

疫情和海外干扰下，“殊途”的 PPI 和 CPI

——3月通胀数据点评

2022年04月11日

- **事件：**3月CPI同比上行0.6个百分点至1.5%，市场预期1.3%，环比0%；PPI同比8.3%，前值8.8%，市场预期8.1%，环比1.1%。
- **CPI非食品项保持上行，食品项跌幅收窄，环比季节性回落，但幅度偏缓。**核心CPI同比增速持平，小幅回落，服务项价格下行，工业消费品价格上涨。部分城市的疫情发展和防控政策收紧，线下出行和消费显著受限，物流受阻下，线上消费也有所放缓。
- **猪肉尚未开启上行周期，蔬菜价格超季节性上行，粮食和食用油价格小幅上涨。**春节后猪肉需求回落，叠加部分地区线下餐饮消费受到影响，疫情给供给端的生猪出栏和调运带来一定干扰，但供给总量并未受到实质影响。3月猪肉价格中枢继续下探，行业去产能速度偏慢。4月初开启第四轮收储，但随疫情好转和物流调运修复，供给阶段性增加，依然存在压制猪价的可能。疫情影响下，蔬菜运输受阻，价格同比攀升。俄乌冲突带来全球大豆、小麦价格的上涨，我国粮食和食用油价格也小幅上行。
- **非食品项中交通工具燃料受海外油价传导继续上行，家庭服务、旅游环比回落，同比基数作用下保持上行。**受到疫情影响，企业招工并未迎来大幅季节性上行，机票、旅游价格均有所回落。
- **PPI输入型通胀压力延续，能源价格显著上行。**俄乌冲突反复和欧美制裁的加剧，海外大宗商品价格3月延续普涨，且波动加大。制裁影响下，能源价格预期持续高位。原油、天然气、煤炭、有色、农产品等价格均有所上行。我国燃油、柴油价格也被动推升。
- **钢材、水泥价格缓步上行，PPI中下游涨价承压。**稳增长政策下，叠加3月开工较2月边际好转，基建将带动钢材、水泥行业需求增加，但国内疫情对部分地区开工造成一定影响，价格环比上行，但上行幅度缓和。疫情给供应链生产带来一定影响，居民消费意愿偏弱和就业压力下，中下游行业价格上涨难度较大。
- **PPI回落趋势和幅度受到海外输入通胀干扰加大。**当前全球工业品价格反弹，能源价格受地缘政治影响下，价格上行且波动加剧。国内稳增长政策下，黑色、有色金属需求增加，价格也有所上行。疫情防控给供应链带来扰动，部分工业品价格也有所上涨，PPI的回落幅度将受到影响，但去年翘尾作用下，仍将保持下行。
- **猪肉价格主导下CPI上半年整体温和，国内通胀相对海外压力较小。**猪价仍有进一步下探可能，上半年CPI走势温和，不影响央行货币政策方向。居民消费预期在疫情和就业压力下，相对疲弱，涨价主要由下游企业承担，政策上也给制造业和中小企业更多结构性的扶持，稳增长下，预期将出台更多政策为经济保驾护航。
-

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

疫情、外部扰动下，经济景气度回落

经济超预期下的“冷热不均”

海外干扰主要影响PPI，CPI仍为猪肉主导

正文目录

事件.....	3
1、CPI 非食品项保持上行，食品项跌幅收窄	3
2、PPI 输入通胀压力延续，下行速度放缓	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	8

