



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

短期物价高位态势难变

——2022年3月物价数据点评

日期: 2022年04月11日

分析师: 胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师: 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

《制造业旺季遭疫情打断，后续政策可期》

——2022年04月01日

《经济开门红，新模式新动力》

——2022年03月16日

《信用扩张放缓不改流动性宽松格局》

——2022年03月14日

■ 主要观点

短期物价高位态势难变

CPI 环比走平，并没有呈现季节性下跌，表明疫情供给冲击影响了物价运行固有态势。地缘政治因素导致工业消费品涨价持续，叠加疫情因素对食品的影响也有所体现，CPI 上涨加快，但核心 CPI 维持平稳。而 PPI 虽然延续回落趋势，但主要受到基数抬升的影响，环比再度上升，表明能源冲击下的影响扩大。尽管经济短期比较低迷，需求较弱，但受俄乌冲突带来的大宗普遍性上涨的影响，短期物价高位态势难变，通胀压力上升。

市场波动增加

在地缘态势和市场风险的双重压力影响下，资本市场短期继续或临波动增加态势。鉴于当前通胀形势，中国利率曲线下行态势也会暂时停顿甚至波动。中国资本市场先抑后扬中仍是抑的阶段，但抑的深度、长度或增加。

降准降息延后但不会缺席

国内经济面临疫情冲击，但物价难降，也将制约货币政策利率调整，加之海外利率的提升，降息降准或将延后，但不会缺席。一方面是疫情增加了稳增长的诉求，而今年货币政策的导向也是总量与结构并重。另一方面中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，要保持政策利率和货币增长的平稳，降准仍是未来不可或缺的选项。在货币内生体系下，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高，而降息才是有效的解决方式。降息降准总量政策可期，配合普惠+绿色结构性工具，推动企业融资成本稳中有降，助企纾困稳主体稳就业。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；货币政策超预期改变。

目 录

1 事件：3 月 CPI、PPI 数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业消费品涨价持续，核心 CPI 维稳	3
2.2 基数抬升，PPI 延续回落	5
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 短期物价高位态势难变	7
3.2 市场波动增加	8
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 降准降息延后但不会缺席	8
5 风险提示：	8

图

图 1：CPI 同比、环比 (%)	4
图 2：食物价格分项同比 (%)	5
图 3：非食物分项同比 (%)	5
图 4：PPI 同比、环比 (%)	6
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)	7
图 6：PPI 细项 (%)	7

表

表 1：3 月 CPI、PPI 同比数据 (%)	3
--------------------------------	---

1 事件：3月CPI、PPI数据公布

国家统计局数据显示，2022年3月份，全国居民消费价格同比上涨1.5%。其中，城市上涨1.6%，农村上涨1.2%；食品价格下降1.5%，非食品价格上涨2.2%；消费品价格上涨1.7%，服务价格上涨1.1%。1—3月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨1.1%。3月份，全国居民消费价格环比持平。其中，城市持平，农村持平；食品价格下降1.2%，非食品价格上涨0.3%；消费品价格上涨0.2%，服务价格下降0.2%。

2022年3月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨8.3%，环比上涨1.1%；工业生产者购进价格同比上涨10.7%，环比上涨1.3%。一季度，工业生产者出厂价格比去年同期上涨8.7%，工业生产者购进价格上涨11.3%

表 1：3月CPI、PPI同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	1.5	0.9	0.4
PPI 同比	8.3	8.8	4.4

