

宏观点评报告

2022年4月11日

## 通胀压力暂时可控，稳增长更为重要

### 2022年3月通胀点评

#### 核心内容：

- **CPI 未来逐步上行** 本月通胀走高，核心CPI仍然平稳。食品价格下跌，非食品价格上涨：(1) 食品方面，蔬菜平均价格在年后并未过多下行，这有天气、疫情、物流多种因素影响；生猪需求在春节后迅速下行，猪肉出栏高于需求，猪肉价格回落，市场供给仍然比较充足；他食品方面，水产品鲜果价格下跌，粮油价格上行；(2) 非食品价格方面，受到原油价格上行的影响，交通工具用燃料价格上行7.1%；服务类价格整体略微下行。
- **全年通胀预期上行** 2022年4月份翘尾影响1.8%，预计新涨价因素小幅上行，CPI同比增速约在2.0%左右。预计2022年全年CPI增速2.2%-2.4%，2023年CPI水平可能达到2.7%左右。全年通胀预期上行：(1) 通胀上行部分是由于物流阻断造成的；(2) 全球物流重新洗牌规划，大宗商品价格的上行。
- **“滞胀”初现，经济下行压力更大** 通胀上行在社会消费、行业生产利润以及货币政策上压制经济。同时经济压力较大：(1) 新冠疫情防控使得服务业受到重创，我国终端需求疲软；(2) 下游行业并不能顺畅涨价，消费者可承受的价格上涨有限；(3) 全球货币收紧下的需求收缩以及我国疫情严控下的订单转移会带来海外需求的回落；(4) 稳增长措施仍然显得不足，房地产行业出清并未完成。
- **需要财政和货币政策的配合** 央行的货币选择显得尤为艰难，宽信用渠道受阻的情况下，央行的货币宽松效果不及预期。美联储等外围市场收紧的条件下，央行的货币宽松也有所谨慎。“滞胀”环境中财政政策比货币政策更能保障经济运行，财政政策目前只在基建上发力。对于中小企业的直接救助并未展开，同时对于消费者的救助也没有讨论。如果猪周期在下半年缓慢反弹，那么通胀水平可能处于温和上行，货币政策在下半年更有可为。
- **PPI 未来逐步回落** 3月份PPI环比上行，上游原材料价格大幅上行，黑色产业链商品出厂价格走高，原油价格大幅上涨，其产业链相关产品价格抬升：(1) 国际原油价格上行带动国内石油及相关产业价格走高；(2) 受到国际能源价格紧张影响以及稳增长的需要，我国煤炭价格重新上行；(3) 消费类行业继续回升。

预计4月份基数水平与3月份持平，环比小幅下滑，4月份我国PPI回落：(1) 能源价格处于高位，但有一定程度的回落；(2) 疫情防控下工厂开工下滑，稳增长措施延后，带来了出厂价格的下行；(3) 物流阻塞得到缓解，反映大宗商品运输为主的BDI回落，预示着未来PPI环比涨幅减弱。

预计4月份PPI环比回落，4月份PPI水平在7.3%左右。2022年PPI前高后低，全年预计在6%左右，受到基数影响，PPI在4季度是低点。

#### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

## 一、CPI 未来逐步上行

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比平稳，核心 CPI 小幅回落，3 月份 CPI 同比上行。3 月份 CPI 同比增速 1.5%。3 月份 CPI 环比平稳；其中食品价格环比下降 1.2%，非食品价格环比上行 0.3%。核心 CPI 同比增速 1.1%，环比下行 0.1%。

图 1: CPI 同比小幅下行 (%)