图表目录

图表 1: CPI 同比增速上行 (%)	3
图表 2: 非食品项季节性回落，幅度偏缓 (%)	3
图表 3: 服务项价格回落 (%)	3
图表 4: 汽油、柴油价格延续上行 (元/吨)	3
图表 5: 猪价 3 月继续下探，猪粮比价延续 5 以下(元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪存栏去化依然较慢(万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜 3 月起季节性上行，延续高位(元/公斤).....	5
图表 8: 水果价格继续上行 (元/公斤)	5
图表 9: CPI 原油、燃料相关分项延续高位 (%)	5
图表 10: 疫情影响下，企业招工偏弱，服务回落(%).....	5
图表 11: PPI 同比增速延续回落 (%)	6
图表 12: 加工工业 - 原材料工业价差延续低位 (%).....	6
图表 13: 有色、石油增速有所反弹(%).....	7
图表 14: PPI - CPI 剪刀差延续回落 (%).....	7
图表 15: PPI 与 M1 同比仍处回落阶段(%).....	7
图表 16: PPI 与美元指数延续回落(%).....	7

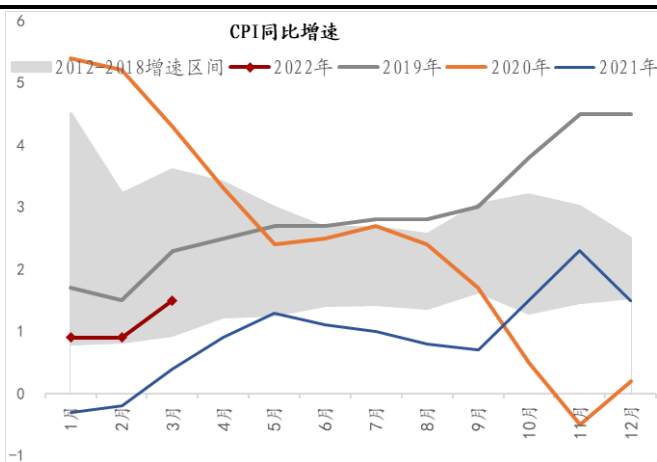
事件

2022年3月，CPI同比增速1.5%（市场预期1.3%），较上月上涨0.6个百分点，环比增速0%，前值0.6%，一季度CPI累计同比1.1%；PPI同比增速8.3%（市场预期8.1%），较上月回落0.5个百分点，环比增速1.1%，前值0.5%，一季度月PPI累计同比8.7%。

1、CPI 非食品项保持上行，食品项跌幅收窄

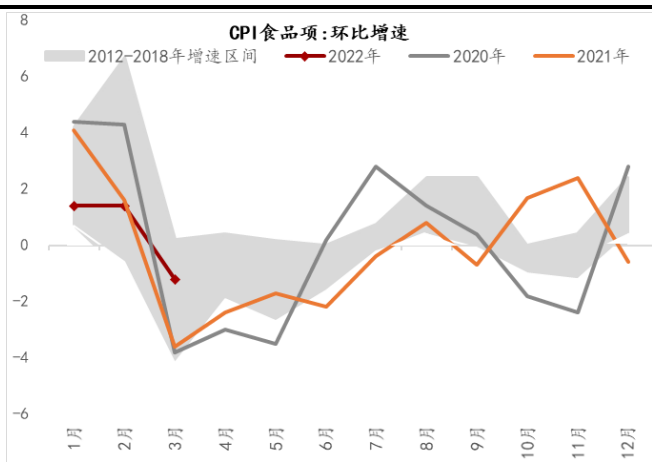
CPI同比上行，环比增速放缓，非食品项保持上行，食品项跌幅收窄，环比季节性回落，但幅度偏缓。3月CPI同比增速较上月上行0.6个百分点至1.5%，环比增速由上月0.6%变为0%。CPI食品项同比增速由2月的-3.9%上行至-1.5%，环比由上月的1.4%下行至-1.2%；非食品项同比由2.1%小幅上行至2.2%，环比由上月的0.4%小幅下行至0.3%。

图表1: CPI同比增速上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 非食品项季节性回落, 幅度偏缓(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

