

## 2022年3月物价数据简评

## 警惕结构性通胀压力升级

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号  
S1060521020001  
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号  
S1060121110020  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



## 事项:

2022年3月CPI同比1.5%，PPI同比为8.3%。

## 平安观点:

- 3月CPI同比，较上月的提升0.6个百分点，环比表现强于季节性规律；剔除食品和能源的核心CPI同比持平。食品、能源相关分项的环比变化均强于季节性规律。一是，尽管猪肉价格大幅下行，但粮食、油脂、鸡蛋、鲜菜食品分项环比变化皆强于季节性规律。二是，油价及成本上行助推下，能源及扣除能源的工业消费品价格均超季节性上行。
- 3月PPI同比增速延续回落，但环比增速1.1%，相比上月提升了0.6个百分点。PPI环比增速上行的背后，石化产业、黑色商品及有色金属三大板块皆有贡献。结构上看：1) 生产资料中，采掘、原材料、加工工业价格环比均上行。由于加工工业是连接生产资料价格和生活资料价格的环节，加工工业PPI环比由跌转涨意味着，生产资料价格向生活资料价格的传导在边际增强。2) 生活资料中，食品类、一般日用品类、耐用消费品类PPI分项环比皆有上行；衣着类PPI分项环比下跌0.2%，相比上月下滑0.1个百分点，或因下游需求季节性回落且居民消费意愿不足。
- 警惕结构性通胀压力升级。一是，国际粮价上涨影响下游各行各业。我国2021年的粮食自给率仅80.9%，俄乌冲突加剧了我国粮食的供应风险。二是，国际原油上涨风险尚未消退。俄乌地缘政治冲突尚未妥善解决，原油储备的释放依然难以弥补俄罗斯进一步退出原油市场所带来的潜在的供需缺口。三是，动力煤价格上行速度较快。在国际油气价格的带动下，海外动力煤价格上行较快，国内外动力煤价格明显倒挂，动力煤的保供稳价压力加大。四是，PPI向CPI传导的风险增强。尽管下游消费需求疲弱，但经过去年的原材料价格上涨，中下游行业的毛利已压缩至较低位置，其“缓冲垫”的作用有限，如后续成本进一步攀升，越来越多的消费品将被动涨价，PPI向CPI传导的风险增强。
- 我们认为，当前结构性通胀风险已然凸显，且存在进一步升级的可能性，对货币政策的约束进一步增强。同时，国内外货币政策的“松紧差”愈发突出，中美十年期国债的名义利差在4月11日盘中已出现倒挂。短期看，央行或更加重视结构性工具的使用，更突出财政与货币的协调配合，从4月7日国常会的定调看，未来再贷款、再贴现对重点行业的定向支持可期。

## 一、猪肉下跌未能抵消 CPI 同比上行

3月CPI同比上涨1.5%，相比上月提升0.6个百分点。其中，CPI食品项同比-1.5%，跌幅相比上月收窄2.4个百分点；非食品项同比2.2%，相比上月进一步提高0.1个百分点；剔除食品和能源的核心CPI同比持平于1.1%。3月CPI环比持平，强于-0.6%的季节性规律。分项来看，食品、能源相关分项的环比变化均强于季节性规律。具体来看：

