CPI 上涨温和，PPI 或连破关口

——2021 年 3 月 CPI 和 PPI 数据点评

宏观点评

财信研究院 宏观团队

李沫

事件：2021 年 3 月份全国居民消费价格指数（CPI）环比下跌 0.5 %，同比上涨 0.4%，较上月提高 0.6 个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比上涨 1.6%，同比上涨 4.4%，涨幅较上月扩大 2.7 个百分点。

核心观点：

非食品价格同比在低基数效应、油价上涨和服务业重启的共同带动下，由下跌 0.2%转为上涨 0.7%，是 CPI 由负转正的主因。但食品价格同比降幅在季节性因素和猪肉下行周期启动的共同影响下有所扩大，拖累了 CPI 同比上涨幅度。预计在服务业重启加速和去年非食品基数偏低的叠加影响下，非食品价格上涨将带动 CPI 重回升势，但猪肉下行周期启动和居民收入难以全面恢复将制约其回升幅度，预计 4 月份 CPI 同比增长 1.2%左右，全年约增长 1.5%。

受翘尾因素大幅提升、国内外需求共振复苏和大宗商品涨价影响，3 月份 PPI 同比涨幅扩大 2.7 个百分点至 4.4%，但上游涨价效应向下游的传导作用依然偏弱。往后看，年初以来国际大宗商品价格的超预期上涨，将带动国内 PPI 中枢整体上行，预计 4 月份 PPI 同比增长 6.5%；二季度 PPI 翘尾因素均值达到 2.6%，新涨价因素有望在全球流动性宽裕、疫苗接种提速、经济复苏预期趋强等因素的影响下进一步提高，使同比涨幅接连破 6 破 7 概率增加。

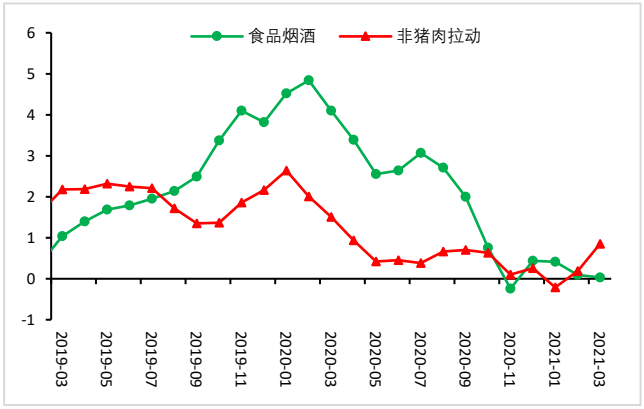
一、非食品是 CPI 同比上涨主因

季节性因素和猪周期共致食品同比降幅扩大。3 月食品价格环比由上涨 1.6%转为下跌 3.6%，同比降幅扩大 0.5 个百分点至 0.7%，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点（见图 1）。其中在需求季节性回落和供给持续改善的叠加影响下，猪肉价格环比降幅扩大 7.8 个百分点至 10.9%，加之去年同期基数依然偏高，猪肉同比跌幅扩大 3.5 个百分点至 18.4%，影响 CPI 下降约 0.45 个百分点；受天气转暖市场供给增加和春节后需求回落影响，鲜菜、蛋类、水产品等主要食品价格均环比下跌（见图 2-3）。

低基数、油价上涨、服务业重启带动非食品价格上涨。3 月非食品价格同比由下跌 0.2%转为上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.52 个百分点，是 CPI 同比上涨主因（见图 1）。非食品价格同比转正的原因有三：一是非食品价格翘尾因素由上月的-0.3%变为 0.1%；二是在低基数和国际油价上涨的共同带动下，交通和通信项同比增长 2.7%，其对非食

