

2021年3月物价数据点评

3月PPI进入快速上行阶段，CPI转正后也将出现较快上升势头

作者：东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

据国家统计局数据，2021年3月CPI同比0.4%，前值-0.2%，上年同期4.3%；3月PPI同比4.4%，前值1.7%，上年同期-1.5%。

基本观点：

3月CPI环比季节性回落，同比涨幅则克服食品价格降幅加剧影响，实现由负转正，主要原因是消费修复及PPI上涨向消费品价格传导，其中燃油价格上涨影响显著。另外，扣除波动较大的食品和能源价格，3月核心CPI同比从上月的持平转为上涨0.3%，显示当前物价存在整体上行趋势。

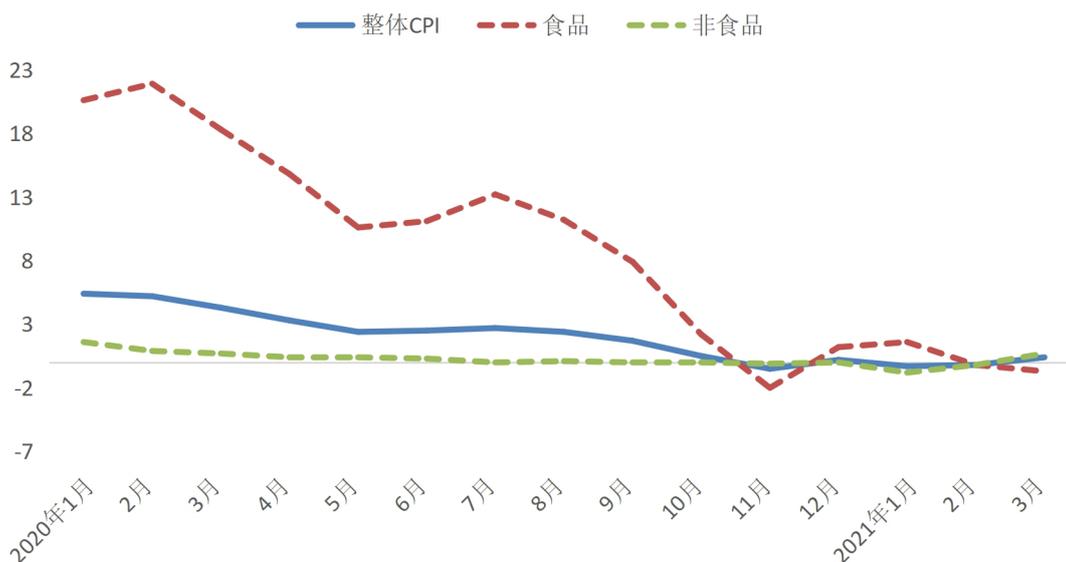
在新涨价动能增强和翘尾抬升共同作用下，3月PPI同比涨幅陡峭上行，背后的主要原因是大宗商品价格前期快速上涨，以及国内需求侧景气上扬对工业品价格形成有力支撑。从结构来看，由于中上游涨价正逐步向下游传导，叠加终端消费需求回暖，3月生活资料PPI同比小幅转正，但下游涨价动能仍明显不及中上游，生活资料与生产资料PPI涨幅之间的剪刀差进一步扩大。

展望4月，PPI同比还将进一步冲高，CPI涨幅也会扩大。接下来宏观政策有可能向稳物价方向微调。历史数据显示，PPI同比涨幅与10年期国债收益率存在较强相关性，预计未来一段时间市场利率易上难下。

具体分析如下：

一、3月CPI环比季节性回落，同比涨幅则克服食品价格降幅加剧影响，实现由负转正，主要原因是消费修复及PPI上涨向消费品价格传导，其中燃油价格上涨影响显著。另外，扣除波动较大的食品和能源价格，3月核心CPI同比从上月的持平转为上涨0.3%，显示当前物价存在整体上行趋势。

