

通胀压力或被平稳消化

3月通胀数据点评

食品、能源驱动通胀超季节性上涨，但外部货币环境和疫情反复或阻碍通胀传导。

- 3月份CPI环比涨幅超出季节性，高于此前10年同期涨幅均值0.6个百分点，主要驱动因素是食品和能源价格。食品价格超过季节性的主因是猪肉价格大幅下跌后触底企稳；能源价格则与俄乌冲突后的国际油价上涨有关。这两方面因素都不反映通胀的趋势性抬头。
- 短期来看，西方抛储和俄原油减产有限，或将打压油价涨势。由于西方对俄罗斯能源贸易的制裁难以形成闭环，美国及盟友抛售储备的规模在短期内甚至可能超过俄罗斯减产的规模。
- 长期来看，全球货币购买力见顶回落，可能改变国际油价趋势。从历史数据看，欧元汇率与油价周期关系紧密。近期欧元以及日元的贬值正在消耗以美元衡量的全球过剩购买力。
- 通胀压力终将从上游原材料传导到终端消费品价格的假设可能将面临修正。在外部货币购买力回落、内需受到疫情反复影响的条件下，上游通胀压力或较为平缓的被中下游消化，而不形成终端的剧烈通胀。截止今年3月份，国内非食品CPI指数较2010年底累计上涨约18.8%，而同期PPI指数上涨约10.8%。这种消化空间可能是存在的，但需要继续给予中下游企业融资支持，保障其资金链安全。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

相关研究报告

- 《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》 20210617
- 《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》 20210809
- 《跨周期的“两阶段宽信用”》 20210825
- 《单向度的宽信用并不容易》 20210908
- 《跨周期的长债收益率分析》 20210930
- 《如何看待“宽松预期落空”》 20211021
- 《货币条件率先启动》 20211111
- 《降息的宽信用作用——MLF降息点评》 20220117
- 《宽信用趋势进一步明确——LPR降息点评》 20220120

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 固定收益

证券分析师: 肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060005

证券分析师: 张鹏

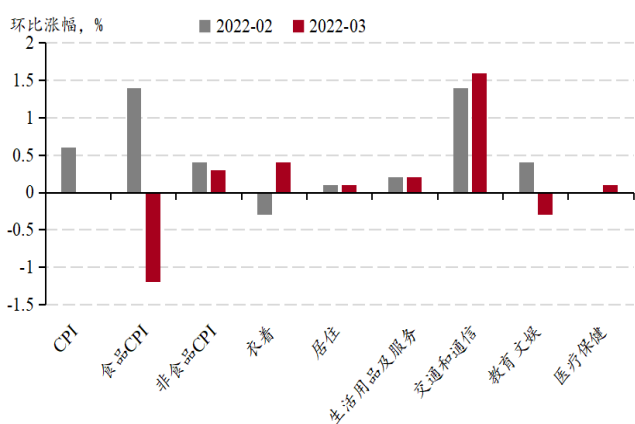
peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090001

事件:据国家统计局4月11日发布的数据,2022年3月全国居民消费价格指数CPI同比上涨1.5%,环比与前月持平;全国工业生产者出厂价格指数PPI同比上涨8.3%,环比上涨1.1%。分项来看,食品类CPI环比回落1.2%,其中猪肉价格环比回落9.3%。非食品类CPI环比温和上涨0.3%,其中仍以交通和通信类价格指数上涨最为明显,环比涨1.6%,主要反映交通燃料价格明显上涨(环比涨7.1%)的影响;其他项目中仅衣着类价格在连续两月下滑后反弹0.4%,涨幅略高,其他项目的变动较为温和。