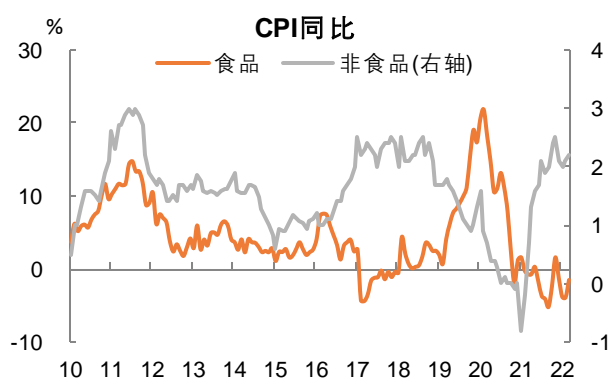
一是，尽管猪肉价格环比大跌，但食品分项环比变化强于季节性规律。

- **粮食、食用油、鸡蛋价格环比上涨，强于季节性规律。**俄乌冲突以来，国际小麦、玉米和大豆等价格上涨较快，国内面粉、食用植物油价格3月环比分别上涨1.7%、0.6%，同比分别上涨6.1%、4.6%。粮价上涨推升蛋鸡的饲料成本，鸡蛋价格环比小幅上升0.3%，而3月历史季节性规律趋于回落。
- **鲜菜价格环比上涨，而3月季节性规律显示蔬菜价格往往回落。**鲜菜的价格上涨主要有三个原因：一是，多地疫情封控对蔬菜的收购和运输产生较大扰动；二是，国际原油价格上涨，国内汽柴油价格的上涨推升运输成本；三是，石油化工产业链下游的农药、化肥等产品价格上涨，推升蔬菜的生产成本。
- **猪肉价格环比下跌，禽肉类价格普遍弱于季节性规律。**3月CPI猪肉分项环比下跌9.3%，超季节性大幅下行；替代品牛肉和羊肉价格的环比下行幅度也大于季节性规律。当前生猪供给整体仍处过剩状态，而春节后往往是猪肉需求的淡季，高频猪肉批发价格近期回落至2021年10月的低点附近。往后看，基于对2021年7月以来能繁母猪存栏去化情况的观察，预计2022年中猪肉价格将有所反弹，不过幅度还有待观察。

二是，油价及成本上升助推下，工业消费品价格超季节性上涨。3月工业消费品价格环比上涨0.2%，而2015年-2021年同期的工业消费品环比均值为下跌0.8个百分点。

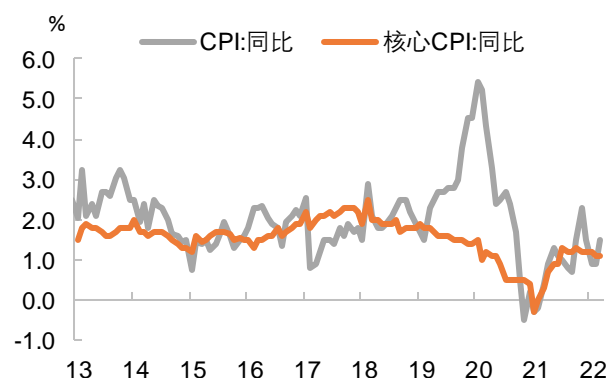
- **一方面，能源相关分项中，交通工具用燃料、水电燃料分别环比上涨7.1%、0.7%。**俄乌地缘政治冲突升级，国际油气价格快速上涨，布油价格一度逼近140美元/桶。受此影响，国内成品油在3月4日、3月18日继续调升，汽油、柴油出厂价相比2月18日分别上涨了11.2%、12.3%。
- **另一方面，扣除能源的工业消费品价格上涨0.3%，工业品价格高位下，PPI向CPI传导有所加快。**

图表1 3月CPI食品项低迷，非食品项高位继续上行



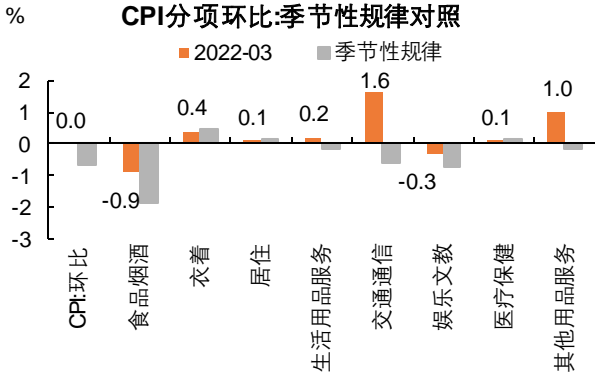
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 3月核心CPI同比持平于上月



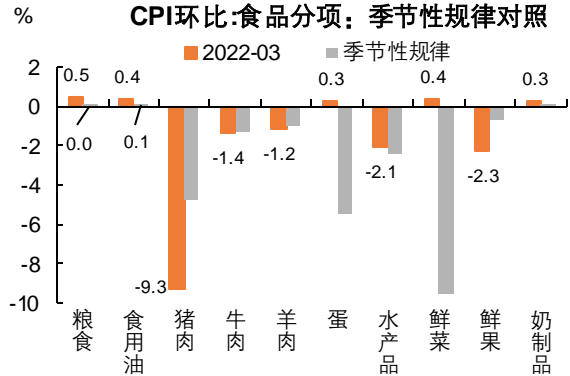
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 3月CPI环比强于季节性规律



