



2021年4月11日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179



供给冲击下 PPI 涨幅扩大，终端需求仍在低位修复

——3月通胀数据点评

内容提要

3月通胀数据超预期，3月CPI同比上涨0.4%，预期涨0.2%，前值降0.2%；3月PPI同比上涨4.4%，涨幅比2月扩大2.7个百分点。

效应也加快了PPI同比上行的节奏，二季度PPI同比增速仍处于加速上行阶段，4月原油、螺纹钢同比增速大概率仍将创新高。但本轮PPI上行并未伴随核心通胀的回升，当前价格回升主要仍集中在上游生产资料领域，下游生活资料和核心通胀仍然偏弱，终端需求仍在低位修复。通胀持续上行并不具有可持续性，PPI年中或迎来拐点，通胀并非核心矛盾，货币政策约束有限。

1. 翘尾因素拖累减弱下CPI同比转正，油价上涨的惯性以及食品项的拖累都较为显著，猪肉价格仍处于下行区间，服务价格整体依然偏弱，核心CPI小幅回升，终端需求仍在低位恢复。

2. 基数效应叠加中国节后复工以及美国财政刺激落地，PPI环比涨幅进一步扩大，石油开采、燃料加工、化学原料、黑色与有色加工5个上游行业贡献环比涨幅的8成，工业品涨价仍然集中于上游价格，通胀特征体现为供给冲击及输入性压力。

3. 作为领先大宗商品价格约1个季度的美国通胀，全球通胀的传导链条依然处于商品价格上涨的阶段或已过去，短期全球复苏及需求改善下上游价格仍将维持震荡偏强，而随着下半年全球供给的恢复，环比放缓叠加基数抬升，PPI同比或将震荡走弱。

风险提示

全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

统计局公布 2021 年 3 月通胀数据：3 月 CPI 同比上涨 0.4%，预期涨 0.2%，前值降 0.2%；3 月 PPI 同比上涨 4.4%，涨幅比 2 月扩大 2.7 个百分点。

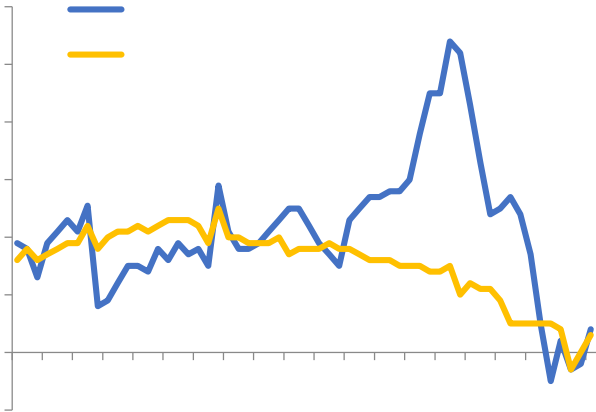
一、核心 CPI 小幅回升，终端需求仍在低位修复

翘尾因素拖累减弱下 CPI 同比转正，同时受到油价上涨的提振以及食品项的拖累，终端需求仍在低位恢复。3 月 CPI 同比 0.4%，走高 0.6 个百分点，翘尾因素-0.6%，较上月拖累减弱，春节后需求季节性回落下环比增速转降，3 月 CPI 环比 -0.5%，基本持平于季节性。核心 CPI 小幅回升，同比 0.3%，总需求仍处在低位恢复状态，当前的通胀压力仍集中于上游。

食品价格拖累较为显著，鲜菜和猪肉价格降幅较大。3 月 CPI 食品同比-0.7%，较上月回落 0.5 个百分点，环比-3.6%，降幅远超出季节性表现。其中鲜菜和猪肉价格降幅较大，分别受到鲜菜大量上市以及生猪生产持续恢复的影响，环比分别下降 14.5%和 10.9%。3-4 月猪肉消费淡季，叠加近期猪肉局部反复强化养殖意愿，菜菜价格持续回落，价格回落以淡季存在为主，加之生猪产能和供给的良好恢复下，猪肉价格仍处于下行区间。