图1 CPI增速：当月同比 %



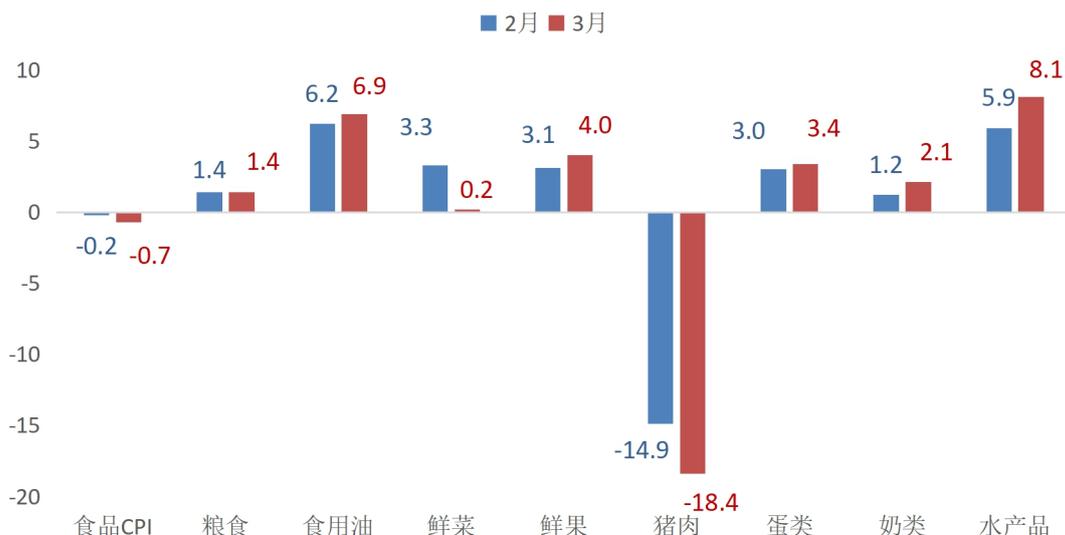
数据来源：WIND

节后需求季节性回落，食品价格环比下降 3.6%，带动 3 月食品 CPI 同比降幅有所扩大。其中，当月对食品价格变化影响很大的猪肉价格下行明显，同比降幅扩大，主要是受生猪产能恢复带动；另外，3 月蔬菜价格涨幅也明显收窄。

春节后食品消费需求季节性回落，当月食品价格由上月上涨 1.6% 转为下降 3.6%，加之上年同期食品价格基数仍然明显偏高，3 月食品价格同比降幅则由上月的 -0.2% 扩大至 -0.7%。其中，主要受生猪产能进一步修复影响，3 月猪肉价格比上月下降 10.9%。在上年同期基数变化不大的基础上，当月猪肉价格同比降幅由上月的 -14.9% 扩大至 -18.4%。此外，3 月食品 CPI 同比降幅扩大的另一个主要因素是蔬菜价格涨幅明显收窄。由于天气转暖，鲜菜大量上市，3 月菜价由上月的环比上涨 1.8% 转为大幅下降 14.5%，并带动菜价同比涨幅收窄至 0.2%。

我们认为，3 月猪肉价格下行，是本轮猪周期进入下半场后的正常现象。目前部分区域猪瘟疫情虽有所反复，但根据农业农村部预测，年中生猪产能会进一步恢复至猪瘟疫情前的正常水平。这意味着接下来猪肉价格还有一定下行空间，有望成为平抑今年 CPI 涨幅的一个重要因素。