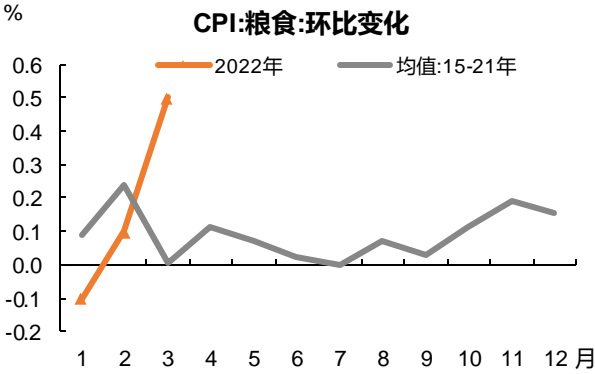
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 粮油、鸡蛋、鲜菜等价格环比上行推升食品分项



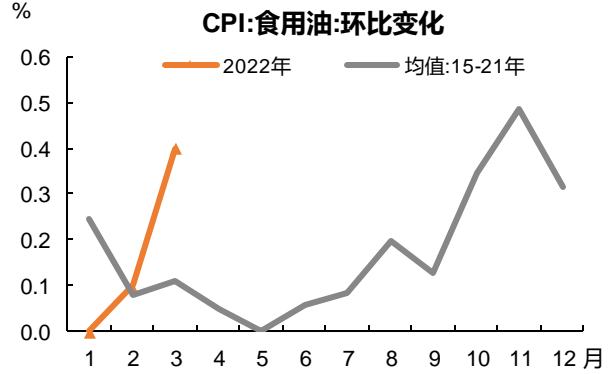
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 CPI粮食分项环比上行幅度较大,超季节性规律



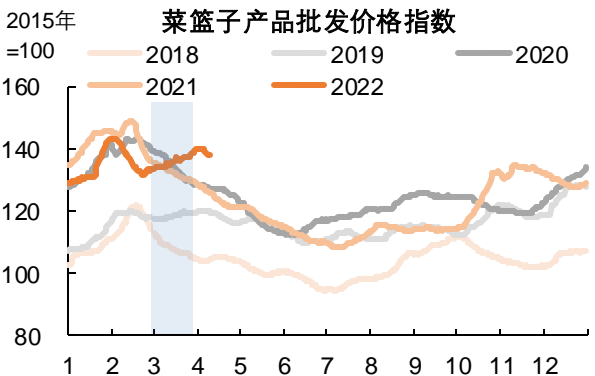
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 CPI食用油分项环比表现超季节性



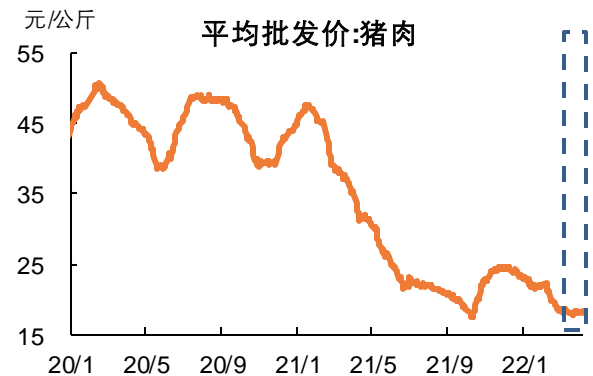
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 3月以来蔬菜批发价指数反季节性上行



