

3 月通胀点评

CPI 同比转正，PPI 大幅超预期

CPI 同比转正，依然维持在较低水平；猪肉价格拖累食品价格表现，但包括粮食和食用油在内价格同比增幅较明显;PPI 受国际大宗商品价格上涨影响，能源、黑色金属、有色金属推动 PPI 涨幅超预期；关注上游工业固投增速。

- 3 月 CPI 环比下降 0.5%，同比增长 0.4%，略高于市场预期。核心 CPI 同比增长 0.3%，服务价格同比上升 0.2%，消费品价格同比上升 0.6%。在 3 月份 0.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.6 个百分点，比上月收窄 1.2 个百分点，新涨价影响约为 1.0 个百分点。
- 从环比看，3 月食品价格由 2 月上涨 1.6%转为下降 3.6%，影响 CPI 下降约 0.71 个百分点；从同比看，食品价格下降 0.7%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。从环比看，3 月非食品价格上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点；从同比看，非食品价格由上月下降 0.2%转为上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.56 个百分点。需要关注的是，非食品中，工业消费品价格同比上涨 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。
- **猪肉拖累下 CPI 压力不显，但需要关注 PPI 向 CPI 的传导。**在猪肉价格的拖累下，3 月 CPI 同比增速仍在较低水平，从核心 CPI 同比增速来看，3 月上升的幅度较小，表明需求整体偏弱，短期内不会对价格形成明显影响。我们认为年内 CPI 同比涨幅依然在政策目标范围内，不会对货币政策构成影响。但需要关注的是其他方面的价格传导，一是国际大宗农产品价格上涨对我国食品价格的影响，未来是否会影响包括粮食和食用油价格上升，二是以原油为代表的工业品价格上涨，是否经由 PPI 开始向 CPI 传导。
- 3 月 PPI 环比增长 1.6%，同比增长 4.4%，超出市场预期。调查的 40 个工业行业中，价格上涨的有 30 个，上涨面达 75%，下降的 6 个，持平的 4 个。石油和天然气开采业价格、石油、煤炭及其他燃料加工业价格、化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业五个行业合计影响 PPI 上涨约 1.27 个百分点，占总涨幅的八成。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。
- **国际大宗商品涨价向国内传导。**3 月 PPI 同比增速上升幅度再次超出市场预期，从构成看，主要是原油类产品、黑色金属和有色金属产品价格上涨的影响，从影响渠道来看，受美国大规模救助计划和基建刺激计划影响，近期国际大宗商品价格上涨的传导影响显著。近期金融稳定委员会也提到关注大宗商品价格走势，我们维持此前观点认为货币政策不会因为 PPI 上行而收紧，但如果 PPI 上行导致工业上游出现大规模扩产，不排除货币政策将根据具体问题作出有针对性的调整。关注工业上游可能出现过热的迹象。
- **风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

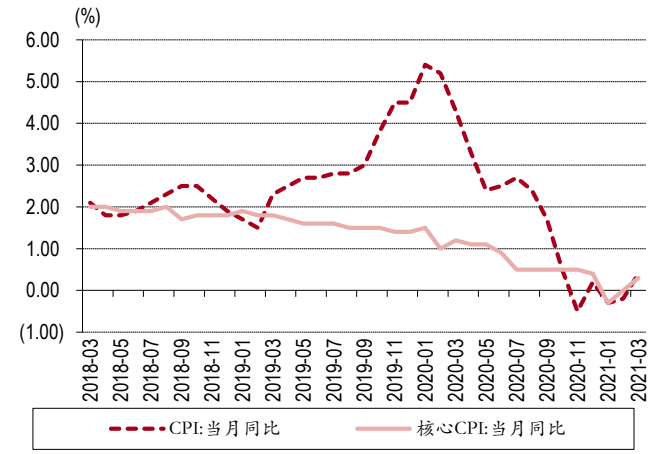
3 月 CPI 转正。3 月 CPI 环比下降 0.5%，增速较 2 月下降 1.1 个百分点。从分项看，衣着、居住和交通通信环比增速较 2 月分别上升 0.9、0.1 和 0.2 个百分点，其他项目环比增速均较 2 月有所下行，其中食品烟酒环比增速下行 3.6 个百分点，教育文化娱乐环比下行 1.2 个百分点，是导致 3 月 CPI 环比增速下行的主要因素。3 月 CPI 同比增长 0.4%，较 2 月增速上升 0.6 个百分点，略高于市场预期，核心 CPI 同比增长 0.3%，较 2 月回升 0.3 个百分点，服务价格同比上升 0.2%，较 2 月增速回升 0.3 百分点，消费品价格同比上升 0.6%，较 2 月同比增速上升 0.9 个百分点。从分项看，3 月同比增速较高的是交通通信 2.7%，增速较 2 月上升的除了交通通信，还有衣着、居住和生活用品。在 3 月份 0.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.6 个百分点，比上月收窄 1.2 个百分点，新涨价影响约为 1.0 个百分点。3 月国际原油价格继续影响非食品价格。