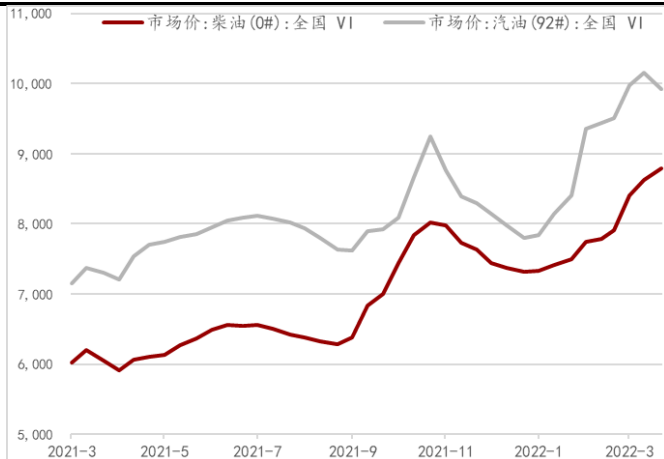
国内部分地区疫情和防控政策收紧影响下，服务项增速持续放缓，消费品增速上行。国内外扰动项增加，部分城市的疫情发展和防控政策收紧下，线下出行和消费显著受限，物流受阻下，线上消费也有所放缓。核心CPI同比增速持平于1.1%，环比回落-0.1%。CPI服务项同比较2月小幅回落0.1个百分点至1.1%，环比回落-0.2%，前值0%；消费品同比则上行1个百分点至1.7%，环比上行0.2%，环比增速较上月下行0.8个百分点，但仍为正值。

图表3: 服务项价格回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 汽油、柴油价格延续上行(元/吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

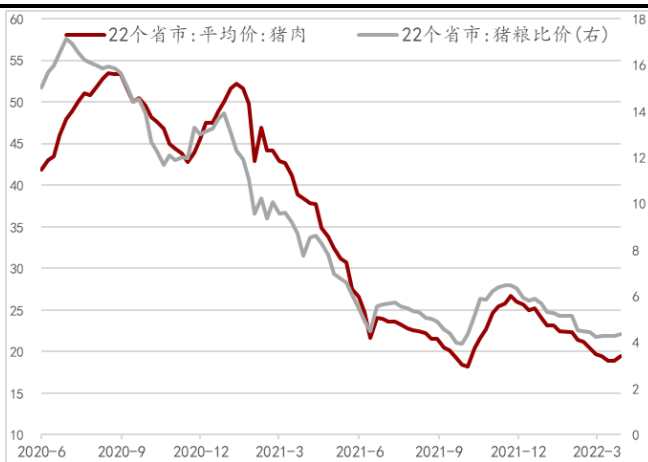
食品项价格同比跌幅收窄，环比季节性回落，但回落幅度慢于往年同期；猪肉价格仍为负向拉动项，蔬菜价格超季节性上行，部分受到疫情影响。同比增速来看，猪肉、牛肉价格延续负增，鸡蛋、水产同比增速放缓；鲜菜价格同比显著攀升，而鲜果价格增速放缓。食品项同比由上月的-3.9%上行至-1.5%，环比增速由1.4%下行至-1.2%。

3月猪肉价格中枢继续下探，猪粮比价持续4.5以下，行业去产能速度偏慢。猪肉价格春节过后如期下行，叠加疫情影响，部分地区餐饮等消费受到影响，也给供给端的生猪出栏和调运带来一定干扰，但供给总量并未受到实质影响。4月初开启第四轮收储，但随着疫情好转和物流调运修复，供给阶段性增加，依然存在压制猪价的可能。豆粕、玉米价格延续高位，猪粮比价3月持续在4.5以下，养殖户依然面临亏损压力，散户压力相对更大。当前仍处于产能去化阶段，但去化速度依然较慢，能繁母猪从绝对量来看依然处于高位。上半年猪肉对通胀不会形成大幅的拉升。

蔬菜价格超季节性上行。蔬菜价格同比显著上行，通常3月随天气回暖供给回升，蔬菜价格进入季节性回落阶段，但受到疫情防控，物流受阻影响，蔬菜价格延续处于高位，同比增速显著上行，环比也小幅上行。预期随物流逐步恢复，蔬菜价格将有所回落。