图 2: 食品和非食品价格变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

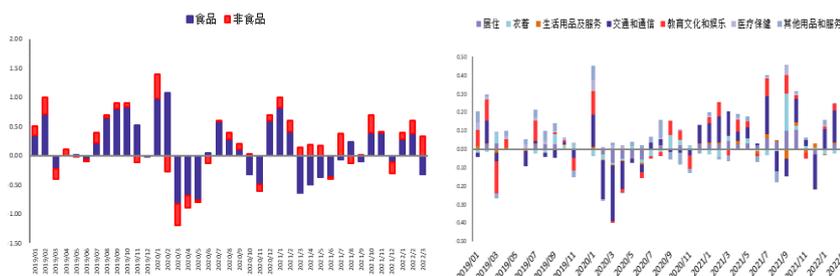
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 1.5%，比上个月大幅上行。通胀环比平稳，食品价格下跌，非食品价格上涨。3 月份春节结束，食品价格下跌有一定季节性，但并不明显：(1) 食品方面，3 月份蔬菜价格上行 0.4%，蔬菜平均价格在年后并未过多下行，这有天气、疫情、物流多种因素影响；3 月份猪肉零售价格下行 9.3%，生猪需求在春节后迅速下行，猪肉出栏高于需求，猪肉价格回落，市场供给仍然比较充足；他食品方面，水产品鲜果价格下跌，粮油价格上行；(2) 非食品价格方面，受到原油价格上行的影响，交通工具用燃料价格上行 7.1%，水电燃气价格上行 0.7%；在服务类价格方面，旅游价格下行 2.6%，其他服务上行 1.0%，服务类价格整体略微下行。

从食品价格来看，猪肉需求年后回落，猪肉供给仍然较为充足。春节过后消费渐趋平稳，生猪市场继续消化库存。猪肉价格已经跌破成本线，4 月份猪肉价格预计小幅震荡。蔬菜价格受到物流和天气影响 3 月份小幅上行，蔬菜价格仍然处于高位。

从非食品价格来看，原油价格上行带来了能源价格的走高。另一方面服务类价格有所回落，消费低迷影响着物价的运行。下半年通胀面临着能源价格高位以及食品价格回升的双重压力，通胀总体水平走高。

图 3: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、猪肉和蔬菜价格

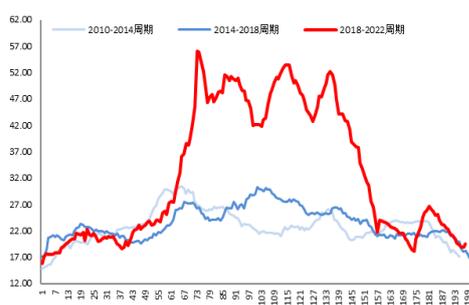
2018-2022 年猪周期已经运行接近尾声，生猪价格处于低位，春节后是价格的低点。能繁母猪存栏下行，生猪去产能继续，随着去产能的进行，生猪价格逐步震荡回升。

3 月份猪肉供给增加，但需求仍然不够理想。生猪市场消费低迷，生猪价格继续回落。生猪价格已经回落至历史低位，预计下半年生猪价格回升。4 月份预计猪肉价格可能震荡。

图 4：母猪存栏增速 (%)



图 5：三轮猪周期生猪价格对比 (元/公斤)

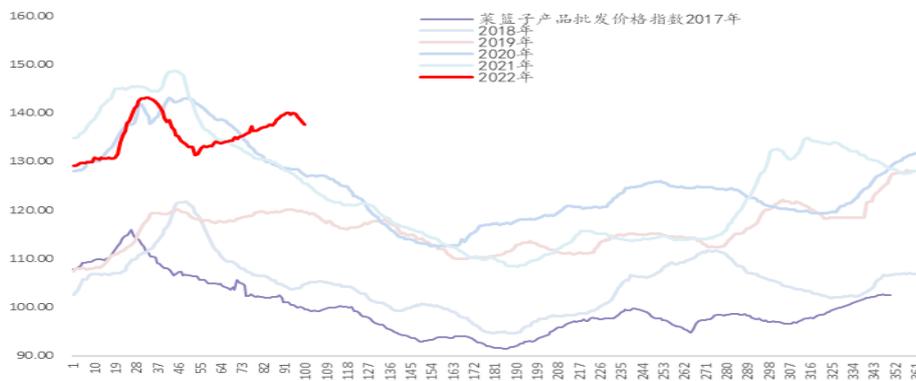


资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大，同时 3 月份物流也受到一定程度的影响。春节后蔬菜价格下跌有限，3 月下旬反而大幅上行。4 月前 9 天蔬菜价格开始回落，天气晴好助力蔬菜价格走低，但全国的物流阻断使得蔬菜价格下跌并不顺畅。