春节假期因素消失，食品价格回落。从环比看，3 月食品价格由 2 月上涨 1.6%转为下降 3.6%，影响 CPI 下降约 0.71 个百分点；从同比看，食品价格下降 0.7%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。春节后需求季节性回落，带动食品价格下降，另外由于天气转暖，鲜菜大量上市，影响鲜菜价格下降，生猪生产持续恢复，猪肉价格下降。同时 3 月食品价格内部依然表现分化，从同比增速来看，猪肉价格同比下降 18.4%，是拖累食品价格是唯一因素，考虑到自 2020 年下半年开始，全球大宗农产品价格维持上涨趋势，我们继续关注食用油价格同比上涨 6.9%和粮食价格同比上涨 1.4%二者的后续价格表现。

关注工业品价格上涨对 CPI 的影响。从环比看，3 月非食品价格上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点；从同比看，非食品价格由上月下降 0.2%转为上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.56 个百分点。受国际原油价格上涨影响，汽油和柴油价格上涨，春装新品上市，服装价格上涨疫情好转后，出行需求有所增加，飞机票价格上涨。需要关注的是，非食品中，工业消费品价格同比上涨 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。

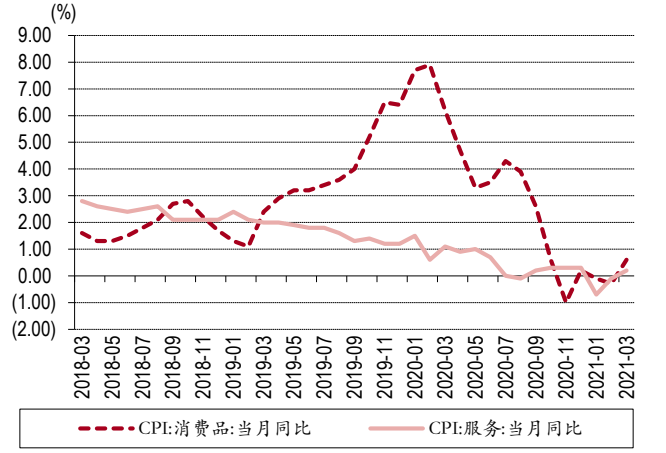
猪肉拖累下 CPI 压力不显，但需要关注 PPI 向 CPI 的传导。在猪肉价格的拖累下，3 月 CPI 同比增速仍在较低水平，从核心 CPI 同比增速来看，3 月上升的幅度较小，表明需求整体偏弱，短期内不会对价格形成明显影响。我们认为年内 CPI 同比涨幅依然在政策目标范围内，不会对货币政策构成影响。但需要关注的是其他方面的价格传导，一是国际大宗农产品价格上涨对我国食品价格的影响，未来是否会影响包括粮食和食用油价格上升，二是以原油为代表的工业品价格上涨，是否经由 PPI 开始向 CPI 传导。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