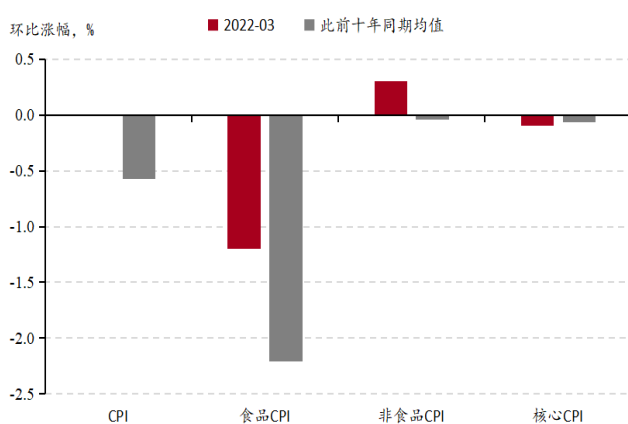
点评:CPI上涨超季节性,食品 and 能源是主要驱动因素。此前10年(2012年-2021年)的3月份CPI环比涨幅均值约为-0.57%,今年3月份该涨幅为0,超出季节性,其主要的驱动因素是食品和能源价格。其中,食品类CPI环比涨幅较此前10年同期均值高约1个百分点,是CPI涨幅超季节性的主要原因。剔除食品和能源的核心CPI环比涨幅则较此前10年的同期均值低0.04个百分点。

图表 1. CPI 主要分项环比涨幅



资料来源: 万得, 中银证券。

图表 2. CPI 主要成份与季节性对比



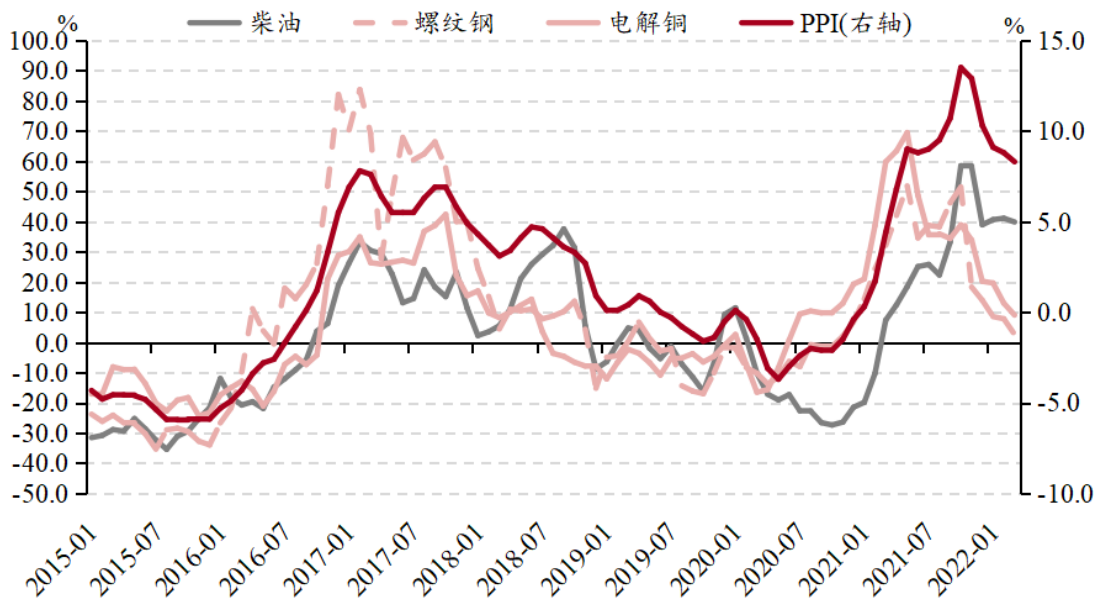
资料来源: 万得, 中银证券。注: 核心CPI从2013年开始公布, 因此其历史同期均值取2013年到2021年数据计算。

综合来看, 食品和能源两方面因素都不代表通胀的趋势性抬头: 食品价格涨幅超季节性的主要原因是猪肉价格持续下降后的止跌企稳。由于2月底以来大中城市猪粮比价持续低于5:1, 3月份发改委连续进行两轮中央冻猪肉收储, 遏止肉价下滑势头。但在前期存栏压力尚未消解、疫情反复又影响人员流动和聚集型消费的情况下, 上半年猪肉供过于求状况难改。此外, 本轮能繁母猪的快速补栏阶段主要发生在2020年2季度, 距今仅过两年左右, 去库存的难度也很大。

从对利率影响更直接的非食品价格来看, 3月俄乌冲突搅动国际能源市场, 带动国内油价较快上行, 但包括油价在内的国内部分重要工业品价格涨幅已趋于收敛。3月, 国内柴油市场价同比涨幅平均从2月的41.1%小幅降至39.9%, 电解铜同比涨幅从2月的13%降至9%, 螺纹钢价格同比涨幅更是从2月的7.8%较快回落至2.6%。