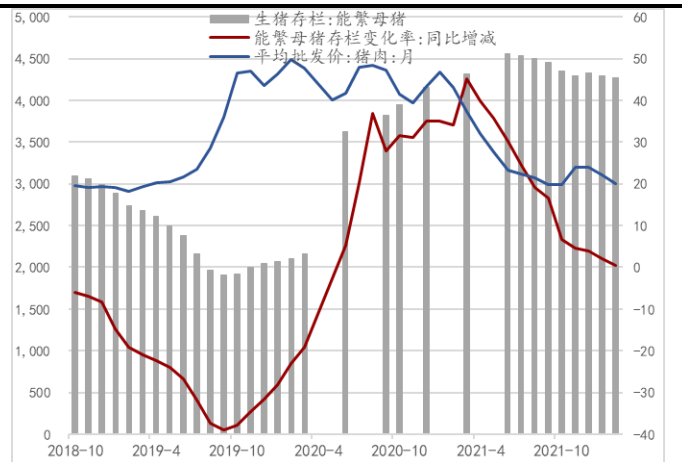
从CPI食品具体分项来看，3月，猪肉价格同比跌幅由-42.5%收窄至-41.4%，环比增速由上月的-4.6%继续下行至-9.3%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的-0.3%、-3.8%变动为0%、-4.6%，蛋类同比增速上行4.4个百分点至7%，环比上行0.3%。鲜菜价格同比继续上行17.3个百分点至17.2%，上行显著提速，环比上行0.4%；鲜果价格同比继续回落-2.3个百分点至4.3%，环比下行2.3%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由2月的1.5%、3.7%、4.9%、1.7%、2%变动为2%、3.5%、4.2%、1.7%、1.7%。

图表5: 猪价3月继续下探, 猪粮比价延续5以下(元/公斤)



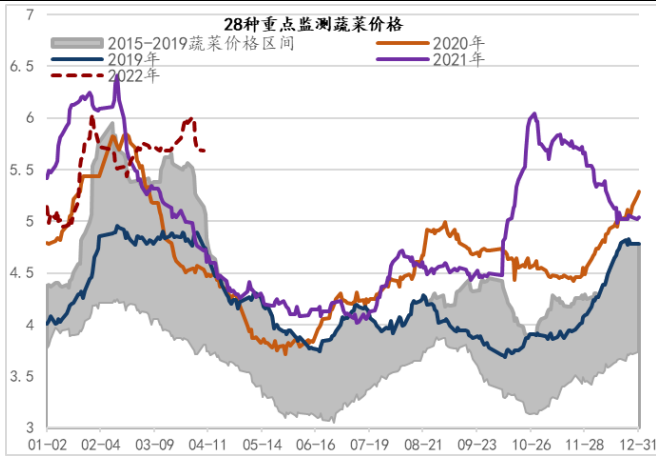
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪存栏去化依然较慢(万头, %)



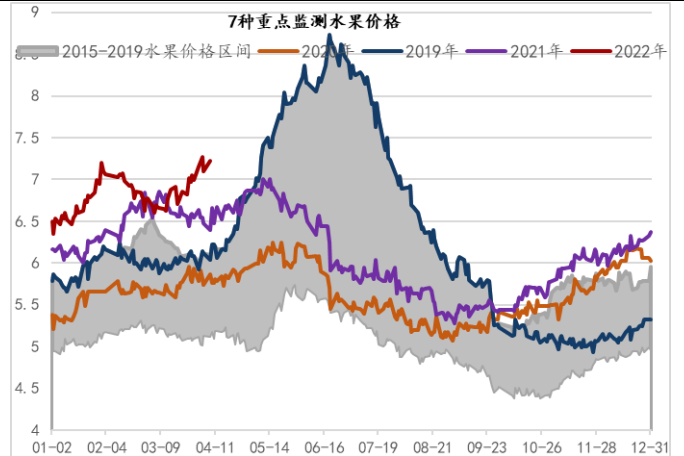
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜3月起季节性上行, 延续高位(元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