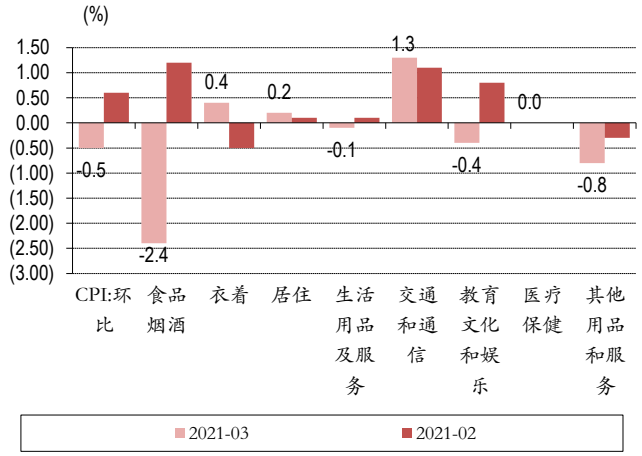
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



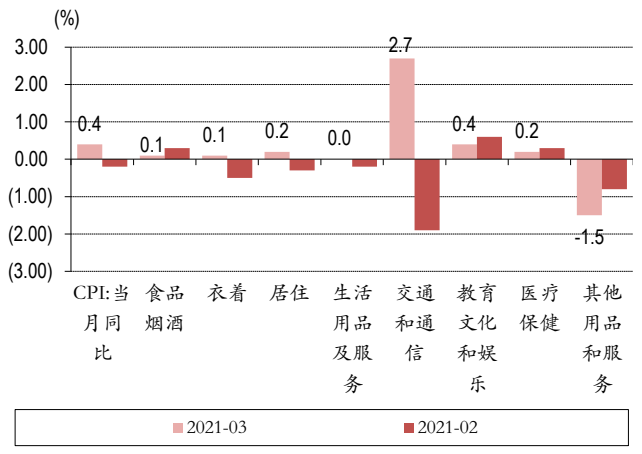
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



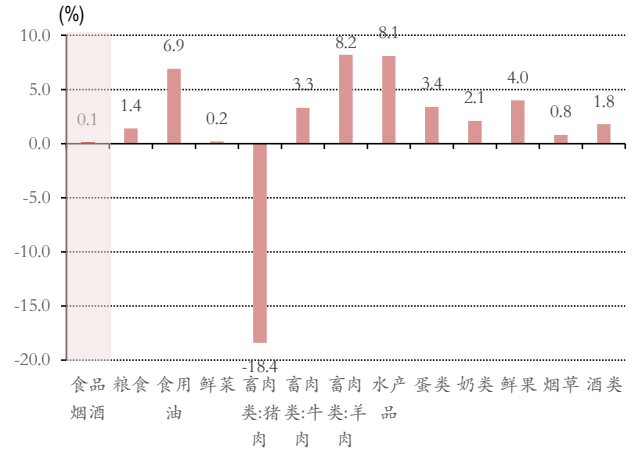
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



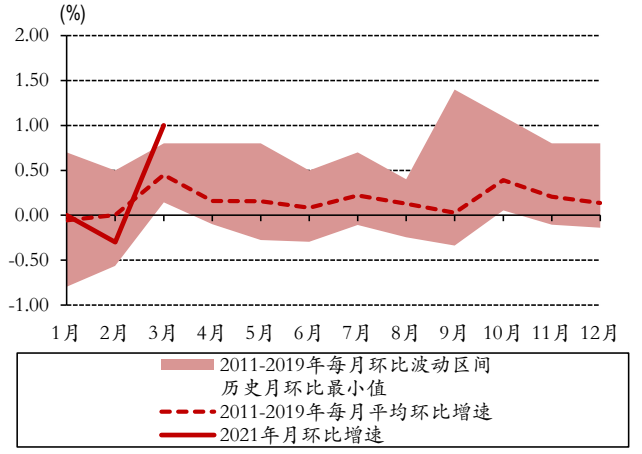
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2021 年 3 月食品烟酒内部同比价格走势分化