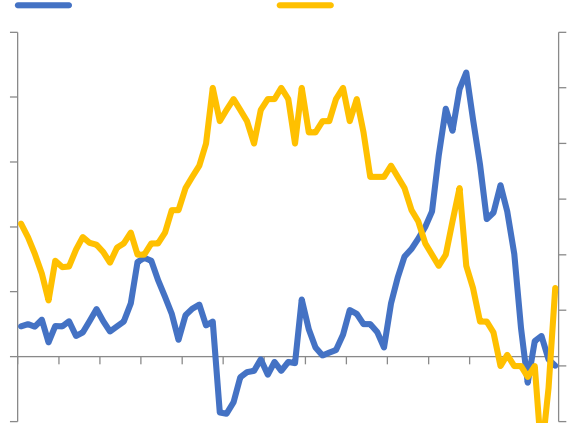
油价上涨带动非食品价格回升，服务价格整体依然偏弱。3 月 CPI 非食品同比 0.7%，较上月回升 0.9 个百分点。翘尾因素拖累减弱下，石油和天然气价格上涨拉动非食品价格回升，环比涨幅大幅超出季节性表现，是拉动非食品价格的主要分项。居住、衣着等分项增速小幅回升，反映终端需求仍在积极恢复，但服务价格整体依然偏弱，CPI 通胀特征不强。

图 1: 核心 CPI 仍处于历史低位 (%)



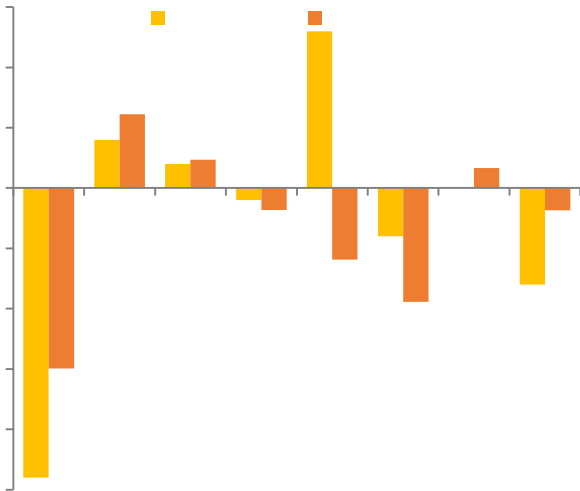
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



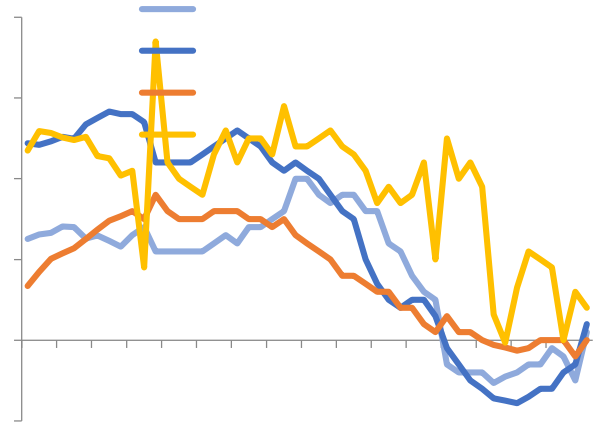
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: CPI 环比季节性 (%)



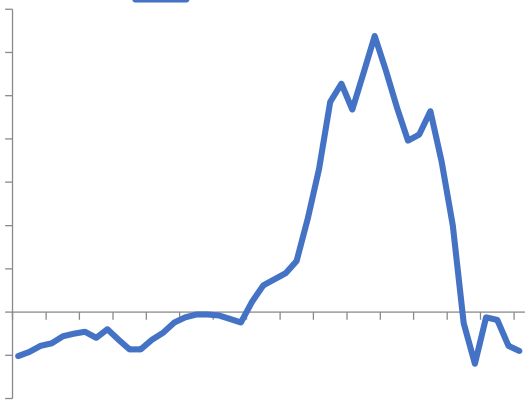
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 房租、衣着等分项仍保持低位震荡 (%)