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 3月以来猪肉批发价低位徘徊



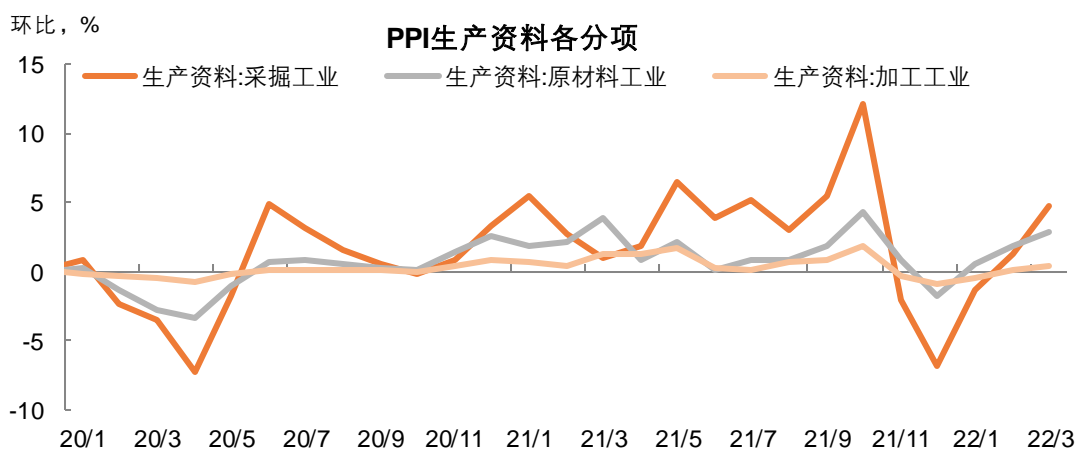
资料来源: wind, 平安证券研究所

## 二、PPI 环比加速上行

3月 PPI 同比上涨 8.3%，自历史高位已连续 5 个月回落；环比涨幅 1.1%，比上月扩大 0.6 个百分点，已连续两个月环比提高。其中，生产资料、生活资料价格环比分别上涨 1.4%、0.2%，相比上月分别扩大 0.7、0.1 个百分点。在石化产业、黑色商品及有色金属三大板块涨价的推动下，3 月 PPI 环比加速上行。

生产资料中，采掘、原材料、加工工业价格环比分别上涨 4.8%、2.9%、0.4%。采掘工业的 PPI 环比上行主因油气、煤炭及铁矿石等价格上涨。原材料工业环比上行或受石化产业链中游的化学原料及化学制品、化学纤维等相关行业涨价助推。由于加工工业是连接生产资料价格和生活资料价格的环节，加工工业 PPI 环比继续上行，生产资料价格向生活资料价格的传导边际增强。

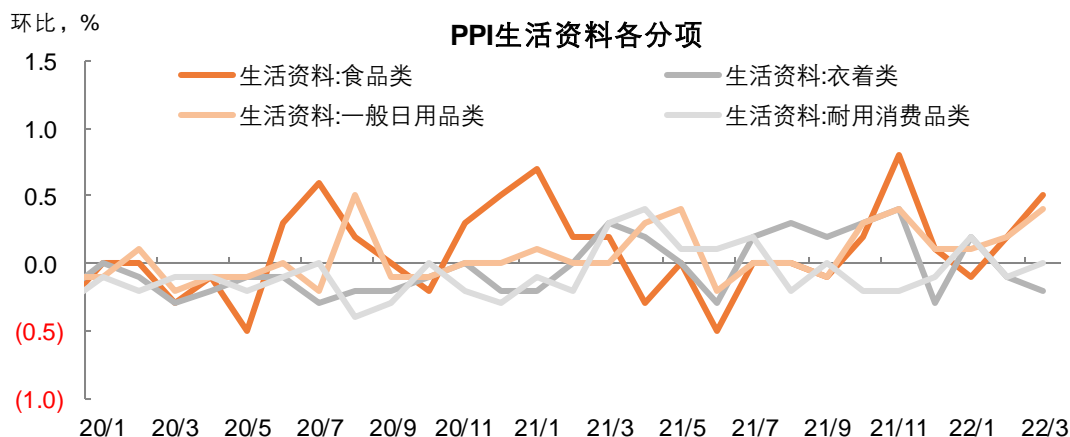
图表9 3月 PPI 生产资料的各分项环比增速全部上行



资料来源: Wind、平安证券研究所

生活资料 PPI 环比多有上行。其中，食品类 PPI 分项环比分别上涨 0.5%，相比上月扩大 0.3 个百分点，或因上游粮食价格上涨较多。一般日用品类、耐用消费品类 PPI 分项环比分别上涨 0.4% 和持平，相比上月分别提升 0.2、0.1 个百分点。尽管下游需求疲弱，但一般日用品与耐用消费品的毛利在去年的原材料价格上涨中已压缩至较低位置，近期生产资料价格再度攀升，相关产品在成本压力下被动涨价。衣着类 PPI 分项环比下跌 0.2%，相比上月下滑 0.1 个百分点，或因下游需求季节性回落且居民消费意愿不足。