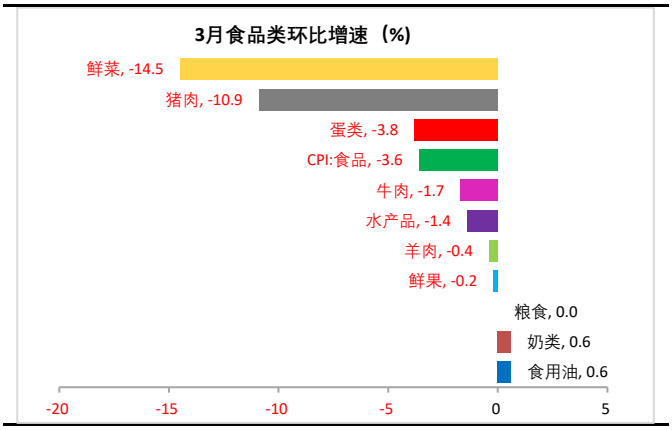
品价格由拖累转为拉动；三是随着国内服务业场景限制逐步放开，CPI 服务价格由下降 0.1%转为上涨 0.2%。

图 1：食品和非食品对 CPI 同比的拉动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

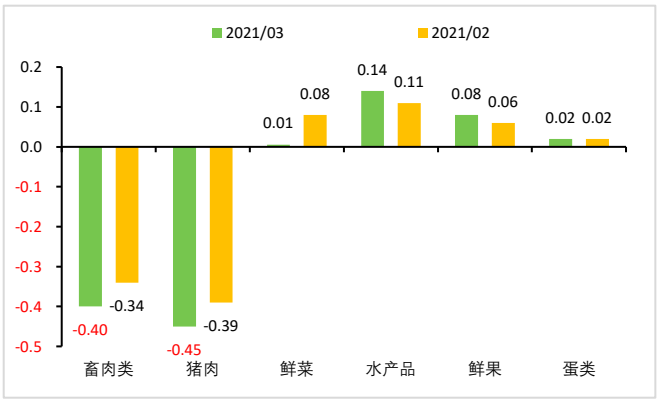
图 2：3 月食品类价格环比增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

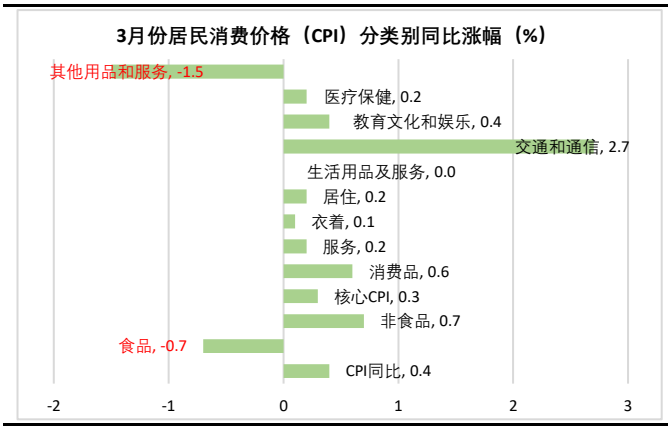
核心 CPI 回升可期。3 月剔除食品和原油的核心 CPI 同比增长 0.3%，较上月提高 0.3 个百分点，反映出两个信号：一是核心 CPI 持续回升，显示出居民消费在服务业重启的带动下进入加快修复期，未来核心 CPI 回升可期；二是核心 CPI 整体依然低迷，低于疫情前水平较多，反映出居民消费需求恢复依然偏慢。

图 3：主要食品分项对 CPI 同比的拉动作用（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：3 月份居民消费价格（CPI）分类别同比涨幅（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 5：2021 年全年翘尾因素回落