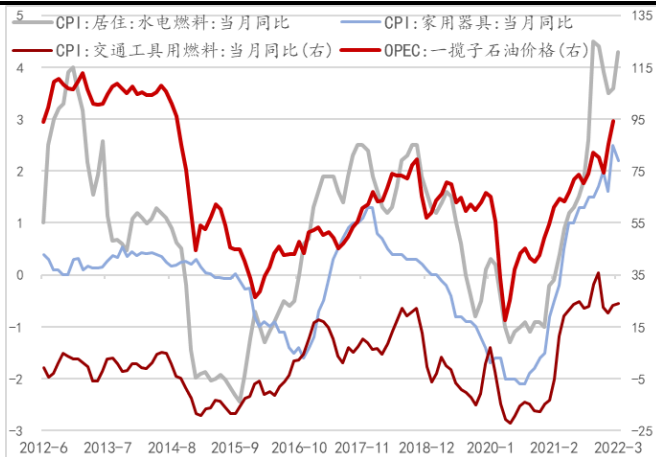
图表8: 水果价格继续上行(元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

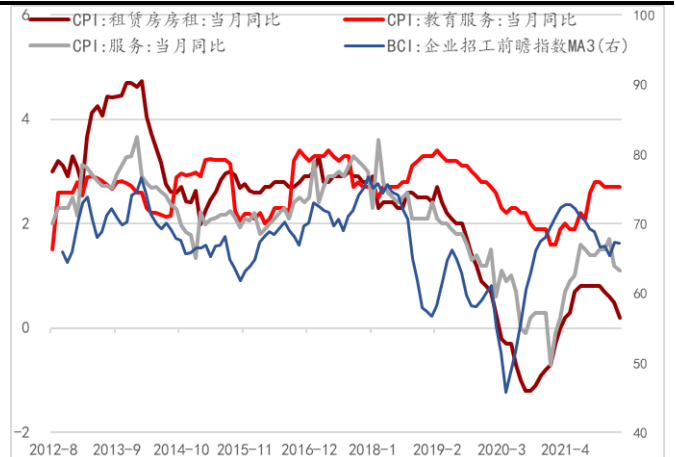
非食品项交通工具燃料同环比高位上行, 家庭服务、旅游环比回落, 同比基数作用下保持上行。地缘政治影响下, 3月国际原油价格延续上行, 国内柴油、燃油等燃料价格也有所增长, 钢铁、能源价格指数持续上行。服务项中, 受到疫情影响, 企业招工并未迎来大幅季节性上行, 机票、旅游价格均受到影响, 家庭服务价格同比在低基数作用下保持上行, 旅游环比下跌2.6%。

图表9: CPI原油、燃料相关分项延续高位(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 疫情影响下, 企业招工偏弱, 服务回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、PPI 输入通胀压力延续, 下行速度放缓

PPI同比不改下行趋势, 下行速度放缓。原油价格上涨带来的输入通胀压力延续。

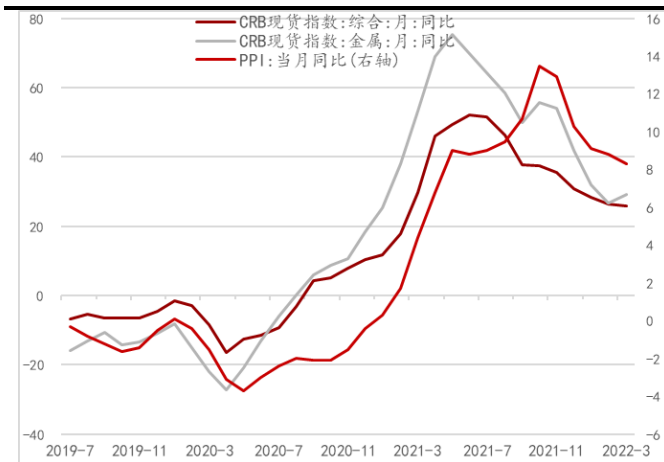
采掘工业增速反弹, 原材料和加工工业保持回落。生活资料中, 一般日用品同比保持上行。生产资料中, 采掘工业同环比反弹上行, 黑色、能源价格持续上行。原材料工业和加工工业剪刀差延续低位。工业企业成本持续承压。