图表10 除衣着外，3月 PPI 生活资料各分项环比增速均有上行

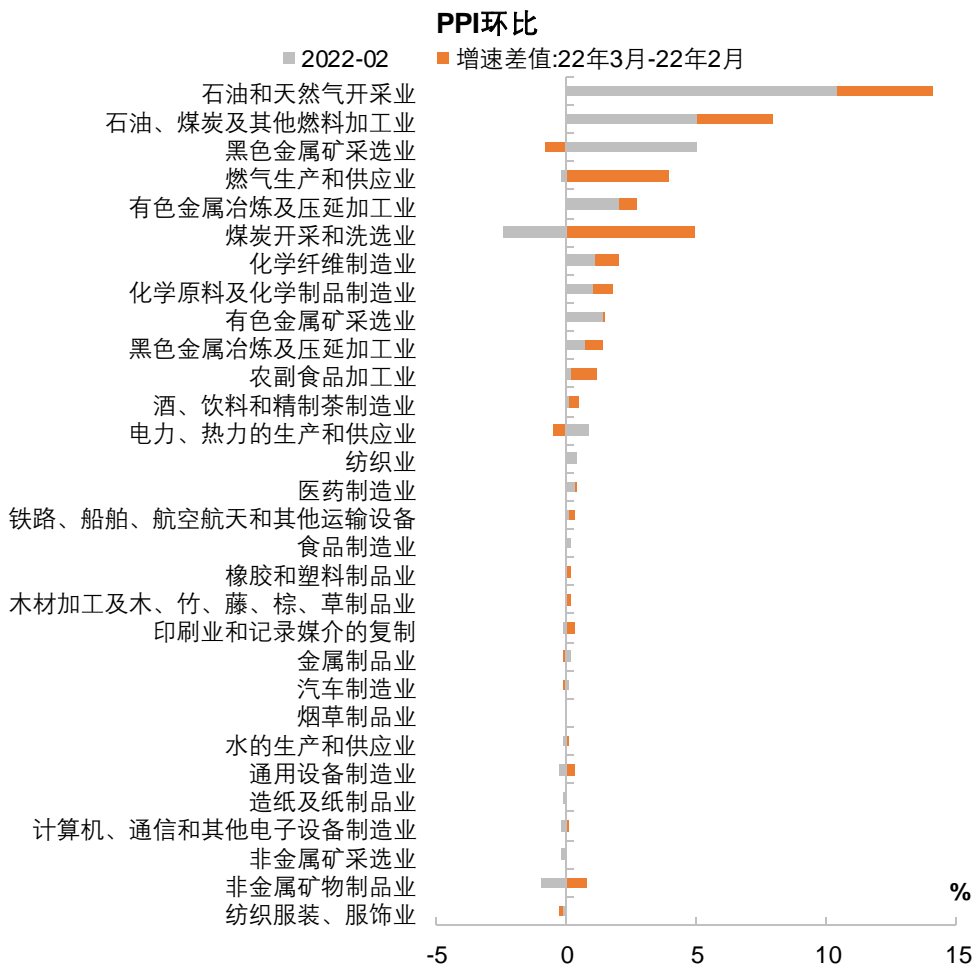


资料来源: Wind、平安证券研究所

分行业看，3月PPI环比涨幅较高的行业集中于石化产业、黑色商品及有色金属三大板块：**1) 石化产业：**国际能源价格续涨，布伦特原油、IPE 英国天然气期货合约活跃 3月分别上涨 6.9%、25.9%，年初至 3月累计上涨 34.6%、75.4%，带动产业链中下游的石油加工、化学纤维、化学原料及化学制品等行业价格上行。**2) 有色金属：**3月有色矿选、加工行业 PPI 环比分别上涨 1.5%、2.7%，除国际有色金属价格上涨的带动外，能源及工业用电价格的上行也推高了有色金属的加工成本。**3) 黑色商品：**从统计局公布的流通领域重要生产资料市场价格看，煤炭相关的山西优混(Q5500)、焦煤(主焦煤)、焦炭(准一级冶金焦)3月环比分别上涨 48.3%、25.9%、26.9%；黑色金属相关的螺纹钢、线材、普通中板 3月环比分别上涨 2.8%、2.5%、2.4%。从 3月的边际变化看，石化产业链 PPI 加速上涨，煤炭产业链 PPI 由跌转涨；黑色及有色金属中，矿选采掘相关的 PPI 上行势头略有放缓，但原材料冶炼及压延加工 PPI 加速上行。

此外，30个主要行业中仅有 5个行业 PPI 环比下跌，包括纺服、计算机通信电子、造纸及纸制品三个下游行业，以及非金属矿物、非金属矿采选两个中上游行业，印证了国内下游消费需求低迷、传统基建开工并不强劲。

图表11 3月PPI环比涨幅较高的行业集中于石化产业、黑色商品及有色金属三大板块



资料来源: wind,平安证券研究所

### 三、警惕结构性通胀压力升级

一是，国际粮价的上涨影响下游各行各业。根据海关总署和联合国粮农组织 FAO 的数据，2020年中国玉米、小麦和稻谷的进口来源国中，份额前三的国家或地区占比合计分别为 96.5%、75.6%、73.6%，高度集中。乌克兰是中国最大的玉米进口