向后看, 以油价为代表的大宗商品价格可能面临变局。短期来看, 西方抛储和俄石油减产有限, 或将打压油价涨势。从基本面来看, 俄乌冲突对原油供给缺口的实际影响仍未得到充分验证。如我们在此前一系列的高频数据报告中提到的, 美欧等西方国家在初期的对俄制裁中, 一直在竭力降低对国际能源贸易的影响; 3月下旬在俄罗斯与部分欧洲客户的天然气“卢布结算之争”中, 俄欧双方虽有分歧, 但也保持了沟通, 反映双方或在能源贸易上仍有“斗而不破”的意愿。此外, 多数新兴市场国家并未参与美欧对俄罗斯的经济制裁, 从而使制裁难以形成“闭环”。

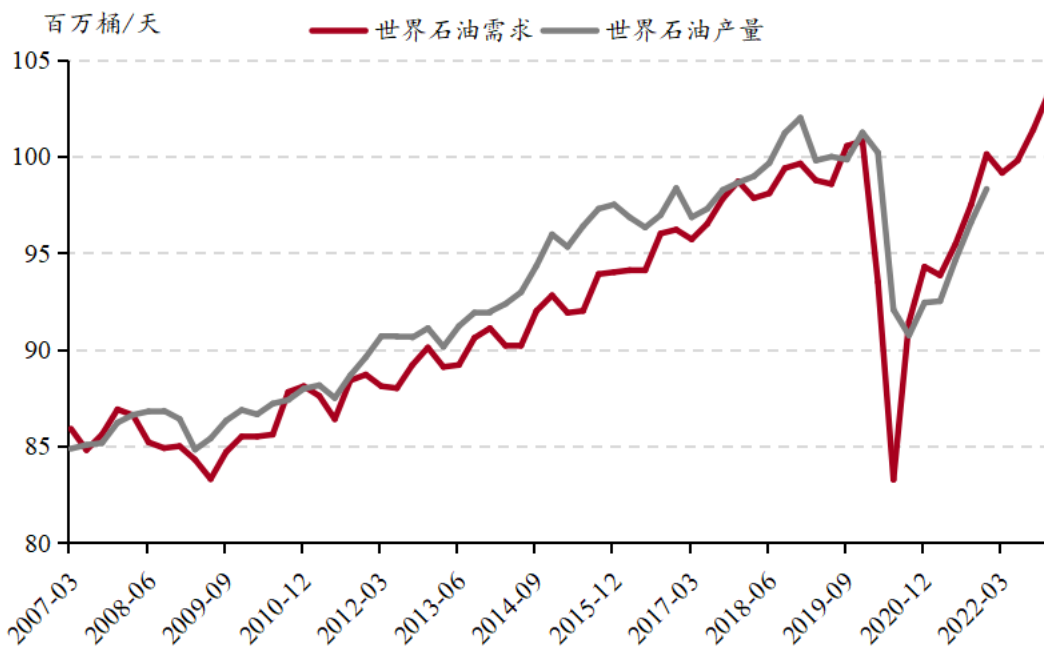
图表3.重要工业品价格与PPI同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

因此，国际市场上俄罗斯石油供给的减少幅度可能不及市场最初预期。4月7日，俄罗斯副总理诺瓦克对俄罗斯电视台表示，俄4月石油产量可能环比下降4-5%。这个幅度约合50万桶/天产量，下降幅度远小于市场预期。而另一边，美国已宣布未来6个月内释放1.8亿桶石油储备、其盟友也宣布将额外释放6000万桶石油储备。若都以6个月为期限，则美国及其盟友宣布的储备抛售预计将在未来6个月，平均每天为市场带来130万桶以上的额外石油供给。因此，短期内新增的石油供给甚至可能超过俄罗斯供给的减少，反而导致供求缺口缩小。根据EIA、OPEC等组织的估算，截止2021年底国际石油供求的缺口接近200万桶/天。

