

商品通缩，服务通胀

——3月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

猪油共振向下，出行持续修复。3月CPI同比涨幅低于市场预期，主要受商品通缩的拖累。环比而言本月CPI降幅则有所收窄，服务消费价格的上行为重要贡献。具体而言，商品类对通胀上行的拖累主要来自以下几点：**第一，猪价续降，鲜菜价跌。**一方面，3月天气回暖带动鲜菜市场供应量增加，削弱其价格的上涨动能，加上去年同期基数偏高，本月鲜菜价格同比及环比降幅扩大。另一方面，本月猪肉供给相对充裕且市场需求有所回落，猪价环比下降。**第二，油价走弱，车价下降。**3月居住及交通通信两类分项同比增速回落相对明显，或受油价下跌及车价下降的影响。一则本月国际原油价格下跌影响国内能源价格，二则3月多家车企参与价格战，汽车价格有所走低。**与商品通缩表现不同，本月服务类消费价格呈上行之势。**服务价格及核心CPI同比涨幅均有所扩大，机票、住宿等出行链相关消费价格也有所走高。

高基数叠加油价下跌，PPI同比低于预期。3月PPI环比持平，同比降幅较上月扩大1.1个百分点且超出市场预期，**油价下行及高基数为主要原因。**受3月国际油价下行的输入性影响及去年同期基数走高的影响，石油、有色金属相关行业PPI同比及环比均有所下行。此外基建等重点项目施工需求仍旺，钢材、水泥等行业价格有所上涨。

年内通胀难以成为主要矛盾。3月猪油共振向下及高基数共同压制商品价格回升，而出行需求回暖则支撑服务价格上行，形成商品通缩、服务通胀的分化。**未来通胀或有一定回升，其动力一是来自国内经济活动持续修复下商品需求的扩张，二是近期原油超预期减产致油价走高，这带来一定输入性通胀压力。但CPI或较难突破3%的警戒线。其一，近期猪肉供给较为充足，猪价或仍偏弱运行。**能繁母猪存栏量这一指标自去年5月至12月均环比正增，于今年1月才环比转负，结合其拐点对于猪价近10个月的领先性来看，未来一段时间内猪肉供给强于需求的局面或将持续，猪价走势短期可能难现明显转变。**其二，国内就业市场相对宽松、服务较难形成全面通胀。**尽管本月服务消费价格有所上行，但主要集中于出行链相关。而考虑到目前我国就业市场仍偏宽松，失业率相对较高，基于通胀与失业率的负相关性，未来服务迎来全面性通胀的概率较低，这与海外就业市场紧张致薪资上行最终支撑通胀韧性的逻辑存在明显差异；PPI方面，鉴于上半年高基数效应仍存，

其同比修复斜率或相对较缓。综合而言，我们认为年内通胀可能并非国内主要矛盾，政策关注方向上，稳就业或仍优于稳物价。

风险提示： 1.国内疫情超预期。2.地缘政治风险。

目录

1. 数据	5
2. 猪油共振向下，出行持续修复	5
3. 高基数叠加油价下跌，PPI 同比低于预期	6
4. 年内通胀难以成为主要矛盾	7

图表目录

图表 1: CPI 同比涨幅低于市场预期.....	5
图表 2: 核心 CPI 同比涨幅反弹.....	6
图表 3: 服务价格环比回升.....	6
图表 4: PPI 环比持平，同比低于预期.....	7

1. 数据

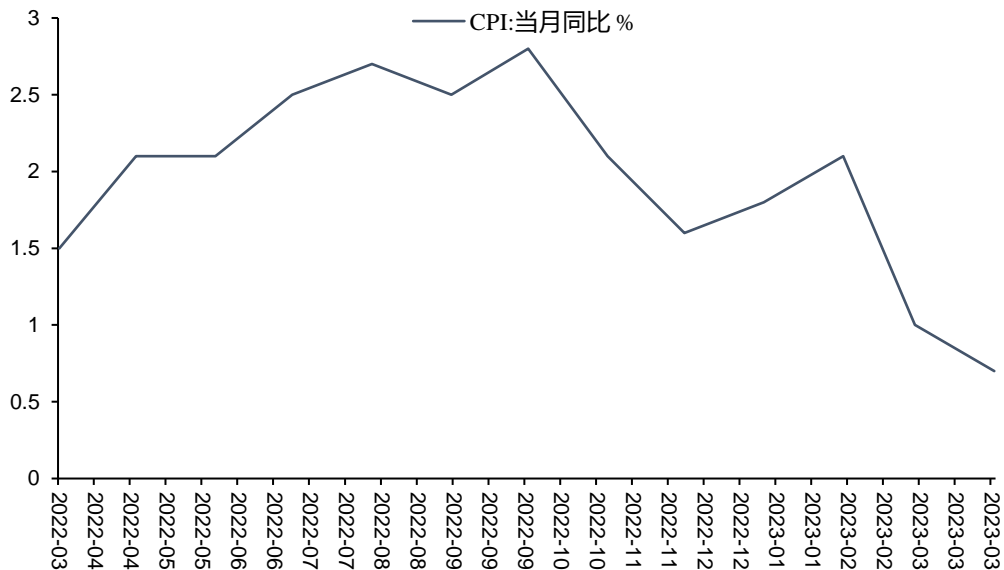
中国3月CPI同比上涨0.7%，市场预期（Wind）上涨1.0%，前值上涨1.0%。