图 6：蔬菜价格指数回落 (%)



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

## 三、全年通胀预期上行

3 月份 CPI 环比平稳，食品价格回落与能源价格上行相抵消。食品价格方面，3 月份有雨雪天气，加上物流不畅，蔬菜价格春节短暂回落重新走高，3 月份平均价格仍然小幅上行。生猪出栏较多，但需求低迷，尤其是疫情限制，需求雪上加霜，猪肉价格继续大幅下跌。3 月份原油价格受地缘政治影响继续上行，同时带动其他能源和大宗商品价格上行，上游价格再次挤压下游价格。3 月份核心 CPI 环比小幅下行，同比平稳。

全年通胀预期上行，而上行的幅度仍然有不确定性：(1) 通胀上行部分是由于物流阻断造成的，价格在短期疫情严控的情况下有所反应。新时期疫情严控状态下，物价上行可以预期，物流和人员阻断下对价格的影响仍然在观察；(2) 俄乌冲突仍然演绎，全球物流重新洗牌规划，带来了全球大宗商品价格的上行，从能源商品到农产品价格均出现抬升，我国输入性通胀压力较大。居民生活成本（汽油、燃气价格）走高，生产企业的价格转移也在持续进行，带来了消费品价格的升高。

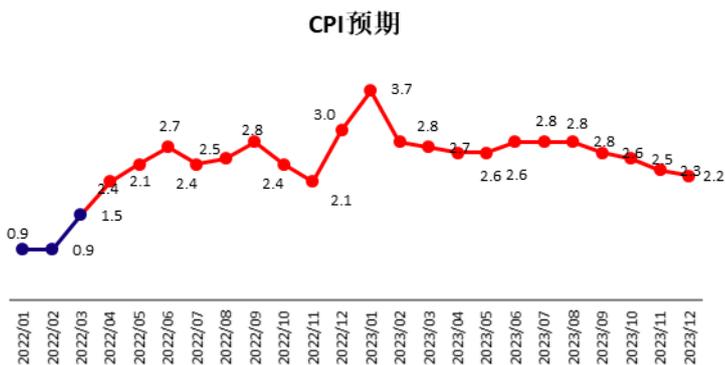
通胀上行在各方面压低经济增长：首先，物价上行会使得消费者减少支出，带来了整体社会消费的回落；其次，原材料价格上行压制了下游行业生产利润，使得企业推迟投资；最后，通胀压制了货币政策的实施，使得央行的货币政策掣肘。

要明确现阶段“滞胀”初现，经济恢复速度并不理想：(1) 新冠疫情防控使得服务业受到重创，平均工资增速水平上行缓慢，我国终端需求疲软；(2) 终端需求的疲软使得下游行业并不能顺畅涨价，消费者可承受的价格上涨有限，则下游行业企业生产会受到影响；(3) 海外需求可能处于回落的过程，全球货币收紧下的需求收缩以及我国疫情严控下的订单转移会带来海外需求的回落，进而影响企业生产；(4) 稳增长措施仍然显得不足，房地产行业出清并未完成，行业反转需要等待。

在此种情况下央行的货币选择显得尤为艰难，宽信用渠道受阻的情况下，央行的货币宽松效果不及预期。而美联储等外围市场收紧的条件下，央行的货币宽松也有所谨慎。“滞胀”环境中财政政策比货币政策更能保障经济运行，财政政策目前只在基建上发力。对于中小企业的直接救助（参考 2020 年 3 月份）并未展开，同时对于消费者的救助也没有讨论。如果猪周期在下半年缓慢反弹，那么通胀水平可能处于温和上行，货币政策在下半年更有可为。