图 2 食品类各分项 CPI 同比增速 %

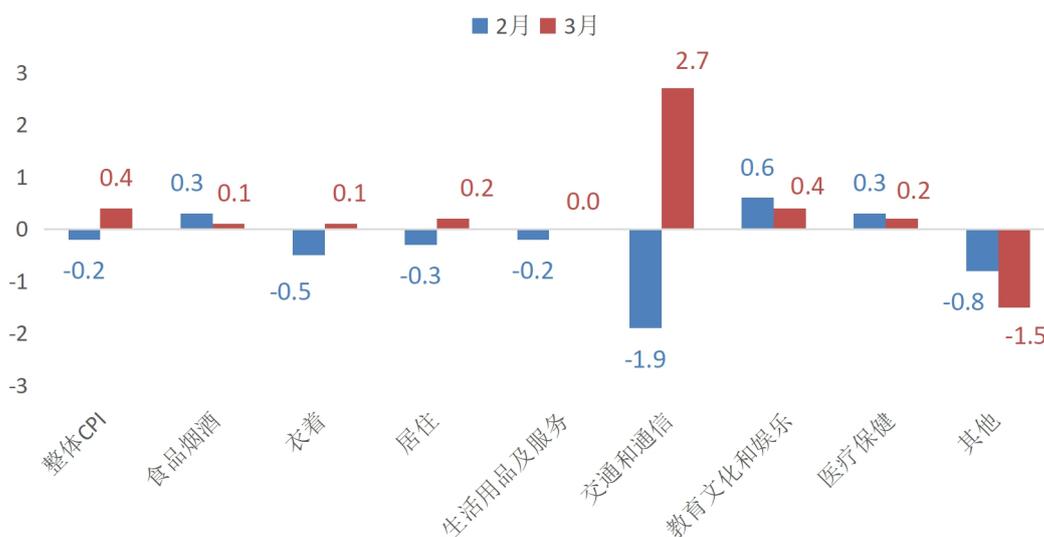


数据来源：WIND

主要受燃油价格上行，并带动交通和通信价格同比由负转正影响，3月非食品价格同比从上月的-0.2%升至0.7%，成为带动当月整体CPI同比转正的主要原因。

3月，前期国际原油价格上涨效应进一步向国内传导，汽油和柴油价格环比分别上涨6.6%和7.3%。受此影响，当月交通工具用燃料价格同比涨幅扩大3.1个百分点至6.4%，并带动交通和通信价格同比由负转正，成为3月非食品价格脱离通缩的主要因素。另外，伴随消费逐步修复，以及工业品价格上涨向消费端传导，3月衣着、居住及生活用品和服务的价格涨幅整体上行。节后文娱消费需求下降，教育文化和娱乐价格环比及同比涨幅均出现下滑；医改效应下，医疗保健价格涨幅仍处于下降通道。

图3 八类商品与服务CPI同比增速 %



数据来源：WIND

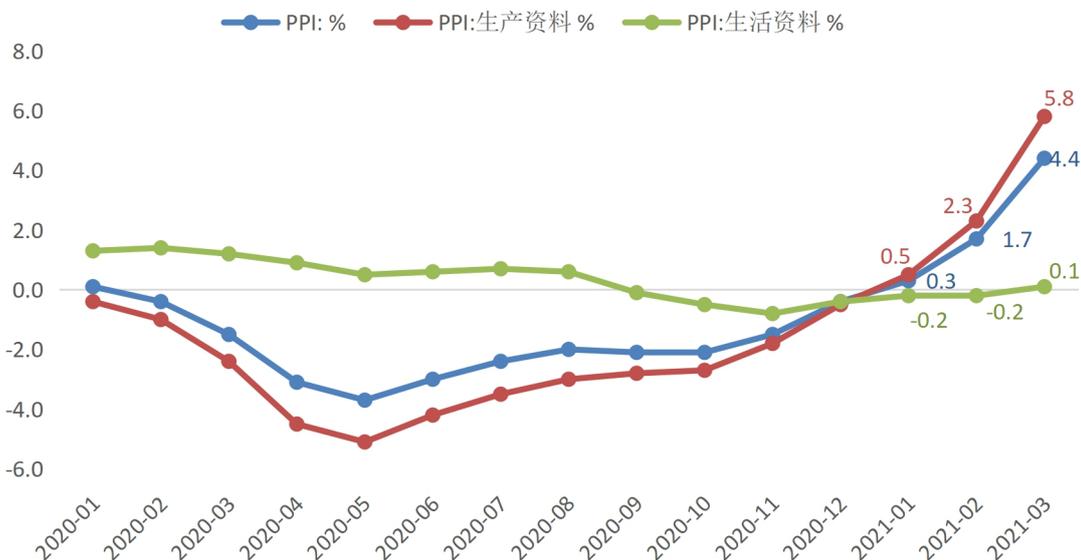
值得注意的是，扣除波动较大的食品和能源价格，3月核心CPI同比从上月的持平转为上涨0.3%。我们判断，这主要是受消费修复及PPI上涨带动——历史数据显示，核心CPI与PPI相关性较强），意味着其后期仍存在一定上涨空间。

最后，3月CPI同比上涨0.4%，去年价格变动的翘尾影响约为-0.6个百分点，比上月大幅收窄1.2个百分点，新涨价影响约为1.0个百分点。这表明年初以来的新增物价上涨动力较强，4月开始翘尾因素将由负转正，短期内将成为助推CPI同比上行的一个重要因素。

二、在新涨价动能增强和翘尾抬升共同作用下，3月PPI同比涨幅陡峭上行，背后的主要原因是大宗商品价格前期快速上涨，以及国内需求侧景气上扬对工业品价格形成有力支撑。从结构来看，由于中上游涨价正逐步向下游传导，叠加终端消费需求回暖，3月生活资料PPI同比小幅转正，但下游涨价动能仍明显不及中上游，生活资料与生产资料PPI涨幅之间的剪刀差进一步扩大。

