

3月通胀点评

国际大宗商品和国内疫情推动通胀超预期

3月通胀超出市场预期；核心CPI同比增速与2月持平，但基数效应影响下，食品对CPI的拖累明显下降，工业消费品的影响继续加大，受疫情影响，服务价格涨幅回落；PPI回落速度慢于预期，生产资料价格维持在较高水平，挤压生产端利润，生活资料中的非耐用消费品受疫情影响，价格明显强于历史同期平均水平，需要关注生活资料价格上涨向CPI的传导。

- 3月CPI环比持平，同比增长1.5%，核心CPI同比增长1.1%，与2月持平，服务价格同比上升1.1%，消费品价格同比上升1.7%。从同比看，食品价格下降1.5%，影响CPI下降约0.28个百分点，非食品价格上涨2.2%，影响CPI上涨约1.77个百分点，其中工业消费品价格同比上涨3.5%，涨幅比上月扩大0.4个百分点，服务价格同比上涨1.1%，涨幅比上月回落0.1个百分点。
- 3月CPI同比增速小幅超预期。3月CPI同比增速基数效应消失，同比增速回升在市场预期当中，但增幅小幅超出市场预期，我们认为主要原因有两个：一是食品项目中部分产品受到国际农产品价格上涨和国内疫情影响，环比涨幅超预期，如粮、油、菜、蛋等；二是工业品价格上涨对CPI的影响加大，特别是能源价格对汽油、柴油、液化石油气价格的影响较2月进一步扩大。考虑到4月国内疫情影响依然存在，以及国际油价和农产品价格仍在较高水平波动，不排除CPI同比增速进一步上行。
- 3月PPI环比上升1.1%，同比增长8.3%，PPIRM同比增长10.7%。3月份，地缘政治等因素推动国际大宗商品价格持续上行，带动国内石油、有色金属等相关行业价格继续上涨，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业合计影响PPI环比上涨约0.77个百分点，占总涨幅的七成。
- PPI数据中的两个方面影响。3月PPI生产资料价格超预期主要源于国际大宗商品价格进一步上行，但生活资料中食品和一般日用品价格环比也超出历史同期平均水平，主要是受到疫情影响。从生产端看，国际大宗商品价格供求格局变化或支撑工业品价格维持在较高水平，从成本端持续压制工业企业盈利，从消费端看，疫情影响下非耐用消费品需求上升，可能加速生活资料价格向CPI传导。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

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

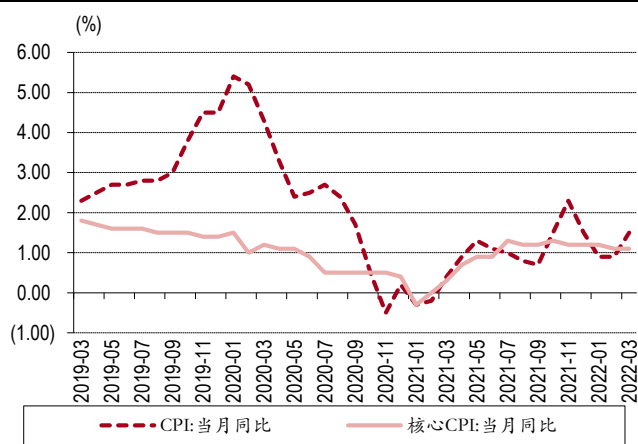
3月CPI环比增速较2月回落，同比增速上升。3月CPI环比持平，增速较2月回落0.6个百分点。从分项看，3月环比增速较高的是交通通信（1.6%）和其他用品和服务（1.0%），环比增速下降的是食品烟酒（-0.9%）和教育文化娱乐（-0.3%）；3月分项中较2月环比增速上升较多的是其他用品和服务以及衣着，环比增速下降的是食品烟酒和教育文化娱乐。3月CPI同比增长1.5%，较2月上升0.6个百分点，核心CPI同比增长1.1%，与2月持平，服务价格同比上升1.1%，较2月下降0.1个百分点，消费品价格同比上升1.7%，较2月同比增速上升1个百分点。从分项看，3月同比增速较高的还是交通通信（5.8%），其次是教育文化娱乐（2.6%）和其他用品和服务（2.1%），食品烟酒价格同比下降0.3%，同比增速较2月上升1.5个百分点，同比增速较2月上升较多的是食品烟酒和其他用品和服务，较2月同比增速下降的是居住。据测算，在3月份1.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.4个百分点，新涨价影响约为1.1个百分点。