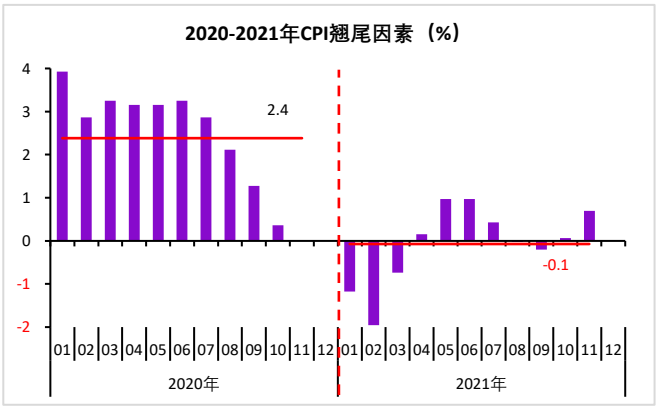
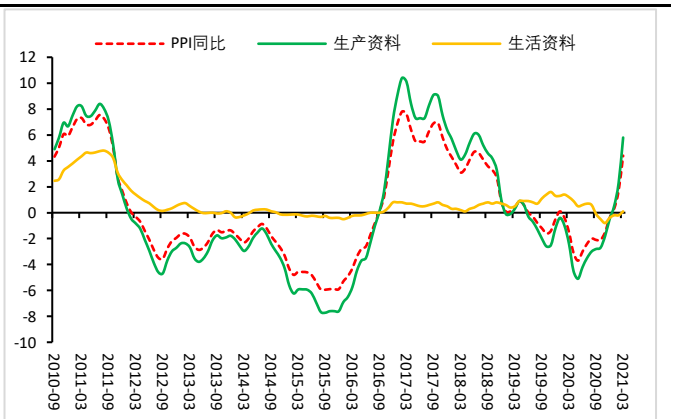


图 6：生产资料和生活资料价格变化（%）



资料来源：WIND，财信研究院

资料来源：WIND，财信研究院

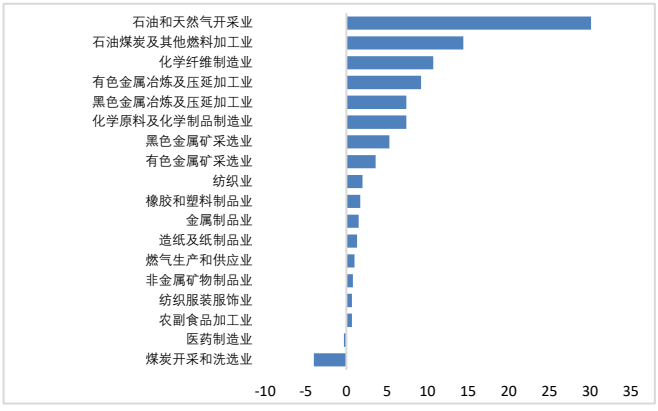
预计 4 月 CPI 同比增长 1.2%左右，全年约增长 1.5%。一是预计 4 月食品价格环比降幅将有所收窄。如根据农业部数据，截止到 4 月 8 日，28 种重点监测蔬菜、7 种重点监测水果、猪肉价格分别环比变动-7.0%、-2.0%、-9.2%，鲜果价格转跌，但蔬菜和猪肉降幅均有所收窄；二是零散猪瘟疫情对猪价的推升作用有限，在去年全年猪肉价格中枢水平偏高的情况下，猪肉对 CPI 的下拉作用不容忽视；三是全球需求确定性复苏、服务业重启、低基数效应共同影响下，非食品对 CPI 的拉动作用将有所提高；四是 4 月份 CPI 翘尾因素较 3 月提高 0.9 个百分点左右（见图 5）。

二、预计 4 月 PPI 增长 6.5%左右

受翘尾因素大幅提升、国内外需求共振复苏和大宗商品涨价影响，3 月工业生产者出厂价格同比涨幅扩大 2.7 个百分点至 4.4%。其中，生产资料和生活资料分别同比上涨 5.8%和 0.1%，较上月提高 3.5 和 0.3 个百分点，生产资料涨幅明显高于生活资料，是 PPI 涨幅扩大主因（见图 6）。

