环比增速大幅回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：3 月生产资料同比增速有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

从同比看：生产资料价格上涨 5.8%。其中，采掘工业价格上涨 12.3%，原材料工业价格上涨 10.1%，加工工业价格上涨 3.4%，有色金属材料及电线类价格上涨 17.3%，黑色金属材料类价格上涨 15.6%，化工原料类价格上涨 7.1%，燃料动力类价格上涨 2.7%。

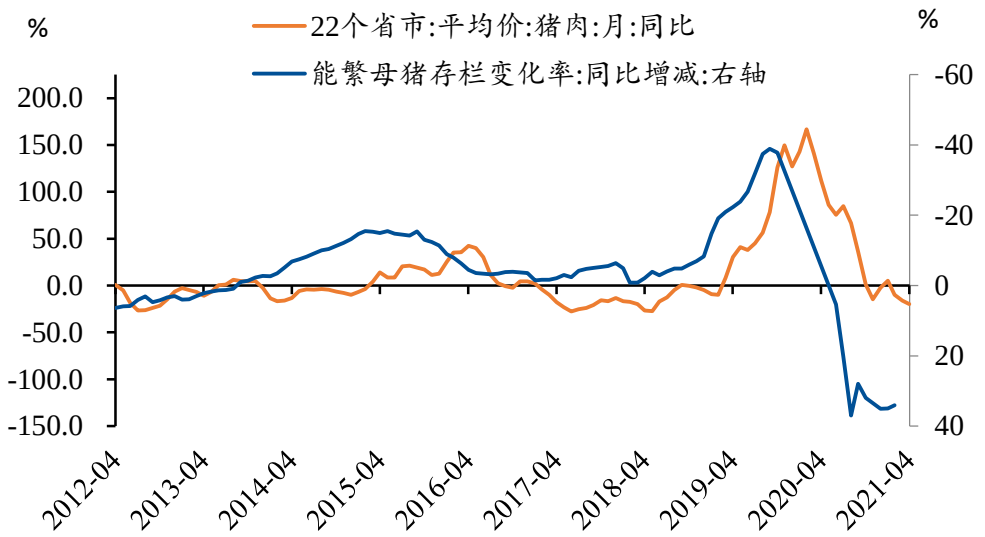
从环比看：生产资料价格上涨 2.0%。其中，采掘工业价格上涨 1.0%，原材料工业价格上

涨 3.9%，加工工业价格上涨 1.3%，化工原料类价格上涨 4.8%，有色金属材料及电线类价格上涨 3.8%，黑色金属材料类价格上涨 3.0%，燃料动力类价格上涨 1.4%。

2 重要信息：猪肉成为 CPI 拖累项

重要信息一，生猪持续补栏，猪肉加速下跌。根据农业部数据，2 月末，全国能繁母猪存栏量相当于 2017 年年末的 95.0%，全国生猪存栏量保持在 4 亿头以上。2 月份全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量 1424 万头，同比增长 71.2%。农业部预计今年上半年生猪出栏量同比增长 65%左右，生猪出栏量将继续保持较大幅度增加的趋势。3-4 月是猪肉消费淡季，农业部预计猪肉市场价格还有下降空间。根据农业部的数据，我们预计到今年年底猪肉价格有望跌破 20 元/公斤，将成为 CPI 最大拖累项。我们预计 2021 年 CPI 将低于 2%。