资料来源：wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业消费品涨价持续，核心CPI维稳

地缘政治冲突引发的工业消费品涨价仍在持续，叠加国内疫情对于食品的影响也有所体现，但核心CPI仍然维持平稳。

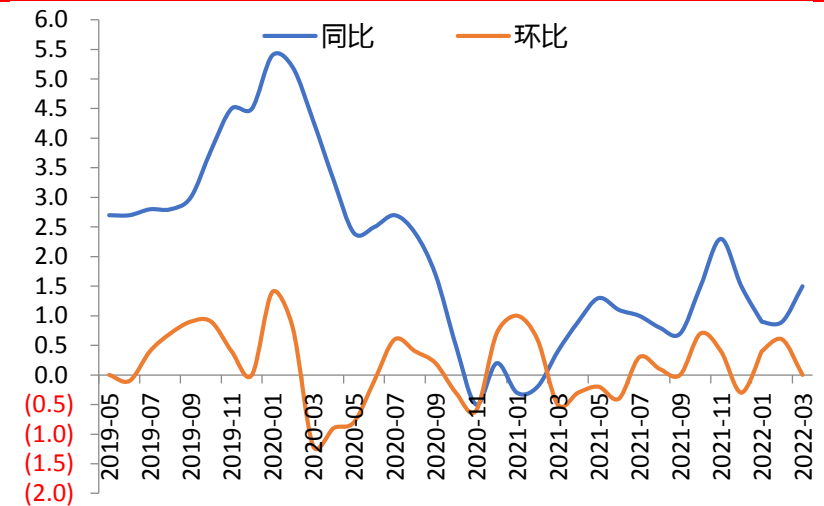
3月CPI环比由上涨转为持平，涨幅下降0.6个百分点。往年同期环比均表现为下跌，但本月环比的走平，表明疫情供给冲击影响了物价运行固有形态。带动CPI环比上涨的因素仍然是非食品类。非食品价格上涨0.3%，涨幅比上月回落0.1个百分点，影响CPI上涨约0.25个百分点。非食品中能源价格上涨带动相关工业消费品涨价仍在持续。仅汽油、柴油和液化石油气价格的上涨就影响CPI上涨约0.29个百分点，而服务类价格则受到疫情的影响继续下跌。食品价格整体由升转降，其中猪肉价格仍在下跌，拖累食品整体表现。但由于俄乌冲突导致的国际农产品价格涨价以及国内疫情影响，部分粮油、面粉以及鲜菜有不同程度的上涨，但整体涨幅有限。

CPI同比上涨1.5%，涨幅比上月扩大0.6个百分点。食品项

中，受猪肉价格的拖累，猪肉下降 41.4%，降幅收窄 1.1 个百分点，影响 CPI 下降约 0.83 个百分点；而鲜菜、面粉价格则出现由负转正或涨幅扩大。非食品中，工业消费品上涨 3.5%，涨幅继续扩大，主要受到能源价格涨价的影响，扣除能源的工业消费品价格仅上涨 0.7%；服务价格涨幅则略有回落。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅与 2 月相同，说明其余商品或服务价格仍相对平稳，需求相对稳定。

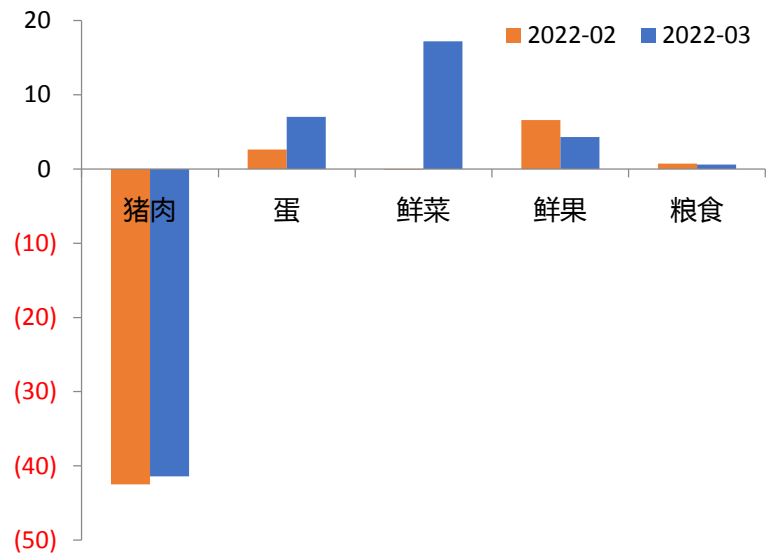
图 1: CPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

同比涨幅从各类商品及服务分类来看，猪肉同比降幅略有收窄，鸡蛋、鲜菜的涨幅则明显回升。食品中，畜肉类价格下降 24.8%，影响 CPI 下降约 0.99 个百分点，其中猪肉价格下降 41.4%，影响 CPI 下降约 0.83 个百分点；鲜菜价格上涨 17.2%，影响 CPI 上涨约 0.37 个百分点；蛋类价格上涨 7.0%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；鲜果价格上涨 4.3%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；水产品价格上涨 4.2%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；粮食价格上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点。