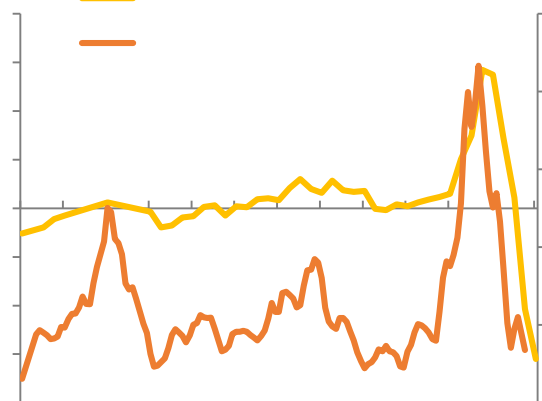
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 猪肉价格拖累扩大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 生猪存栏回升下猪周期下行 (%)，左轴逆序



资料来源: Wind, 优财研究院

二、供给冲击下 PPI 环比涨幅扩大

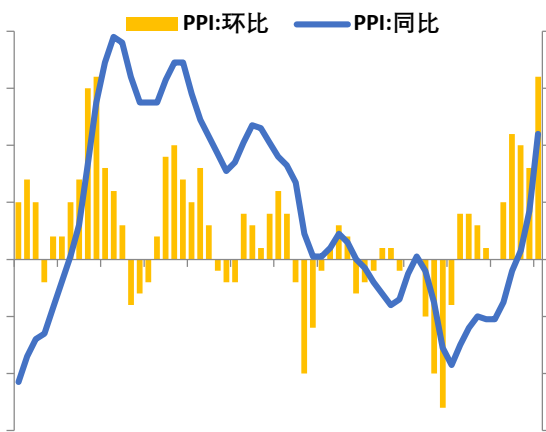
PPI 环比涨幅进一步扩大，工业品涨价仍然集中于上游价格，5 个上游行业贡献环比涨幅的 8 成。通胀特征体现为供给冲击及输入性压力。基数效应叠加中国春节复工以及美国财政刺激落地，3 月 PPI 环比涨幅进一步扩大，环比 1.6%，同比增速也大幅走高至 4.4%。当月石油开采、燃料加工、化学原料、黑色与有色加工这 5 个行业合计拉动 PPI 环比上涨 1.27 个百分点，占总涨幅八成，分别受到原油、铁矿石、铜铝矿等国际大宗商品提价的影响。通胀特征体现为供给冲击及输入性压力。

一方面，全球经济尤其美国经济的修复下，需求回升带动原油价格快速上行，并带动国内石油相关行业及化工行业价格涨幅扩大；另一方面，国内“碳中和”政策背景下的供给收缩预期，带动国内黑色冶炼价格上行；另外，近期国际市场铜、铝等有色金属价格上涨较多，反映部门资源国第三轮疫情反弹对供给端形成的冲击。

作为领先大宗商品价格约 1 个季度的先行指标，全球流动性拐点初现，大宗商品上涨最快的阶段或已过去，短期全球复苏及需求改善下上游价格仍将维持震

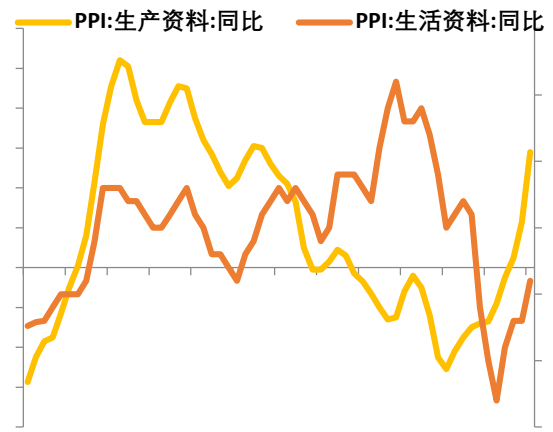
荡偏强，而随着下半年全球供给的恢复，环比放缓叠加基数抬升，PPI 同比或将震荡走弱。由于去年 4-5 月海外疫情冲击下大宗商品大幅下跌的低基数效应，4 月油价、螺纹钢、铁矿石、焦炭等大宗商品 PPI 同比高点或在 5 月形成。

图 7: PPI 同环比涨幅均扩大 (%)