3月PPI环比、同比涨幅均明显扩大。当月PPI环比上涨1.6%，涨幅较前值加快0.8个百分点，边际涨价动能明显增强。同时，由于上年同期基数大幅走低，PPI翘尾因素从上月的0.08%提高至1.09%。由此，在新涨价动能增强和翘尾抬升共同作用下，3月PPI同比涨幅加快至4.4%，大幅高于前值1.7%，亦超出市场普遍预期。

图4 PPI增速：当月同比 %

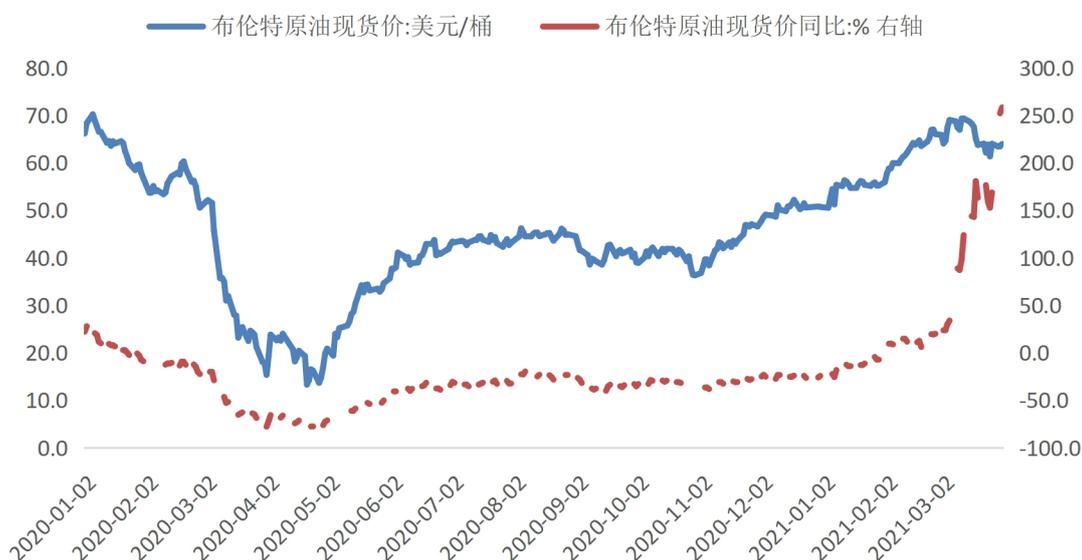


数据来源：WIND

3月PPI同比涨幅陡峭上行，主要受大宗商品价格前期快速上涨、上年同期价格基数显著走低带动，国内需求侧景气上扬亦对工业品价格形成有力支撑。

3月以来，需求改善预期逐步消化，加之再通胀交易下，前期很多大宗商品价格已飙升至关键阻力位，以及欧洲第三波疫情来袭扰动需求前景，当月国际大宗商品价格上涨动力趋缓。以代表性的国际原油价格为例，供需两侧短期扰动因素增多导致3月油价波动加大，整体走势下行；但中期看涨的基本面并未逆转，限制油价跌幅，当月布伦特原油现货价在60-70美元/桶区间范围内波动，月均值环比仍保持上涨，涨幅约为5.5%。而因去年3月国际油价暴跌，当月布伦特原油现货价月均值同比上涨105.8%，涨幅大幅高于前值12.2%。另外，考虑到运输时滞和国内油价滞后调整等因素，国际大宗商品价格上涨对国内PPI的传导存在一定滞后性。因此，3月国内PPI新涨价动能增强在很大程度上反映了前期国际大宗商品价格上涨的影响。

图5 国际油价走势



数据来源：WIND

从国内来看，3月节后开工加快，工业生产延续强势，投资明显恢复，建筑业景气上扬，需求侧对工业品价格形成有力支撑。此外，外围商品价格上涨及国内环保强化等因素也对钢材、铜等工业品价格产生较强提振，3月国内工业品价格整体上高于2月。最后，去年同期PPI价格基数走低，也助推高当月同比涨幅走阔。