食品价格对CPI同比增速的拖累明显下降。从环比看，3月食品价格由上月上涨1.4%转为下降1.2%，影响CPI下降约0.22个百分点；从同比看，食品价格下降1.5%，降幅比上月收窄2.4个百分点，影响CPI下降约0.28个百分点。3月国内多点散发疫情和国际大宗商品价格上涨对消费品价格造成明显扰动：受节后消费需求回落及供给充足等因素影响，猪肉、鸡肉、鸭肉、牛肉、羊肉、水产品 and 鲜果价格环比下降；受国际小麦、玉米和大豆等价格上涨及国内疫情影响，面粉、食用植物油、鲜菜和鸡蛋价格环比上涨；鲜菜价格同比大幅上涨，面粉同比涨幅有所扩大。

服务价格回升趋势受疫情影响。从环比看，3月非食品价格上涨0.3%，涨幅比上月回落0.1个百分点，影响CPI上涨约0.25个百分点；从同比看，非食品价格上涨2.2%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，影响CPI上涨约1.77个百分点。非食品中，能源价格上涨带动工业消费品价格环比涨幅有所扩大，其中汽油、柴油和液化石油气价格影响CPI环比上涨约0.29个百分点，扣除能源的工业消费品价格环比上涨0.3%；工业消费品价格同比上涨3.5%，涨幅比上月扩大0.4个百分点；服务价格环比由上月持平转为下降0.2%，同比上涨1.1%，涨幅比上月回落0.1个百分点。

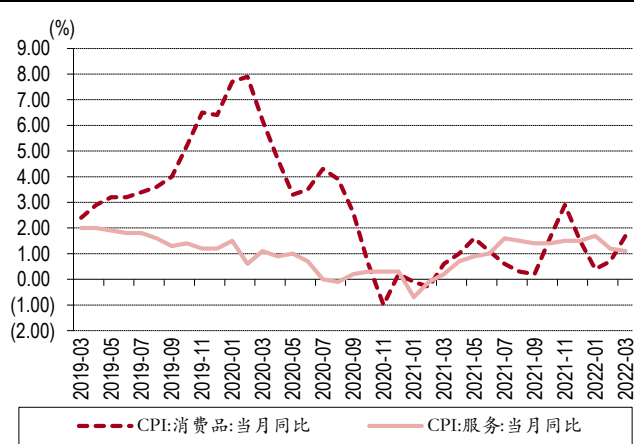
3月CPI同比增速小幅超预期。3月CPI同比增速基数效应消失，同比增速回升在市场预期当中，但增幅小幅超出市场预期，我们认为主要原因有两个：一是食品项目中部分产品受到国际农产品价格上涨和国内疫情影响，环比涨幅超预期，如粮、油、菜、蛋等；二是工业品价格上涨对CPI的影响加大，特别是能源价格对汽油、柴油、液化石油气价格的影响较2月进一步扩大。考虑到4月国内疫情影响依然存在，以及国际油价和农产品价格仍在较高水平波动，不排除CPI同比增速进一步上行。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



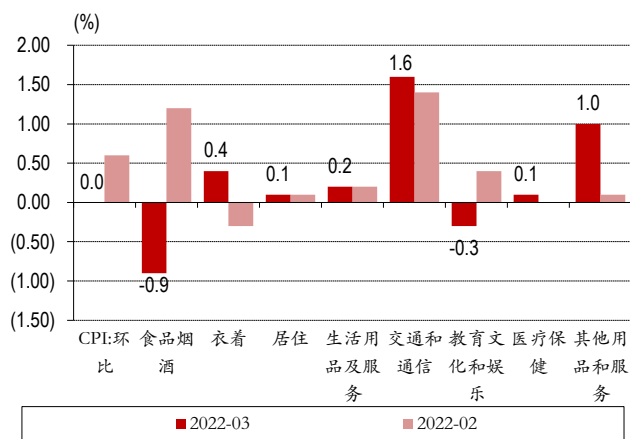
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



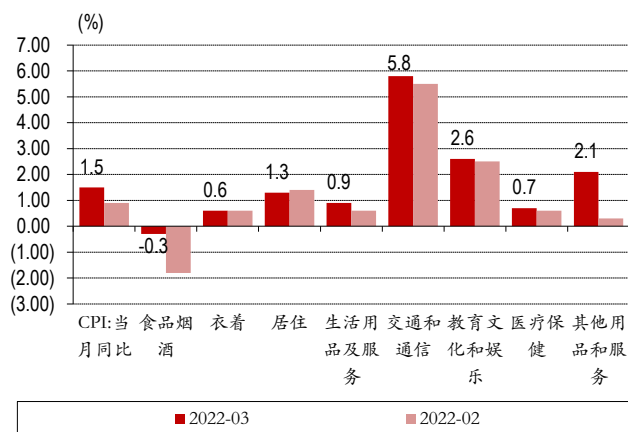
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



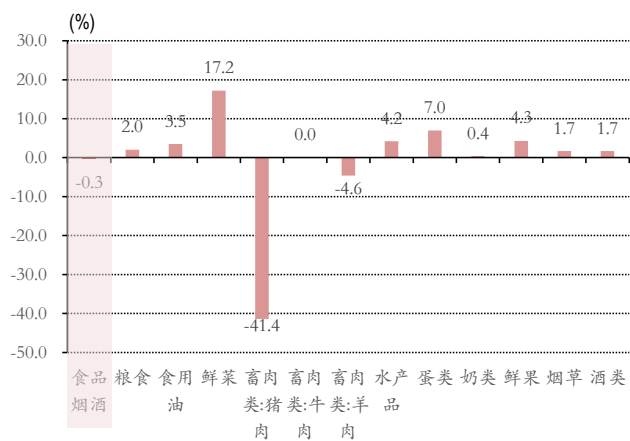
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



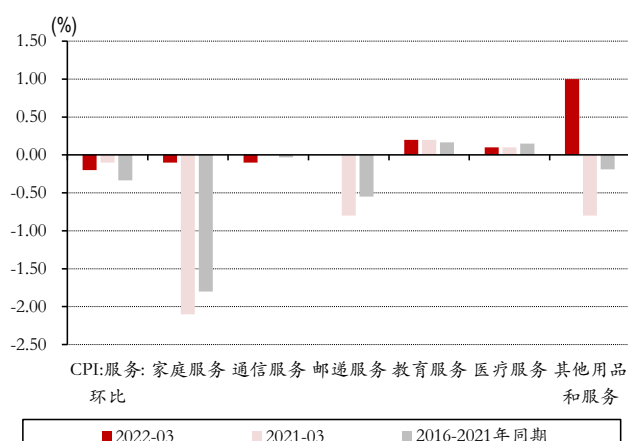
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 食品价格同比增速整体回落



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 服务价格回升趋势可能受疫情影响



资料来源：万得，中银证券

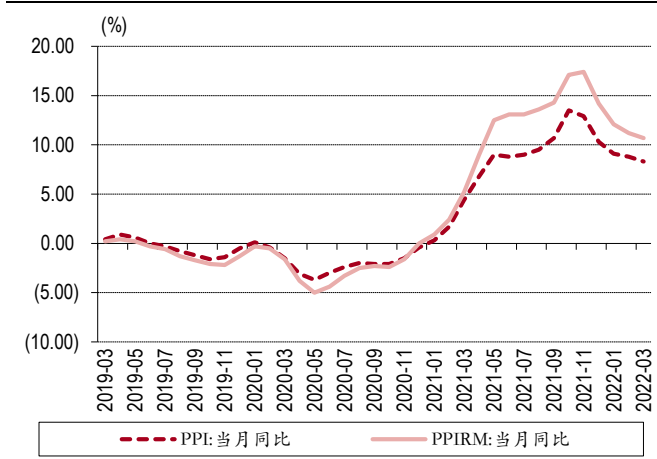
PPI

PPI 同比增速继续回落，但依然较市场预期表现强劲。3月 PPI 环比上升 1.1%，其中生产资料环比上升 1.4%，生活资料环比上升 0.2%。3月 PPI 同比增长 8.3%，较 2 月下降 0.5 个百分点，其中生产资料同比增长 10.7%，较 2 月下降 0.7 个百分点，生活资料同比增长 0.9%，与 2 月持平。PPIRM 同比增长 10.7%，较 2 月下降 0.5 个百分点，从构成来看，3 月同比增速较高的产品分别是燃料动力（30.9%）、有色金属（15.6%）、化工原料（13.3%），同比增速较 2 月下降较多的是化工原料（下降 3.5 个百分点）、有色金属（下降 1.9 个百分点）、黑色金属（下降 1.8 个百分点）、木材及纸浆（下降 1.7 个百分点）和纺织原料（下降 1.1 个百分点），但燃料动力类价格较 2 月上升 3.3 个百分点，农副产品类价格上升 0.3 个百分点。据测算，在 3 月份 8.3% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 6.8 个百分点，新涨价影响约为 1.5 个百分点。

国际大宗商品价格上涨影响依然较大。3 月生产资料价格中，采掘业环比上升 4.8%，原材料业环比上升 2.9%，加工业环比上升 0.4%。3 月份，地缘政治等因素推动国际大宗商品价格持续上行，带动国内石油、有色金属等相关行业价格继续上涨，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业合计影响 PPI 环比上涨约 0.77 个百分点，占总涨幅的七成。调查的 40 个工业行业大类中，价格同比上涨的有 37 个，比上月增加 1 个。

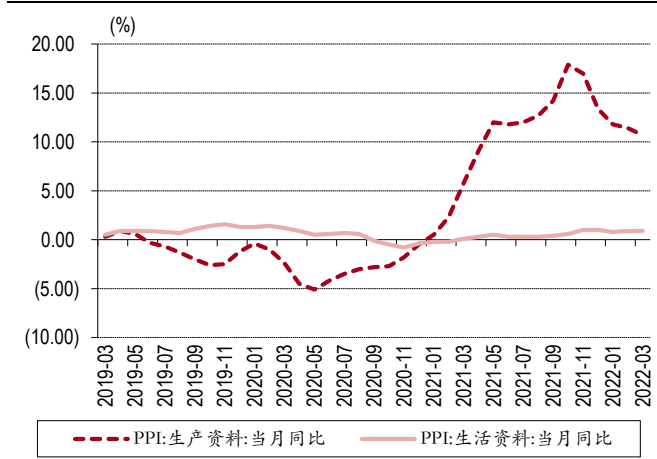
PPI 数据中的两个方面影响。3 月 PPI 生产资料价格超预期主要源于国际大宗商品价格进一步上行，但生活资料中食品和一般日用品价格环比也超出历史同期平均水平，主要是受到疫情影响。从生产端看，国际大宗商品价格供求格局变化或支撑工业品价格维持在较高水平，从成本端持续压制工业企业盈利，从消费端看，疫情影响下非耐用消费品需求上升，可能加速生活资料价格向 CPI 传导。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



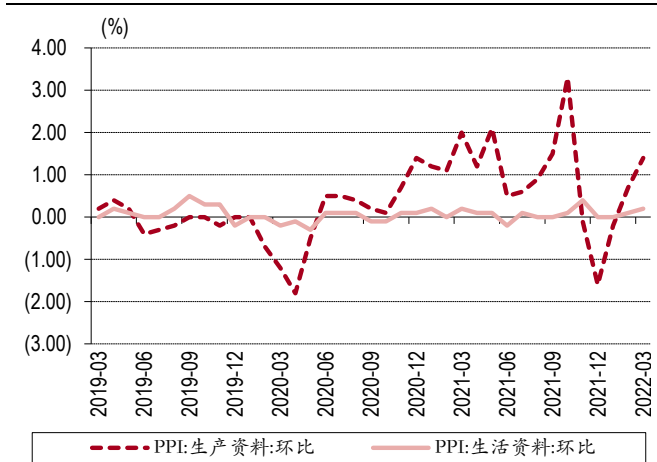
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



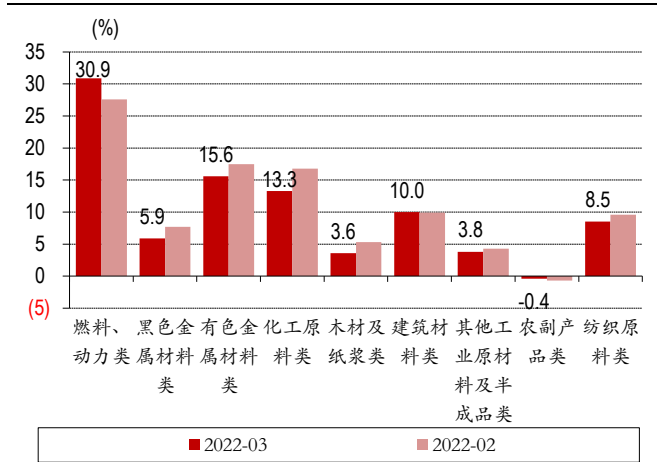
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



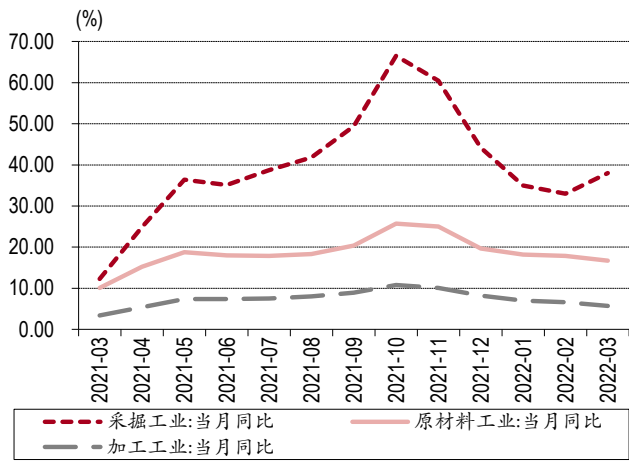
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



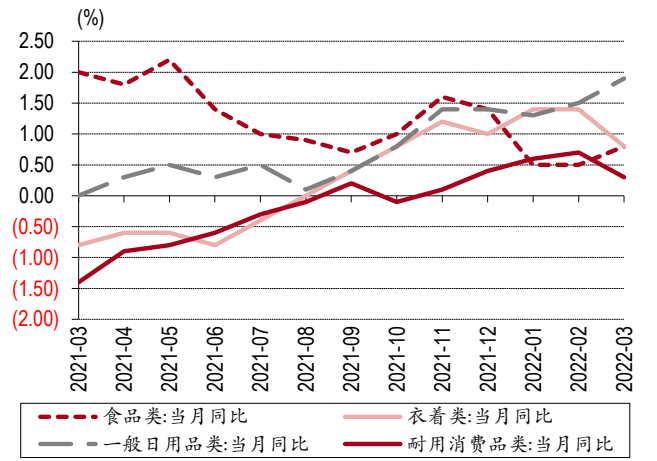
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比稳定回落



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比增速分化



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀上行过快; 流动性回流美债; 全球新冠疫情影响扩大。

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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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士，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