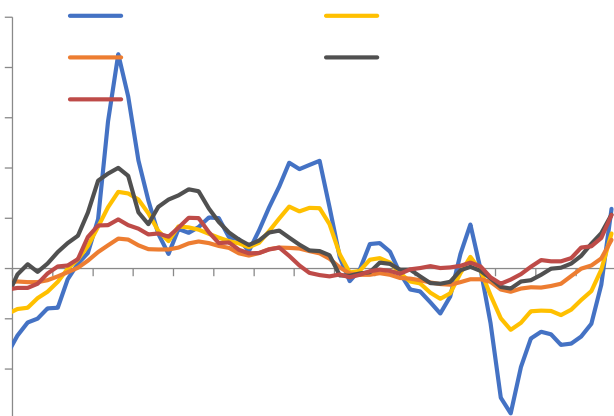
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 生产资料较强, 生活资料依然偏弱 (%)



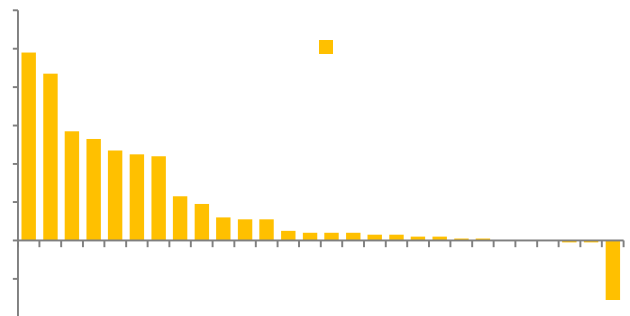
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 上游行业价格同比增速加快 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 环比涨幅主要由上游行业贡献 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

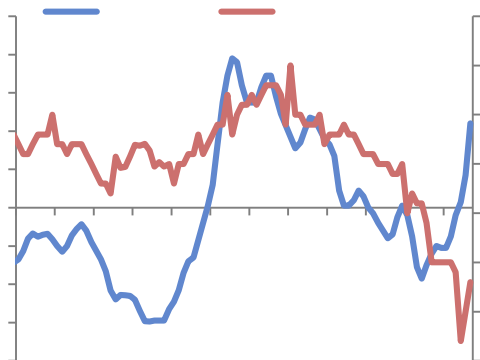
三、 通胀并非核心矛盾

本轮通胀上行

数效应也加快了PPI同比上行的节奏,二季度PPI同比增速仍处于加速上行阶段,4月原油、螺纹钢同比增速大概率仍将创新高。但本轮PPI上行并未伴随核心通胀的回升,当前价格回升主要仍集中在上游生产资料领域,下游生活资料 and 核心通胀仍然偏弱,终端需求仍在低位恢复,通胀持续上行并不具有可持续性,PPI年中或迎来拐点,通胀并非核心矛盾。

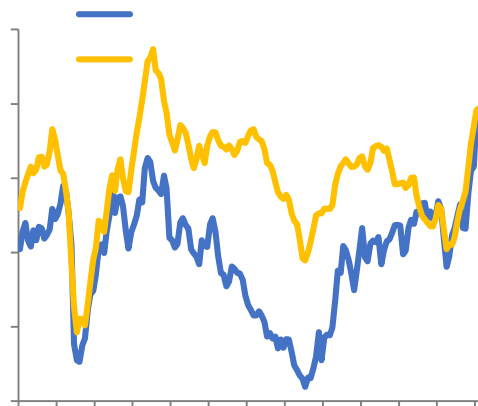
货币政策约束有限。当前货币宽松力度加大,流动性充裕,但居民收入和消费修复缓慢,核心通胀仍处于历史以来低位水平,年末也或仅升至1%附近,而上一轮由通胀上行引发的货币政策收紧操作时核心CPI高点达到了2.5%附近,当前终端需求偏弱下货币政策约束有限。

图 11: 核心通胀处于历史低位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 大宗商品价格仍处上行阶段



资料来源: Wind, 优财研究院

四、 风险提示:

全球通胀预期加速回升,流动性收紧超预期,信用收缩节奏超预期