图6 国内工业品价格走势



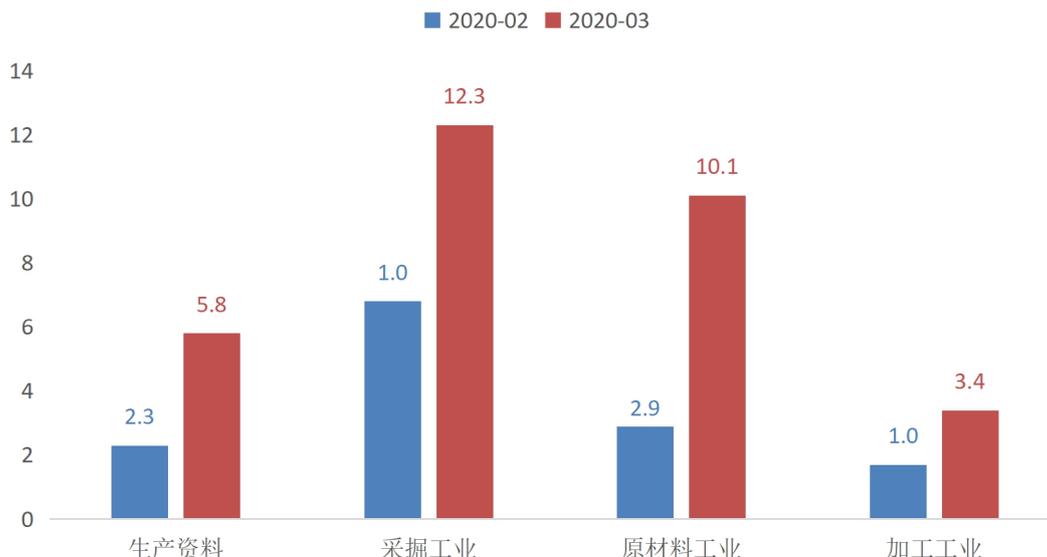
数据来源: WIND

中上游涨价正逐步向下游传导，叠加终端消费需求回暖，3月生活资料PPI同比小幅转正，但下游涨价动能仍明显不及中上游，生活资料与生产资料PPI涨幅之间的剪刀差进一步扩大。

3月生产资料和生活资料PPI涨幅之间的剪刀差进一步扩大。当月生产资料PPI环比涨幅加快至2.0%（前值1.1%），同比涨幅达到5.8%，较前值加快3.5个百分点；生活资料PPI环比恢复上涨，但涨幅仅为0.2%（前值0.0%），同比涨幅加快至0.1%（前值-0.2%），为去年9月以来首度转正。3月生活资料PPI涨势亦有所加快，反映前期中上游涨价正在通过成本压力向下游传导，同时终端消费回暖也从需求端对下游涨价形成配合。但目前来看，下游涨价动能仍明显不及中上游，这也与当前核心CPI仍处偏低状态相一致，折射出终端消费需求仍然相对不足。

在生产资料各分项中，3月采掘工业、原材料工业和加工工业PPI环比均有所上涨。在大宗商品价格上涨动能趋缓，以及前期上游涨价逐步向中下游传导影响下，当月采掘工业PPI环比涨势减弱，原材料工业和加工工业PPI环比涨势增强，且中游原材料工业涨价动能最强。从同比来看，价格环比上涨叠加去年同期基数走低，3月各分项PPI同比涨幅均有所加快。其中，采掘工业和原材料工业PPI同比涨幅大幅上扬至12.3%和10.1%，分别较上月加快5.5和7.2个百分点，但加工工业PPI面临的低基数效应相对不太明显，当月同比涨幅仅较上月加快1.7个百分点至3.4%。

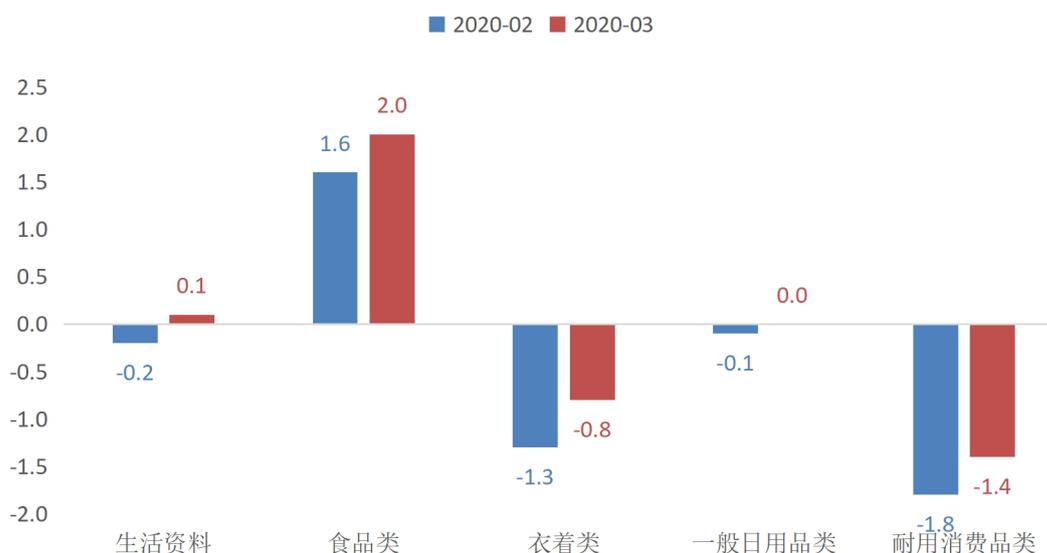
图7 生产资料各项PPI同比增速 %



数据来源：WIND

从生活资料来看，主因终端消费需求修复、特别是服务消费回暖，以及成本上涨引发的价格调整，3月可选消费品价格重拾上行动力，衣着和耐用消费品PPI环比均上涨0.3%，涨幅高于上月的0.0%和-0.2%。当月必需品，包括食品和一般日用品PPI环比涨幅则与上月持平，符合季节性规律。同比来看，去年同期疫情爆发对生活资料价格冲击较小，并未给今年价格上涨提供明显的低基数效应，因此，3月生活资料各分项PPI同比涨幅虽有不同程度改善，但改善幅度不大，其中，衣着和耐用消费品PPI同比仍未摆脱负向区间。

图8 生活资料各项PPI同比增速 %



数据来源：WIND

三、展望4月，PPI同比还将进一步冲高，CPI涨幅也会扩大。接下来宏观政策有可能向稳物价方向微调。历史数据显示，PPI与10年期国债收益率存在较强相关性，预计未来

一段时间市场利率易上难下。

展望4月，伴随PPI上涨向CPI传导，以及上年价格基数明显走低，CPI同比涨幅有望扩大至1.2%左右。接下来需要重点关注在消费恢复助推下，CPI同比可能出现的较快上升势头——预计今年6月CPI同比有望升至3.0%左右，进而达到今年政府工作报告确定的控制目标上限附近。这有可能带来宏观政策向稳物价方向微调。

PPI方面，尽管3月中下旬以来欧洲疫情反复冲击需求前景，避险情绪升温拖累油价回落，但复苏环境下，疫苗推广和拜登政府刺激计划的利好仍未充分释放，我们判断后续油价不会持续性走跌，中期来看仍有上涨空间。去年3-4月国际油价经历一轮快速下跌，这也意味着今年4月油价同比涨幅仍将受到低基数的强力拉动。同时，当前国内工业生产和建筑业活动仍保持较高景气，随着专项债发行开闸、基建投资有望提速，加之短期内房地产投资仍将保持韧性，国内工业品价格仍将受到需求侧的有力支撑。另外值得一提的是，前期上游涨价已经开始通过成本压力向中下游传导，目前中游涨价动能强劲，后续随着消费需求改善，下游行业PPI涨势预计将逐渐显现。由此，预计4月PPI环比将延续上涨，但随着国际大宗商品价格环比涨势最强的时期过去，国内PPI环比涨幅也将趋缓，但在翘尾进一步抬升带动下，4月PPI同比涨幅将延续上行，预计将录得5.0%以上。

最后，3月CPI同比转正，PPI上涨幅度大幅超过市场预期，显示短期内物价上升压力加剧。其中，主要受国际大宗商品价格上涨向国内传导影响，3月PPI同比4.4%的上涨幅度尤为引人关注。我们预计，5至6月，PPI涨幅有可能冲高至6%左右。可以看到，近期国常会、金融委会议均提及要做好稳物价工作。这一方面要求加强国内商品供给，平衡供需；另一方面，就是要控制货币投放，稳定市场通胀预期。由此，我们预计未来一段时间货币政策操作将边际趋紧，市场利率易上难下。不过，考虑到接下来央行货币政策还会坚持“稳”字当头，加之当前主要市场利率均已升至政策利率附近，我们预计短期内资金面大幅收紧的可能性也不大。

图9 历史数据显示，PPI与市场利率之间存在较强的相关性

%

%



数据来源: WIND