从PPIRM来看, 工业生产者购进价格由11.2%下跌为10.7%, 跌幅与PPI持平。PPIRM分项中, 燃料、动力类同比增速继续上行至高位, 农副产品也小幅上行。有色、黑色、化工原料类同比增速放缓, 但环比增速上行。

具体数据来看, PPI同比8.3%, 较上月回落0.5个百分点, 环比增速1.1%, 前值0.5%。PPI生产资料同比回落-0.7个百分点至10.7%; 其中, 采掘工业由33%上行为38%, 原材料工业和加工工业同比分别由2月的17.9%、6.6%下行至16.7%、5.7%。PPI生活资料同比持平于0.9%, 仅一般日用品类价格同比由1.5%上行至1.9%, 食品类同

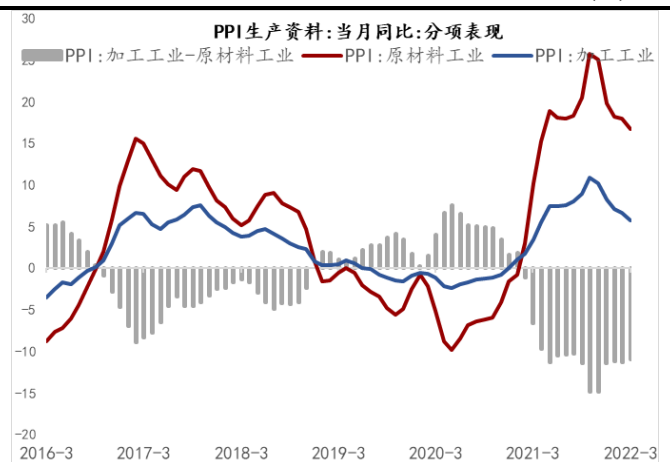
比由0.5%上行至0.8%。

图表11: PPI同比增速延续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工工业-原材料工业价差延续低位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

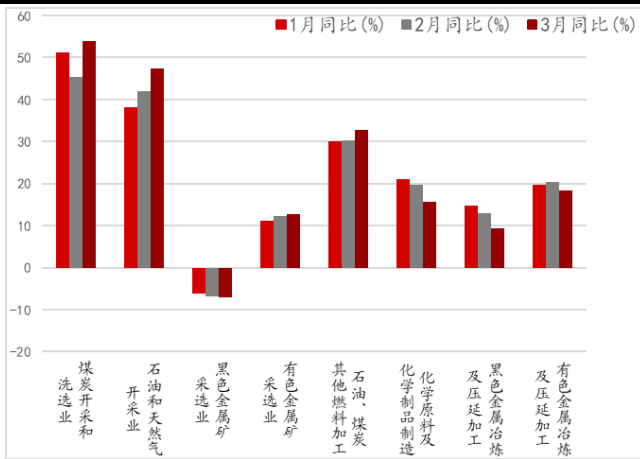
石油和天然气开采加工、煤炭开采同比上行最为显著，环比也继续攀升。俄乌冲突反复和欧美制裁的加剧，海外大宗商品价格3月延续普涨，且波动加大。能源类价格受到供给冲击涨幅领跑，天然气价格已经超过2021年四季度的高点。欧洲对于俄罗斯能源依赖度较高，对于乌克兰粮食进口依赖度较高，乌克兰近年粮食播种将受到影响；制裁影响下，能源价格预期持续高位。原油、天然气、煤炭等价格上行以外，有色价格也有所上行。欧洲陷入滞胀的风险加剧。我国燃油、柴油价格也明显上行。欧盟成员国制裁下，提出在8月禁止从俄罗斯进口煤炭，海外煤炭价格持续上行，我国煤炭进口尚未受到影响，但价格也有所上行。