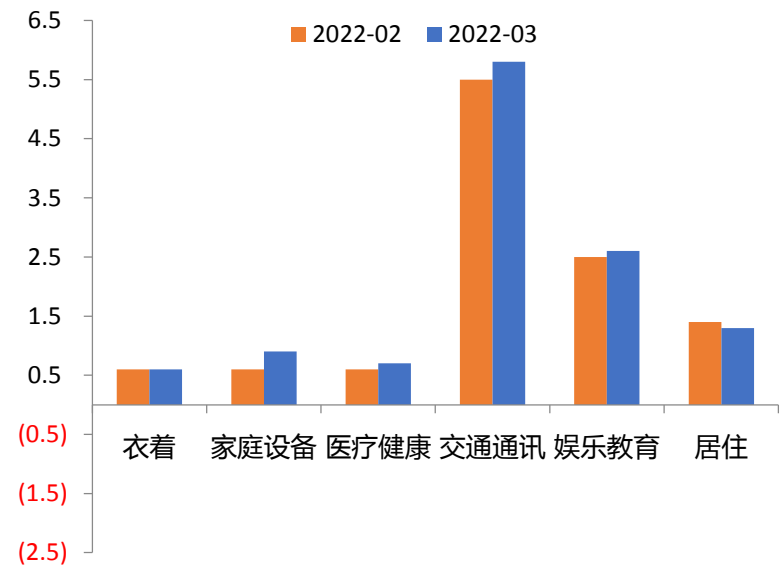
图 2：食物价格分项同比 (%)



资料来源：wind, 上海证券研究所

非食品中，交通通讯、医疗健康、家庭设备、娱乐教育涨幅有所扩大，其余则有所回落或持平。交通通讯中主要体现了燃料类价格的上涨。

图 3：非食物分项同比 (%)



资料来源：wind, 上海证券研究所

2.2 基数抬升，PPI 延续回落

PPI 同比虽延续回落趋势，但却受到了基数抬升的影响，环比则继续回升。

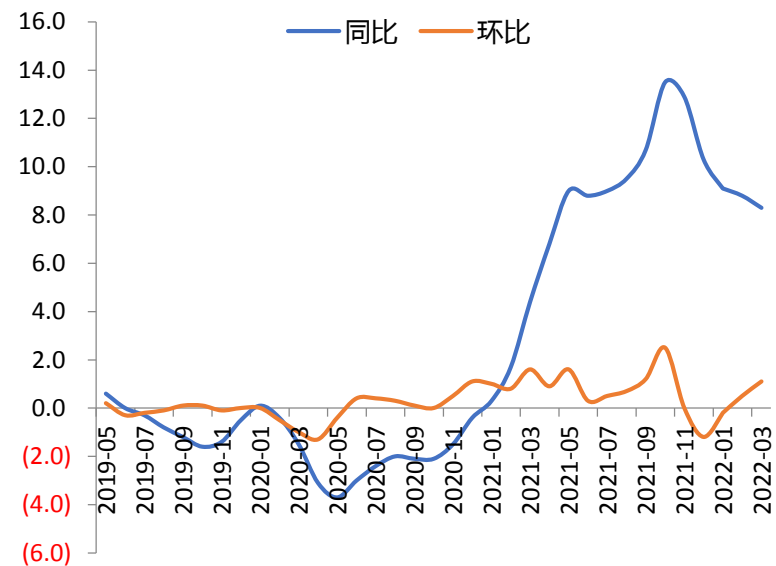
PPI 环比上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。其中生产

资料、生活资料价格均有所上涨，生产资料涨幅更大。俄乌冲突的持续发酵，国际大宗商品价格仍在上涨，带动国内相关工业品价格继续回升。其中石化、有色等行业价格涨幅，合计影响 PPI 上涨约 0.77 个百分点，占总涨幅的七成。另外煤炭、钢材等价格也有上涨，带动煤炭开采、黑色金属冶炼等行业也有不同程度上涨。

同比方面，PPI 上涨 8.3%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点，PPI 延续回落趋势，主要受到基数抬升的影响。其中生产资料涨幅继续回落，生活资料涨幅相同。受基数影响，部分环比上涨的行业，同比涨幅有所回落，如有色、黑色、化学等行业。而涨幅扩大的有的煤炭、石油以及电力行业。

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。

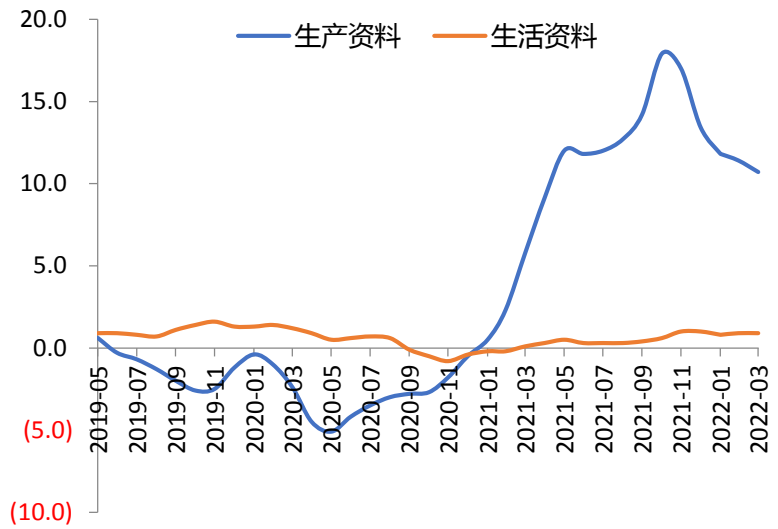
图 4: PPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速，生产资料价格上涨 8.7%，涨幅回落 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 8.08 个百分点。生活资料价格上涨 0.9%，涨幅不变，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.21 个百分点。