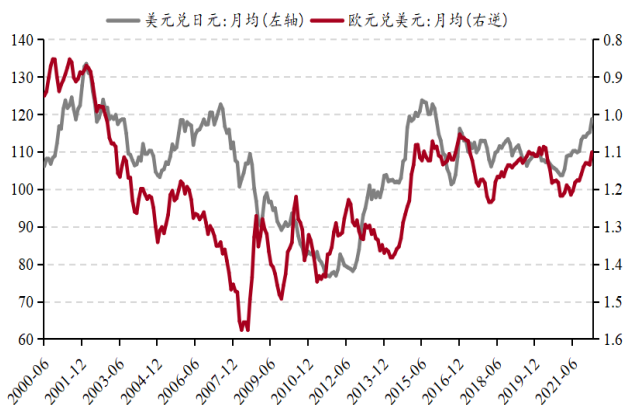
图表4.世界石油供求



资料来源：万得，中银证券。世界石油产量由EIA估算，世界石油需求量由OPEC组织估算。

长期来看，全球货币购买力见顶回落可能改变国际油价趋势。本轮资源价格大涨的根本原因是发达经济体的货币超发、形成过剩购买力。但若依赖资源进口的经济体出现本币贬值，实际上会消化这些经济体以美元计量的购买力，这可能是结束资源价格飙升的一种方式。近期，欧元和日元兑美元汇率均已出现贬值趋势。这一过程实际上正在消耗以美元衡量的全球过剩购买力。从历史数据看，欧元汇率与油价周期关系紧密。当前二者呈分化趋势，或预示着油价的运行趋势将出现变化。

图表 5. 近期欧元和日元贬值明显



资料来源：万得，中银证券。

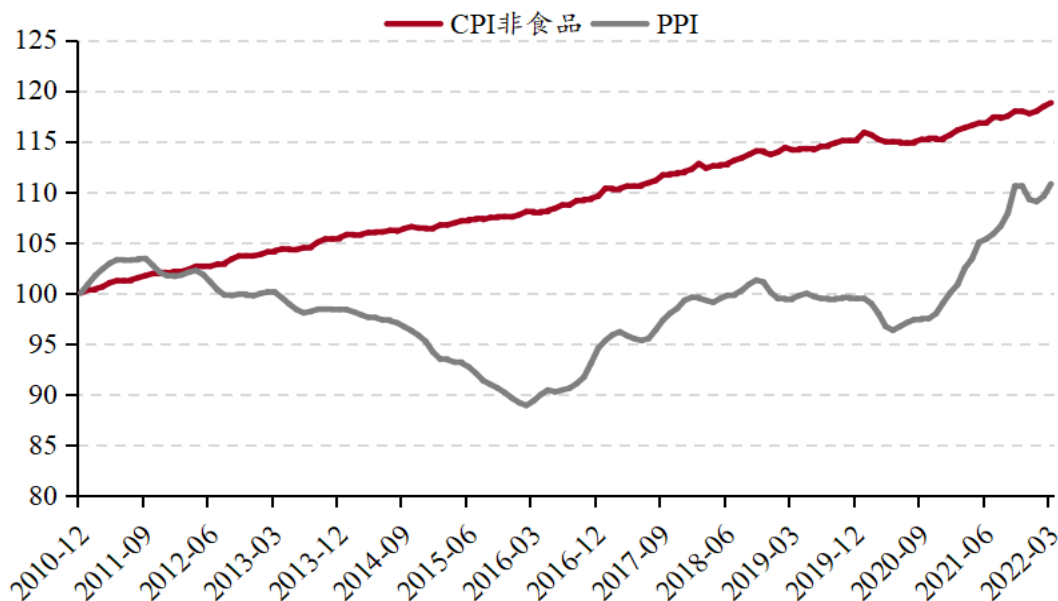
图表 6. 欧元汇率与国际油价周期关系密切



资料来源：万得，中银证券。

综上所述，3月通胀上涨超出季节性并不意味着通胀趋势性抬头。而且从内外部环境判断，“通胀压力终将从上游原材料传导到终端消费品价格”的预设情景或需进行修正。在外部货币购买力回落、内需受到疫情反复影响的条件下，上游通胀压力可能在中下游被较为平缓的消化，而不形成终端的剧烈通胀。截止今年3月，国内非食品CPI指数较2010年底累计上涨约18.8%，而同期PPI指数上涨约10.8%。这种消化空间可能是存在的，但需要继续给予中下游企业融资支持，保障其资金链安全。

图表 7. CPI 非食品和 PPI 定基指数



资料来源：万得，中银证券

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371