黑色金属采选、加工业同比继续下探，环比保持正增，非金属矿物制品同比持平，有色采选、价格同比回落，环比上行。稳增长政策下，叠加3月开工较2月边际好转影响，基建将带动钢材、水泥行业需求增加，但国内疫情对部分地区开工造成一定影响，价格环比上行，但上行幅度缓和。海外影响较大的有色环比价格上行，俄罗斯是全球铝、镍、铬等金属的重要供给国，相关品种近期价格也中枢抬升。

下游制造业价格分化，整体依然温和。燃气生产和供应业同环比显著上行。中游通用设备制造业同比继续小幅回落0.4个百分点，下游汽车制造同比回落，铁路、船舶等运输设备制造业同比继续抬升，稳增长政策下基建提速有所显现；计算机、通信等电子设备制造业同比有所回落。整体中下游行业价格依然温和，价格上涨难度较大。电力、热力的生产和供应业持续上行，燃气生产和供应业上行最为显著。

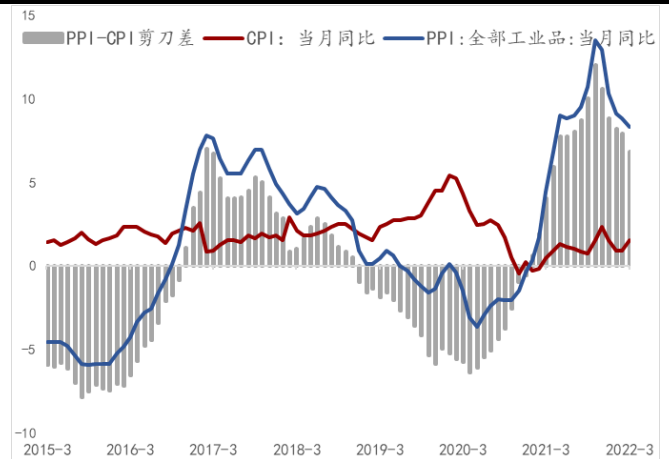
PPI-CPI剪刀差回落趋势延续。PPI下行、CPI上行，剪刀差高位持续回落。海外俄乌冲突和欧美制裁影响下，大宗商品价格波动相对剧烈，PPI未来下行速度预期放缓。整体来看，海外通胀传导对PPI影响较大，对CPI影响相对有限。

图表13: 有色、石油增速有所反弹(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI - CPI剪刀差延续回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

国内通胀相对海外压力较小，猪肉价格主导下CPI上半年整体温和，三季度预期阶段性破3%，PPI回落趋势和幅度受到海外输入通胀干扰加大。海外对我国的输入型通胀主要在PPI端体现。猪价仍有进一步下探可能，上半年CPI走势温和，不影响央行货币政策方向。当前全球工业品价格反弹，能源价格受地缘政治影响下，价格上行且波动加剧。美联储也加速加息和缩表进程，控制美国通胀高企。国内稳增长政策下，黑色、有色金属需求增加，价格也有所上行。疫情防控给供应链带来影响，部分工业品价格也受到干扰上行，PPI的回落幅度将受到影响，但去年翘尾作用下，仍将保持下行。当前居民消费和预期在疫情影响和就业压力下，相对疲弱，涨价依然主要由下游企业承担，在货币政策上也给与制造业和中小企业更多结构性的扶持，稳增长下，预期将出台更多政策为经济保驾护航。

图表15: PPI与M1同比仍处回落阶段(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: PPI与美元指数延续回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

大宗商品价格拉升超预期，疫情持续影响居民消费和供应链修复，美联储货币政策节奏和幅度超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，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，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场