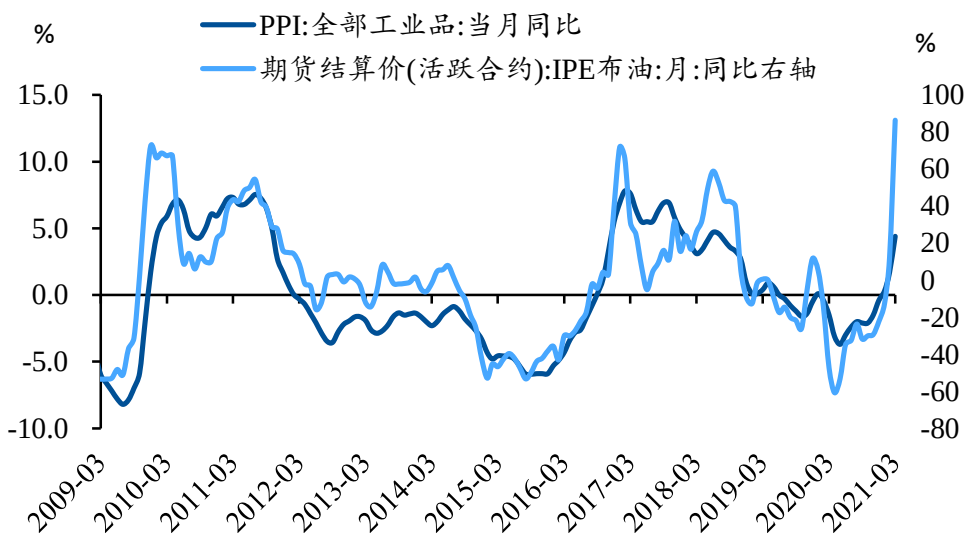
图 11：生猪持续补栏，猪肉加速下跌



资料来源：Wind，民生证券研究院

重要信息二，我国面临输入型通胀压力。PPI 各分项中，石油和天然气开采业价格上涨 9.8%，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%，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上涨 4.5%。这五个行业合计影响 PPI 上涨约 1.27 个百分点，占总涨幅的八成。上涨的原因主要包括：国际油价上涨、铁矿石进口价格上涨、国际市场铜、铝等有色金属价格上涨等。3 月 PPI 之所以大幅攀升，主要由于系国际大宗商品涨价所致，属于输入型通胀，次要原因系去年同期基数较低所致。在 3 月份 4.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.0 个百分点，新涨价影响约为 3.4 个百分点。

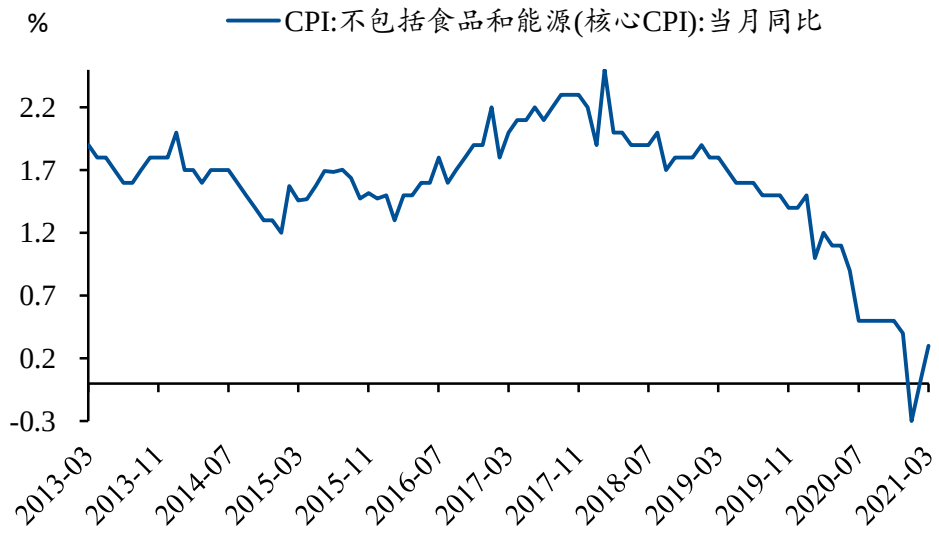
图 12：高油价+低基数带动 PPI 大幅上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