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 酒类价格 20213 月环比明显超过历史平均水平



资料来源：万得，中银证券

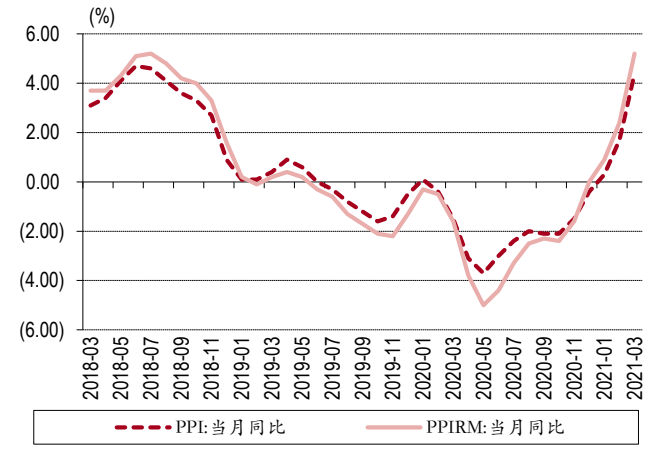
PPI

PPI 同比增速超预期。3 月 PPI 环比增长 1.6%，其中生产资料环比增长 2%，生活资料环比增长 0.2%。3 月 PPI 同比增长 4.4%，较 2 月上行 2.7 个百分点，其中生产资料同比增长 5.8%，较 2 月上升 3.5 个百分点，生活资料同比增长 0.1%，较 2 月上升 0.3 个百分点。PPIRM 同比增长 5.2%，较 2 月上升 2.8 个百分点，从构成来看，3 月同比增速较高的产品分别是有色金属材料（17.3%）、黑色金属（15.6%）、化工原料（7.1%）、农副产品（6.2%），相较 2 月同比增速上升最快的是有色金属，上升了 7 个百分点，化工原料价格较上升了 6.8 个百分点，目前仅有建筑材料价格同比下降。

美国基建计划进一步推升了工业品涨价预期。3 月生产资料价格中，采掘业环比 1%，原材料业环比 3.9%，加工业环比 1.3%。调查的 40 个工业行业中，价格上涨的有 30 个，上涨面达 75%，下降的 6 个，持平的 4 个。国际原油价格持续上行，带动国内石油相关行业价格涨幅扩大，石油和天然气开采业价格、石油、煤炭及其他燃料加工业价格、化学原料和化学制品制造业价格涨幅分别扩大 2.3、0.8 和 3.2 个百分点。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；近期国际市场铜、铝等有色金属价格上涨较多，推动国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨。上述五个行业合计影响 PPI 上涨约 1.27 个百分点，占总涨幅的八成。据测算，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。

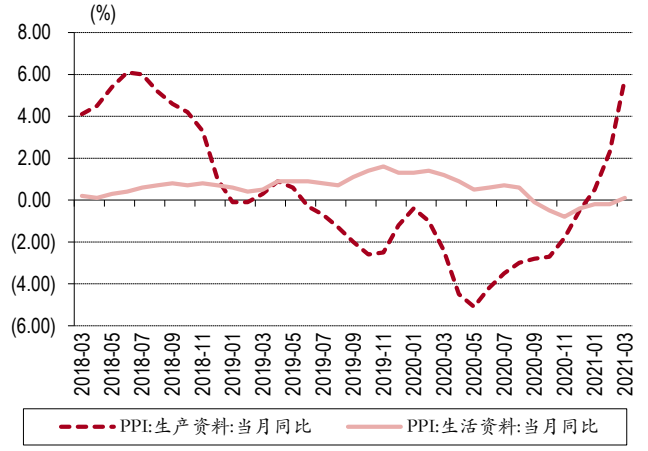
国际大宗商品涨价向国内传导。3 月 PPI 同比增速上升幅度再次超出市场预期，从构成看，主要是原油类产品、黑色金属和有色金属产品价格上涨的影响，从影响渠道来看，受美国大规模救助计划和基建刺激计划影响，近期国际大宗商品价格上涨的传导影响显著。近期金融稳定委员会也提到关注大宗商品价格走势，我们维持此前观点认为货币政策不会因为 PPI 上行而收紧，但如果 PPI 上行导致工业上游出现大规模扩产，不排除货币政策将根据具体问题作出有针对性的调整。关注工业上游可能出现过热的迹象。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