中国3月PPI同比下降2.5%，市场预期下降2.3%，前值下降1.4%。

2. 猪油共振向下，出行持续修复

3月CPI同比涨幅相比上月收窄0.3个百分点至0.7%，自去年3月以来同比涨幅首次降至1%以下，低于市场预期，主要受商品通缩的拖累，食品价格同比涨幅回落，且能源、汽车价格下降。环比而言本月CPI降幅则有所收窄，服务消费价格的上行为重要贡献。出行需求持续回暖带动宾馆住宿及机票等服务消费价格走高。

图表1：CPI同比涨幅低于市场预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，商品类对通胀上行的拖累主要来自以下几点：

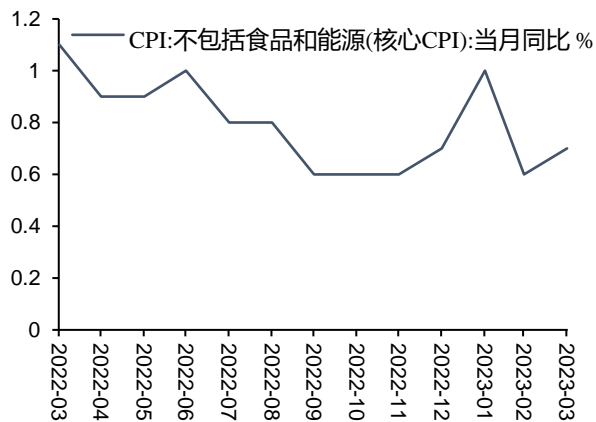
第一，猪价续降，鲜菜价跌。3月食品同比涨幅较上月回落0.2个百分点，影响CPI上涨由0.48个百分点降至0.43个百分点。其中鲜菜及猪肉价格边际回落明显，相应造成CPI环比下行。一方面，3月天气回暖带动鲜菜市场供应量增加，削弱其价格的上涨动能，加上去年同期基数偏高，本月鲜菜价格同比降幅扩大了7.3个百分点，环比而言则下降7.2%，降幅较前值扩大2.8个百分点，影响CPI环比下降近0.17个百分点，占总降幅比重超过60%。另一方面，本月猪肉供给相对充裕且市场需求有所回落，猪价环比下降4.2%，影响CPI下降约0.06个百分点。

第二，油价走弱，车价下降。3月非食品项同比涨幅回落了0.3个百分点，拉动CPI同比0.23个百分点（前值为0.5个百分点）。其中居住及交通通信两类分项同比增速回落相对明显，或受油价下跌及车价下降的影响。一则本月国际原油价格下跌影响国内能源价格，3月汽油和柴油同比分别下降6.6%、7.3%；二则3月多家车企参与价格战，汽车价格有所走低。本月燃油

小汽车价格同比降幅达 4.5 个百分点。上述因素相应拉低了居住和交通通信价格。3 月居住分项同比降幅扩大 0.2 个百分点至 0.3%，其细分类“水电燃料”当月同比由前值 0.7% 降至 -0.1%；而交通通信分项当月同比录得 -1.9%（前值 0.1%），“交通工具”及“交通工具使用燃料”降幅扩大均相对明显。

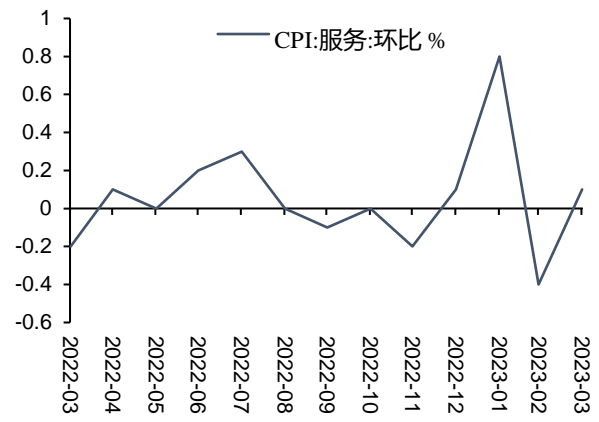
与商品通缩表现不同，本月服务类消费价格呈上行之势。数据方面，服务价格同比上涨 0.8%，较前值扩大 0.2 个百分点。核心 CPI 同比增速录得 0.7%（前值 0.6%），环比则由下降 0.2% 转为持平。根据国家统计局，本月出行链相关消费价格有所走高：机票、宾馆住宿、交通工具租赁及旅游价格各同比上涨 37.0%、6.1%、5.9%、5.3%，同比涨幅均出现扩张；相比上月宾馆住宿和机票价格也各自实现了 3.5% 和 2.9% 的环比涨幅。疫后出行需求的持续释放对相应行业的价格上行形成拉动。