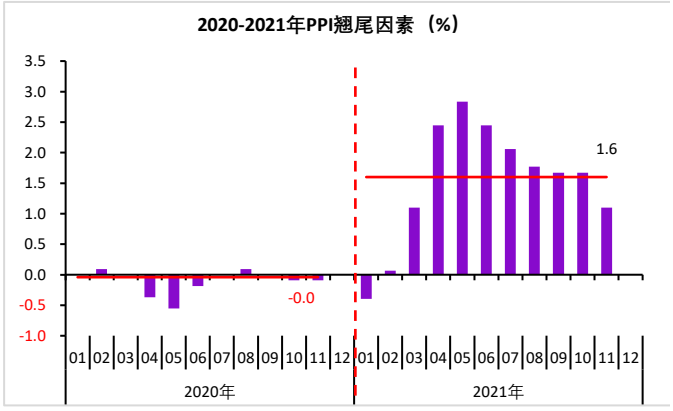
从行业看，上游涨价向中下游传导效应依然偏弱。受低基数和国际油价大幅上行影响，石油相关行业出厂价格涨幅靠前；国内外需求共振复苏下，铜、铁矿石等上游原材料价格上涨幅度较高，带动“三黑一色”行业出厂价格上涨较多；受国内消费需求逐渐释放和上中下游传导效应增强影响，纺织业、农副食品加工业等下游行业出厂价格也有所上涨，但上涨幅度远不及上游行业（见图 7），上游涨价传导效应依然偏弱。

图 7：3 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：2021 年 PPI 翘尾因素提高



资料来源：WIND，财信研究院

预计 4 月 PPI 增长 6.5%左右。一是 2021 年 PPI 翘尾因素将较 2020 年提高 1.6 个百分点（见图 8）；二是全球流动性宽松延续和疫苗接种人群扩大下，全球大宗商品涨价空间仍存，但未来中美经济修复将由工业生产转向服务业，大宗商品上涨斜率料放缓；三是国内基建投资在专项债放量的支撑下有望向上修复，加之房地产投资韧性较强，国内工业品价格短期仍有继续上行压力。

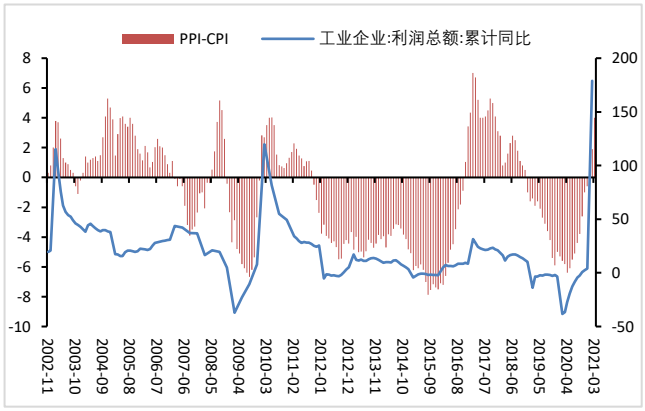
二季度 PPI 接连破 6 破 7 概率偏高。一是翘尾因素处于全年高位，如 4-6 月份分别为 2.5%、2.8%和 2.5%；二是在全球流动性延续宽松和疫苗接种提速的叠加影响下，二

季度国内外需求有望共振复苏，PPI 新涨价因素有望进一步上行，受此影响，PPI 接连破 6 破 7 概率增加。

三、PPI 和 CPI 剪刀差走阔，预示经济增长内生动能有望继续恢复

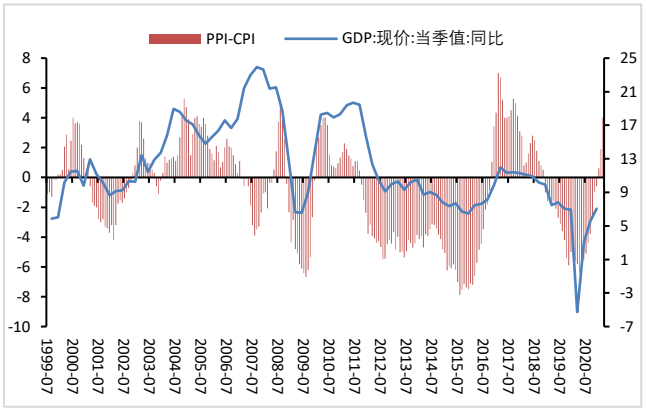
PPI 和 CPI 剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系（见图 9-10）。3 月份 PPI 和 CPI 的剪刀差由 1.9%扩大至 4.0%，连续 3 个月为正，预示着我国工业企业利润将边际修复，经济修复动能有望持续增强。

图 9：PPI 与 CPI 差值持续收窄，企业盈利有望改善



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：PPI 与 CPI 差值收窄，名义 GDP 增速有望回升



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。