现阶段我国通胀仍然处于可控阶段，下半年成本压力和猪周期回升，预计 3、4 季度可能达到 2.5% 以上，个别月份 CPI 运行超过 3%。但如果通胀的趋势不改，预计 2023 年通胀水平会惯性上行，带来更大的压力。2022 年 4 月份翘尾影响 1.8%，预计新涨价因素小幅上行，CPI 同比增速约在 2.0% 左右。预计 2022 年全年 CPI 增速 2.2%-2.4%，2023 年 CPI 水平可能达到 2.7% 左右。

图 7：2022-2023 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 四、PPI 未来逐步回落

工业生产者价格（PPI）同比涨幅缩小，生产资料环比上行。3 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比 8.3%，环比回升 1.1%。2022 年翘尾水平预计 6.3%左右，翘尾水平逐步走低。上游能源受到地缘政治的影响上行，PPI 环比涨幅扩大，大宗商品总体处于高位，PPI 环比上行速度弱于去年。2022 年 PPI 水平预计在 6.7%左右。

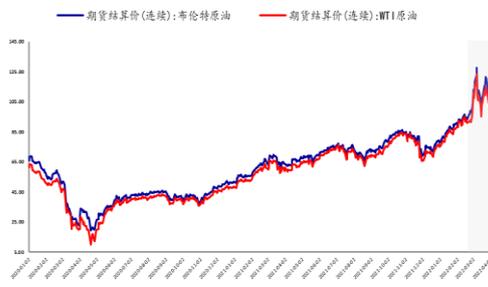
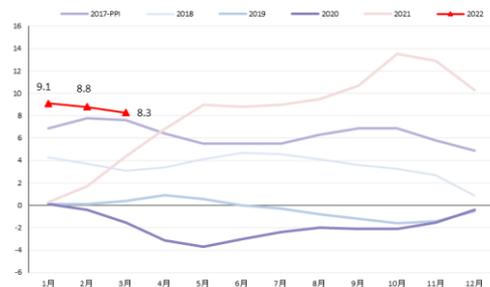
3 月份 PPI 环比上行，上游原材料价格大幅上行，黑色产业链商品出厂价格走高，原油价格大幅上涨，其产业链相关产品价格抬升：（1）国际原油价格上行带动国内石油及相关产业价格走高；布伦特和 WTI 原油期货价格 3 月份分别上行 19.5%和 18.0%；石油开采业价格上行 14.1%，石油、煤炭及其他燃料加工业产品价格上行 7.9%，化学原料和化学制品制造业价格上行 1.8%；（2）受到国际能源价格紧张影响以及稳增长的需要，我国煤炭价格重新上行，3 月份焦煤期货价格上行 20.4%，焦炭价格上行 13.2%，但煤炭出厂价格仍然受到一定程度的管制，仅仅上行 3.97%；煤炭开采和洗选业价格上行 2.5%，黑色金属采矿业上行 4.2%，有色金属冶炼上行 1.5%；（3）消费类行业稍有回升，农副食品加工价格上行 1.2%。

预计 4 月份基数水平与 3 月份持平，环比小幅下滑，4 月份我国 PPI 回落：（1）能源价格处于高位，但有一定程度的回落；（2）疫情防控下工厂开工下滑，稳增长措施延后，带来了出厂价格的下行；（3）物流阻塞得到缓解，反映大宗商品运输为主的 BDI 回落，预示着未来 PPI 环比涨幅减弱。

预计 4 月份 PPI 环比回落，4 月份 PPI 水平在 7.3%左右。2022 年 PPI 前高后低，全年预计在 6%左右，受到基数影响，PPI 在 4 季度是低点。

图 8：3 月份 PPI 同比回落（%）

图 9：原油期货价格剧烈波动（美元/桶）

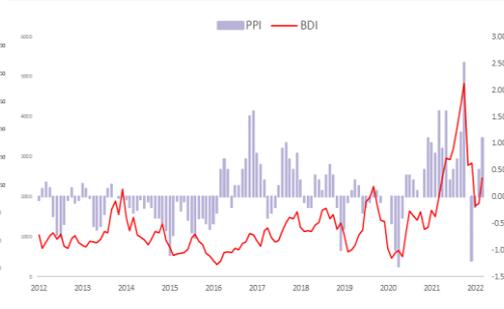


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）

图 11：物流指数回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺，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本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn