



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

湘证监机构字[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。

本轮通胀上行特征主要体现为供给冲击及输入性压力，而去年上半年的低基数效应也加快了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，下游生活资料和核心通胀仍然偏弱，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。

1. 翘尾因素拖累减弱下CPI同比转正，油价上涨的提振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个季度的前瞻指标，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。

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。

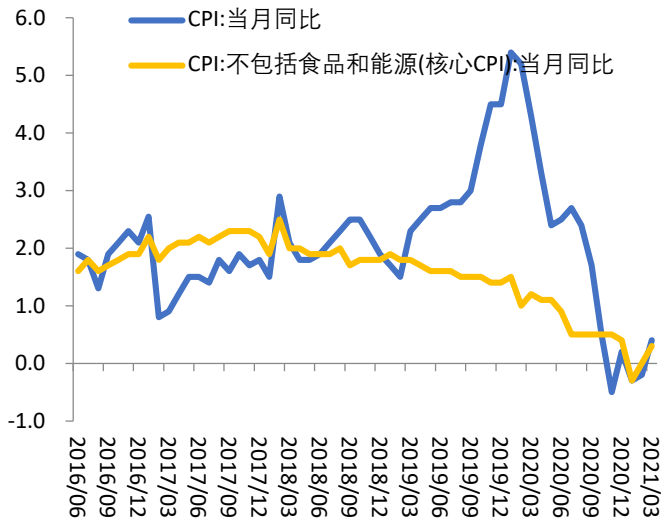
一、核心 CPI 小幅回升，终端需求仍在低位修复

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，叠加近期猪瘟局部反复强化养殖户出栏意愿，猪肉价格持续回落，生猪存栏增速仍在上行，未来在生猪产能和供给的良好恢复下，猪肉价格仍处于下行区间。

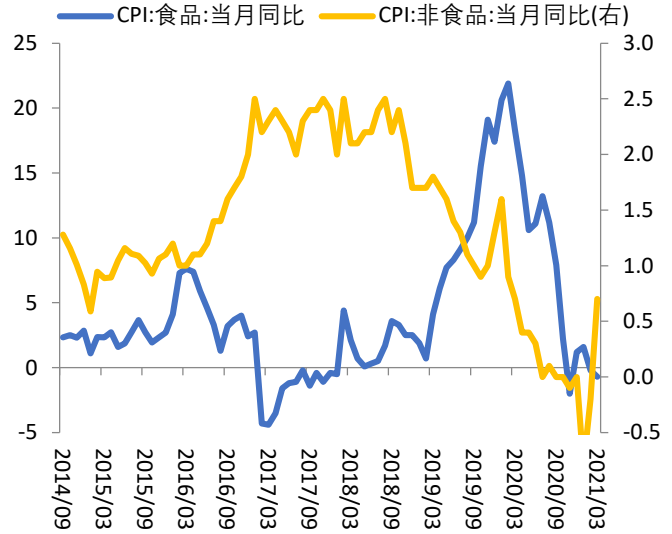
油价上涨带动非食品价格回升，服务价格整体依然偏弱。3 月 CPI 非食品同比 0.7%，较上月回升 0.9 个百分点。受原油价格上涨的影响，汽油和柴油大幅上涨拉动工业消费品价格近一年来同比首次上涨，交通和通信分项环比涨幅大幅超出季节性表现，是拉动非食品价格的主要分项。居住、衣着等分项增速小幅回升，反映终端需求仍在积极恢复，但服务价格整体依然偏弱，CPI 通胀特征不强。

图 1: 核心 CPI 仍处于历史低位 (%)



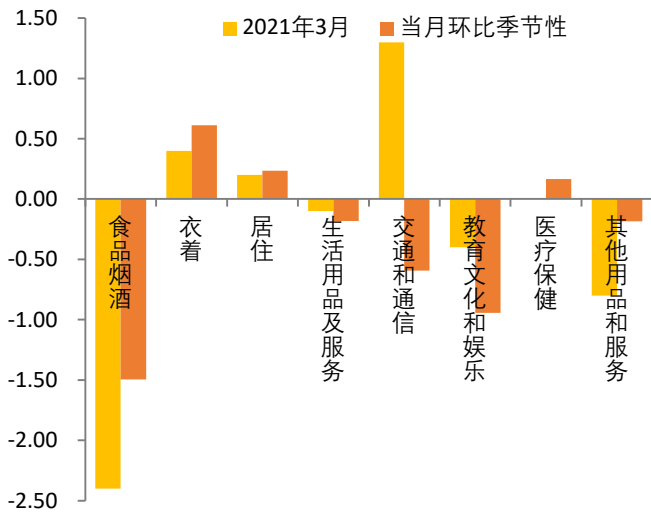
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



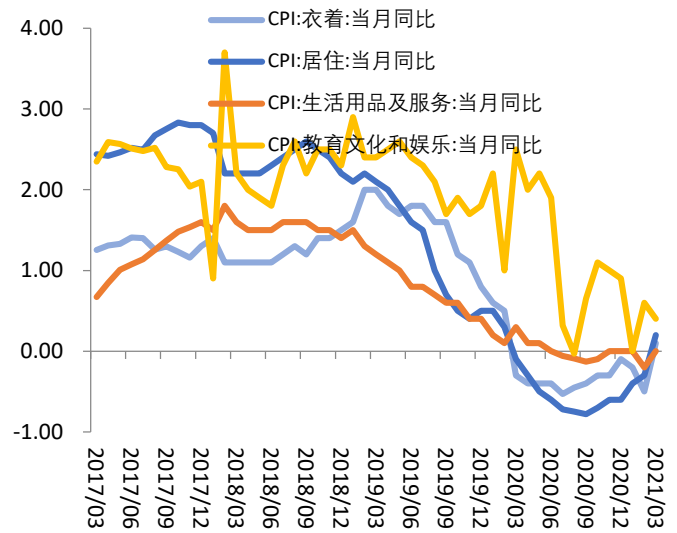
资料来源: Wind, 优财研究院

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 (%)



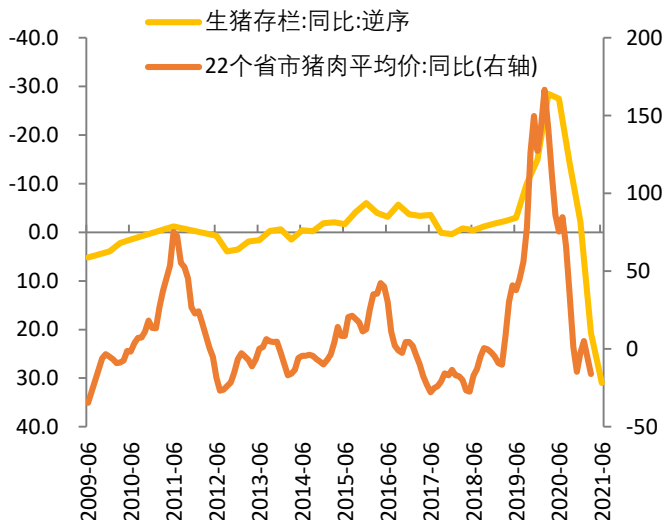
资料来源: Wind, 优财研究院

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

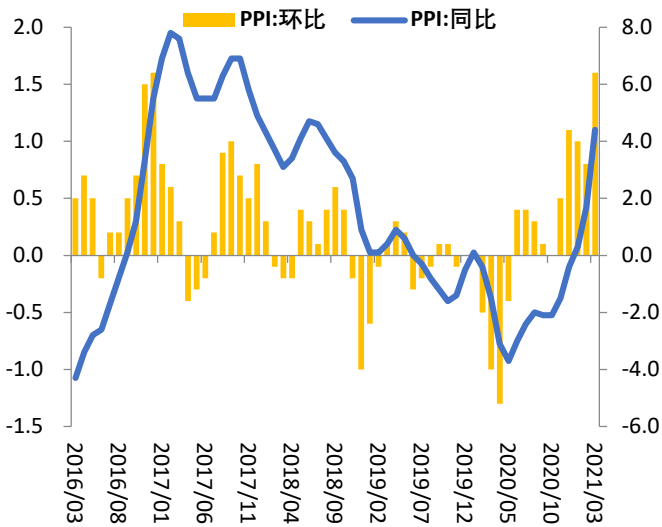
PPI 环比涨幅进一步扩大, 工业品涨价仍然集中于上游价格, 5 个上游行业贡献环比涨幅的 8 成, 通胀特征体现为供给冲击及输入性压力。基数效应叠加中国节后复工以及美国财政刺激落地, 3 月 PPI 环比涨幅进一步扩大, 环比 1.6%, 同比增速也大幅走高至 4.4%。当月石油开采、燃料加工、化学原料、黑色与有色加工这 5 个行业合计拉动 PPI 环比上涨 1.27 个百分点, 占总涨幅八成, 分别受到原油、铁矿石、铜铝矿等国际大宗商品提价的影响, 通胀特征体现为供给冲击及输入性压力。

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 个季度的前瞻指标, 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

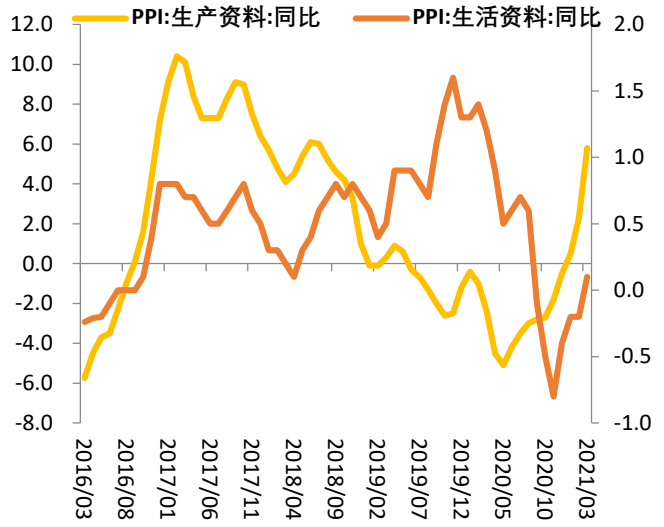
荡偏强，而随着下半年全球供给的恢复，环比放缓叠加基数抬升，PPI 同比或将震荡走弱。由于去年 4-5 月海外疫情冲击下大宗商品大幅下跌的低基数效应，4 月原油、螺纹钢同比增速大概率仍将创新高，PPI 同比高点或在 5 月形成。

图 7: PPI 同环比涨幅均扩大 (%)



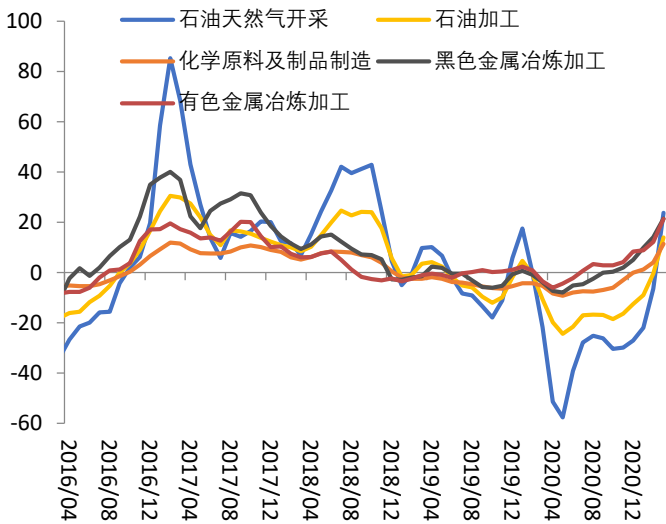
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 生产资料较强, 生活资料依然偏弱 (%)



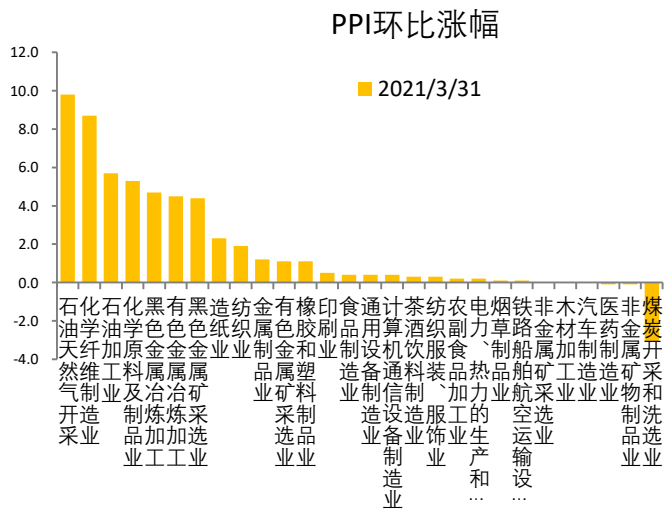
资料来源: Wind, 优财研究院

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 (%)



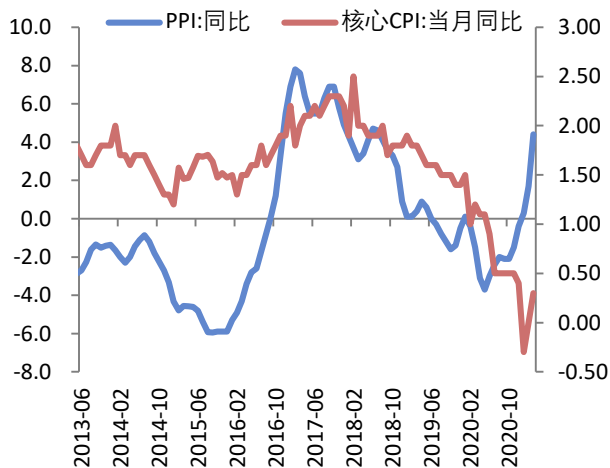
资料来源: Wind, 优财研究院

三、 通胀并非核心矛盾

本轮通胀上行特征主要体现为供给冲击及输入性压力，而去年上半年的低基数效应也加快了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，下游生活资料和核心通胀仍然偏弱，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。比起商品价格的回升，央行更关心由劳动力成本上升引发的可持续通胀，但当前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

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。