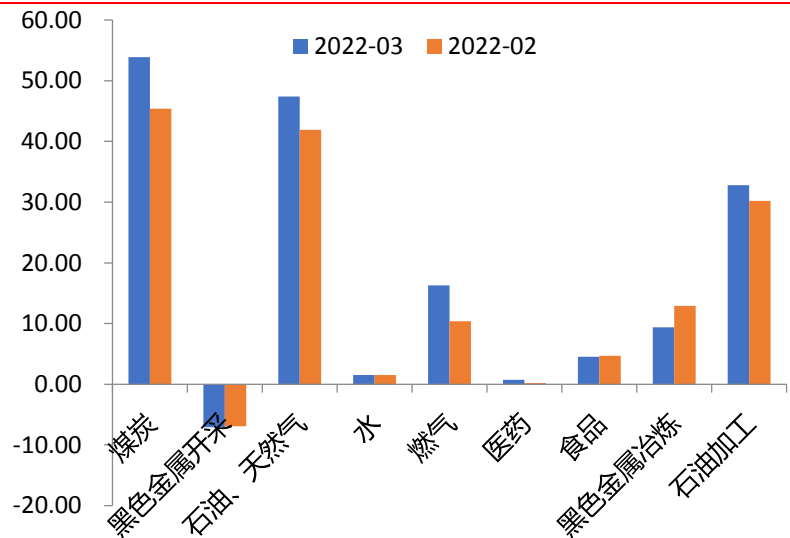
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)



资料来源：wind, 上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看，煤炭开采和洗选业价格同比上涨 53.9%，涨幅扩大 8.5 个百分点；黑色金属矿采选业下降 7.1%，降幅扩大 0.2 个百分点；石油和天然气开采业上涨 47.4%，涨幅扩大 5.5 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 32.8%，涨幅扩大 2.6 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 9.4%，涨幅收窄 3.5 个百分点。

图 6：PPI 细项 (%)



资料来源：wind, 上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 短期物价高位态势难变

本期价格表现均超出市场预期（CPI 为 1.5%，wind 预测中值为 1.3%；PPI 为 8.3%，wind 预测中值为 8.1%）。CPI 环比走平，并没有呈现季节性下跌，表明疫情供给冲击影响了物价运行固有态势。地缘政治因素导致工业消费品涨价持续，叠加疫情因素对食品的影响也有所体现，CPI 上涨加快，但核心 CPI 维持平稳。而 PPI 虽然延续回落趋势，但主要受到基数抬升的影响，环比再度上升，表明能源冲击下的影响扩大。尽管经济短期比较低迷，需求较弱，但受俄乌冲突带来的大宗普遍性上涨，短期物价高位态势难变，通胀压力上升。

3.2 市场波动增加

在地缘态势和市场风险的双重压力影响下，资本市场短期继续或临波动增加态势。鉴于当前通胀形势，中国利率曲线下行态势也会暂时停顿甚至波动。中国资本市场先抑后扬中仍是抑的阶段，但抑的深度、长度或增加。

4 事件预测：趋势判断

4.1 降准降息延后但不会缺席

俄乌冲突使得短期大宗商品高位延续甚至强化，对通胀的影响持续。国内经济面临疫情冲击，但物价难降，也将制约货币政策利率调整，加之海外利率的提升，降息降准或将延后，但不会缺席。一方面是疫情增加了稳增长的诉求，而今年货币政策的导向也是总量与结构并重。另一方面中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，要保持政策利率和货币增长的平稳，降准仍是未来不可或缺的选项。在货币内生体系下，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高，而降息才是有效的解决方式。降息降准总量政策可期，配合普惠+绿色结构性工具，推动企业融资成本稳中有降，助企纾困稳主体稳就业。

5 风险提示：

通胀继续上行：疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

疫情反复变化再度超出预期：防控措施的延长，对于企业经营生产、经济增长的影响进一步加大。

货币政策超预期改变：大宗商品高位，对国内政策制约加强，
请务必阅读尾页重要声明

货币政策超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。