图表 2：核心 CPI 同比涨幅反弹



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：服务价格环比回升



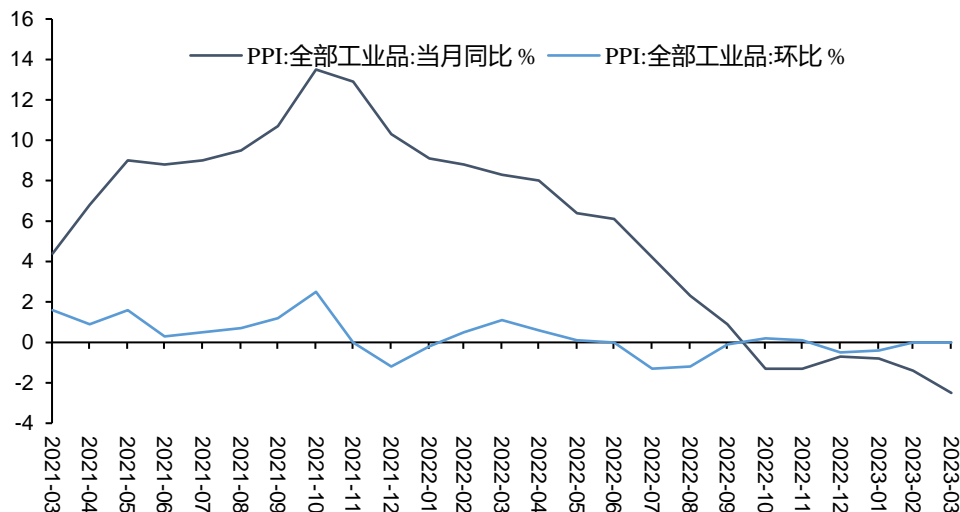
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 高基数叠加油价下跌，PPI 同比低于预期

3 月 PPI 环比持平，同比则下降 2.5%，其中翘尾影响约 -2.0 个百分点（前值为 -0.9 个百分点）。本月 PPI 同比降幅较上月扩大 1.1 个百分点且超出市场预期，**油价下行及高基数为主要原因**。

分类而言，本月生产资料同比降幅扩大，生活资料同比涨幅则有所收窄。前者同比下降 3.4%，较上月下降 1.4 个百分点，其中采掘工业、原材料工业及加工工业同比增速普遍回落；后者则录得 0.9% 的同比增速，涨幅回落 0.2 个百分点。**受 3 月国际油价下行的输入性影响及去年同期基数走高的影响，石油、有色金属相关行业 PPI 同比及环比均有所下行**。上游石油和天然气开采业价格同比下降 15.7%，降幅扩大 12.7 个百分点，环比则由 1.7% 的正增转为下降 0.9%。加工方面，石油煤炭及其他燃料加工业、有色金属冶炼及压延加工业同比分别为 -6.1%（前值为 1.7%）、-8.0%（前值 -5.3%），两者环比也均为负增。此外**基建等重点项目施工需求仍旺，钢材、水泥等行业价格有所上涨**。黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格环比涨幅达 1.3 个百分点。

图表 4: PPI 环比持平，同比低于预期



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

4. 年内通胀难以成为主要矛盾

3月猪油共振向下及高基数共同压制商品价格回升，而出行需求回暖则支撑服务价格上行，形成商品通缩、服务通胀的分化。未来通胀或有一定回升，其动力一是来自国内经济活动持续修复下商品需求的扩张，二是近期原油超预期减产致油价走高，这带来一定输入性通胀压力。但CPI或较难突破3%的警戒线。其一，近期猪肉供给较为充足，猪价或仍偏弱运行。能繁母猪存栏量这一指标自去年5月至12月均环比正增，于今年1月才环比转负，结合其拐点对于猪价近10个月的领先性来看，未来一段时间内猪肉供给强于需求的局面或将持续，猪价走势短期可能难现明显转变。其二，国内就业市场相对宽松、服务较难形成全面通胀。尽管本月服务消费价格有所上行，但主要集中于出行链相关。而考虑到目前我国就业市场仍偏宽松，失业率相对较高，基于通胀与失业率的负相关性，未来服务迎来全面性通胀的概率较低，这与海外就业市场紧张致薪资上行最终支撑通胀韧性的逻辑存在明显差异；PPI方面，鉴于上半年高基数效应仍存，其同比修复斜率或相对较缓。综合而言，我们认为年内通胀可能并非国内主要矛盾，政策关注方向上，稳就业或仍优于稳物价。

风险提示: 1.国内疫情超预期。2.地缘政治风险。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。