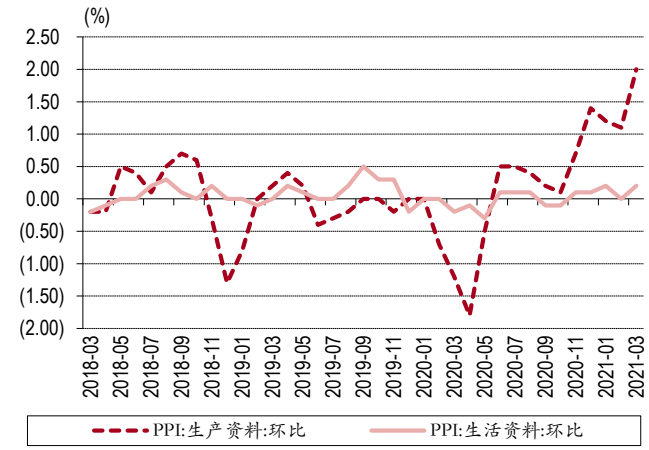
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



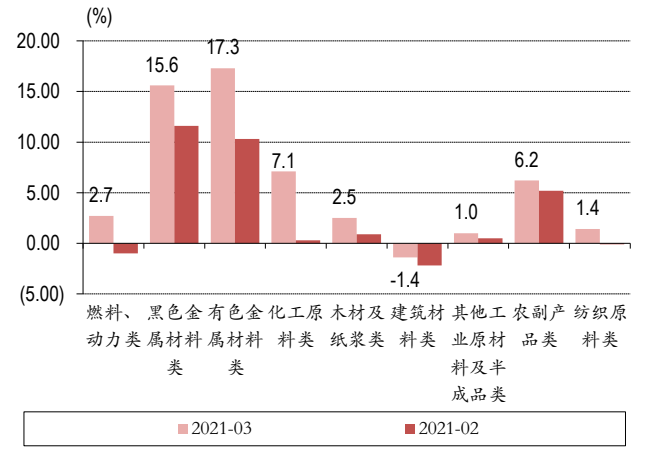
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



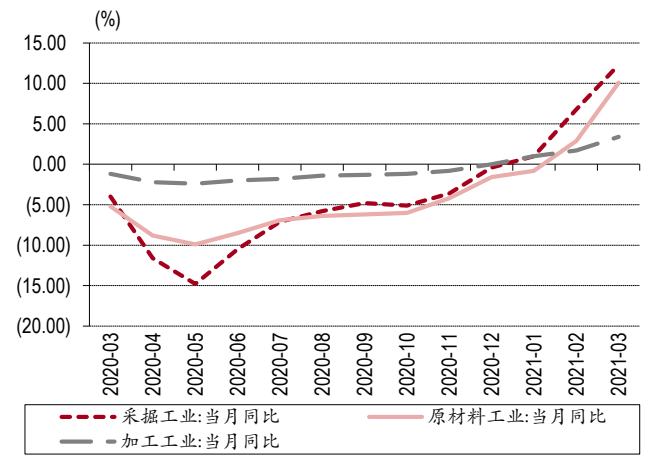
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



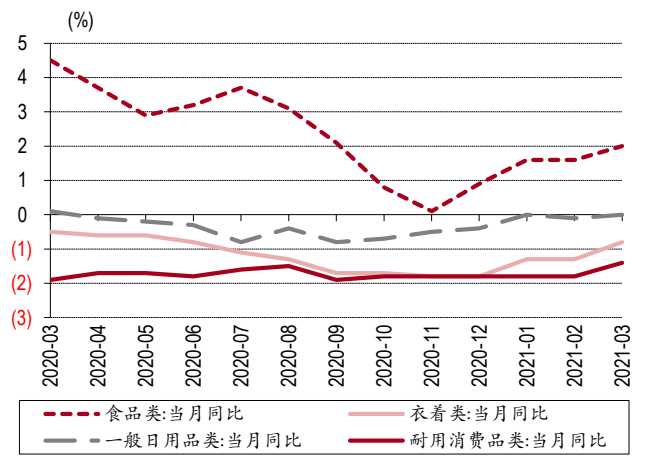
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格强劲



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 耐用消费品和衣着增速上行



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371