来源国，2020年占比达55.7%，俄乌冲突对乌克兰的玉米种植预计有较大冲击。尽管粮食价格在CPI中的权重仅有2%左右，但以我国2018年的投入产出表估算，如价格充分传导，农林牧渔相关产品和服务价格每上涨10%，农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业的价格将分别上涨6.1%、4.3%、3.2%。2021年中国以粮食产量/(粮食产量+粮食进口量-粮食出口量)衡量的粮食自给率仅80.9%，俄乌冲突加剧了中国粮食的供应风险。

**二是，国际原油上涨风险尚未消退。**我们以2013-2021年的月度回归结果表明，布伦特原油价格环比上涨10%，将分别拉动当月PPI、CPI环比增速上行0.2、0.07个百分点。近期美国及其盟国大量释放原油储备，布伦特原油价格的上涨势头受挫，目前回落至100美元/桶附近。3月31日美国宣布释放的1.8亿桶原油储备，4月7日国际能源署成员国将协调释放1.2亿桶石油(含美国此前宣布的6000万桶)，全球释放石油总量将达到2.4亿桶。然而，俄乌地缘政治冲突尚未妥善解决，原油储备的释放依然难以弥补俄罗斯进一步退出原油市场所带来的潜在的供需缺口。

**三是，动力煤价格上行速度较快。**尽管3月以来动力煤期货价格仅上涨了5%，但以统计局公布的流通领域重要生产资料市场价格看，普通混煤(4500大卡)、山西大混(5000大卡)、山西优混(5500大卡)和大同混煤(5800大卡)3月下旬相比2月下旬分别上涨41.4%、39.5%、48.3%、45.7%。在国际油气价格的带动下，海外动力煤价格上行较快，国内外动力煤价格明显倒挂，动力煤的保供稳价压力加大。

**四是，PPI向CPI传导的风险增强。**一是，CPI工业消费品3月环比上涨0.2%，相比15-21年同期环比均值高出1个百分点。二是，PPI生产资料中，连接生产资料价格和生活资料价格的加工工业PPI环比增速相比上月提升0.3个百分点，生产资料价格向生活资料价格的传导边际增强。三是，PPI生活资料中，一般日用品类、耐用消费品类PPI分项环比增速相比上月提升0.2、0.1个百分点。尽管下游消费需求疲弱，但经过去年的原材料价格上涨，中下游行业的毛利已压缩至较低位置，其“缓冲垫”的作用有限，如后续成本进一步攀升，越来越多的消费品将被动涨价，PPI向CPI传导的风险增强。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033