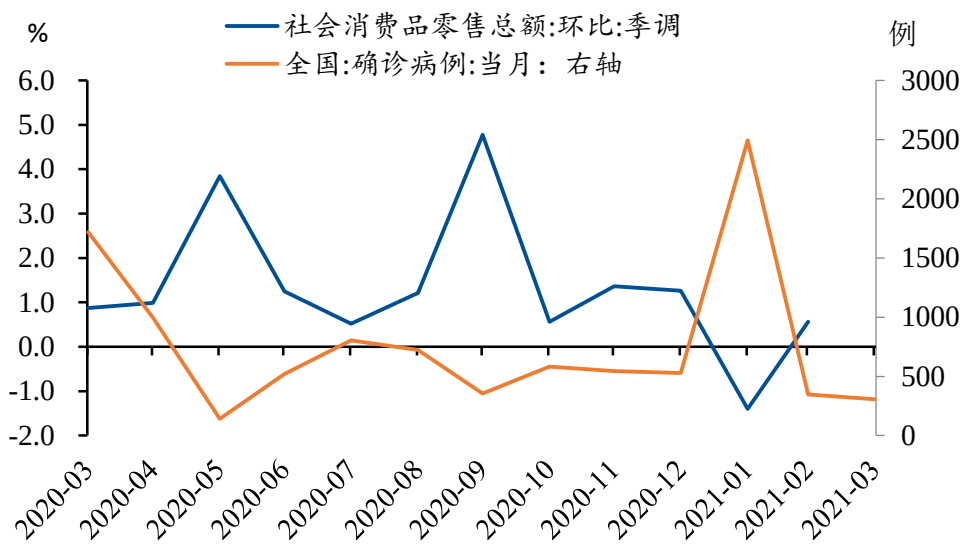
重要信息三，核心 CPI 转正。2021 年年初，由于国内疫情扩散，部分地区封锁了经济，导致消费一度弱，核心 CPI 跌入负数，创有记录以来最低（-0.3%）。随着本土疫情得到控制，国内消费明显反弹，核心 CPI 也由负转正。

图 13：核心 CPI 转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：消费与本土疫情走势成反比



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 未来展望： PPI 有破“6%”风险

PPI 有破 6%风险。去年 4-5 月 PPI 基数相比去年 3 月更低，因此今年 4-5 月 PPI 有继续大幅上行的可能。当前海外疫情扩散使油价一度回落，但如果海外疫情得到控制，我们预计油价仍有上升空间，国际大宗商品由于供不应求可能会继续上涨，带动 PPI 走强。我们测算到今年 5 月 PPI 有破 6%风险。

“碳中和”背景下钢铁、煤炭去产能可能加速。“碳中和”背景下黑色系去产能可能提速，从去年 12 月以来，黑色金属矿采选业环比持续上涨，体现出黑色系去产能的趋势。从股价上看，钢铁、煤炭等板块股价自去年年底以来涨幅居各版块前列。随着“碳中和”背景下黑色系去产能持续推进，未来钢铁、煤炭企业利润提升空间可观。

上游原材料涨价或挤压中下游企业利润。参考 2016-2017 年供给侧改革历史，上游去产能导致的原材料涨价或对中下游企业利润造成挤压。供给侧改革期间上游周期性行业利润表改善带动资产负债表改善，但中下游企业利润增速却受到冲击。2021 年来看，3 月 PMI 分项中主要原材料购进价格扩张幅度明显超过产成品出厂价格，原材料购进价格 PMI 为 69.4，出厂价格 PMI 为 59.8，差距明显。上游原材料涨价速度快于中下游产成品涨价速度或对中下游企业利润造成冲击。

风险提示

原油减产超预期，海外疫情预期、去产能速度加快等。

插图目录

图 1：3 月 CPI 同比上升 0.4%.....2
图 2：3 月 CPI 环比下降-0.5%.....2
图 3：交通通信是拉动 CPI 同比上升的根本原因.....3
图 4：猪肉成为 CPI 主要拖累项.....3
图 5：食品类环比分项情况.....4
图 6： CPI 环比分项.....4
图 7：3 月 CPI 食品环比处于历史低位水平.....5
图 8：3 月 CPI 非食品环比处于历史较高水平.....5
图 9：3 月 PPI 环比增速大幅回升.....6
图 10：3 月生产资料同比增速有所回升.....6
图 11：生猪持续补栏，猪肉加速下跌.....8
图 12：高油价+低基数带动 PPI 大幅上升.....9
图 13：核心 CPI 转正.....9
图 14：消费与本土疫情走势成反比.....10

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。