



中航证券研究所

分析师: 符昉

证券执业证书号: S0640514070001

分析师: 刘庆东

证券执业证书号: S0640520030001

邮箱: liuqd@avicsec.com

## PPI 下行节奏放缓但趋势不变, 未来 3 个月警惕 CPI 超预期上行

### ——2022 年 3 月通胀数据点评

2022 年 4 月 11 日

#### ➤ 事件:

2022 年 3 月, CPI 同比+1.5%, 环比 0, 核心 CPI 同比+1.1%, 环比-0.1%; PPI 同比+8.3%, 环比+1.1%, PPIRM 同比+10.7%, 环比+1.3%。

#### ➤ 核心观点:

➤ **疫情导致物流受阻和能源价格上行, 3 月 CPI 环比涨幅超季节性、同比较上月抬升:** 2022 年 3 月 CPI 环比为 0, 强于近 5 年历史同期均值的-0.70%。扣除食品和能源后, 3 月核心 CPI 环比-0.1%, 基本符合季节性(近 5 年均值-0.14%)。鲜菜、蛋类、粮食和食用油等环比强于季节性, 带动 3 月 CPI 食品项环比强于季节性, 同时能源价格上行带动 CPI 非食品项强于季节性。非食品中的工业消费品价格环比+1.1%, 汽油、柴油和液化石油气价格分别环比+7.2%、+7.8%和+6.9%。2022 年 3 月 CPI 同比+1.50%, 较上月+0.60PCTS, 高于市场预期的+1.30%和我们预期的+1.20%。食品中的猪肉价格虽然对 CPI 同比的拖累作用依然较强, 但鲜菜、蛋类和粮食等同比上行幅度加大, 对冲了猪肉价格同比的下行, 同时, 3 月地缘政治冲突持续下, 能源价格同比加速上涨, 对 CPI 同比较上月提升亦有带动作用。总体来看, 2022 年 3 月 CPI 同比涨幅扩大主要受到地缘冲突的持续和国内疫情的加剧的影响。一方面, 能源价格上涨带动 CPI 非食品项同比涨幅扩大, 另一方面, 能源价格上涨、国际化肥和粮油价格上涨以及疫情之下物流受阻共同带动鲜菜、蛋类、粮油等食品价格上行, 食品项对 CPI 的拖累作用较上月显著减弱。往后看, 在猪肉价格对食品项的拖累逐步减弱、4 月到 6 月 CPI 翘尾因素逐渐走高的情况下, 地缘冲突的发展变化和国内疫情的防控效果将是决定未来几个月 CPI 同比是否会持续超预期的关键因素。总体来看, 我们认为 2 季度 CPI 存在一定的持续超预期上行风险, 但在 4 月到 6 月间突破 3%, 制约货币政策的可能性并不大。

➤ **PPI 环比加速上行, 同比在翘尾因素作用下继续回落:** 2022 年 3 月 PPI 同比+8.3%, 较上月-0.5PCTS, 略高于市场和我们预期的+8.0%, 环比+1.1%, 较上月+0.6PCTS, 略高于我们预期的+1.0%。2022 年 3 月 PPIRM 同比+10.7%, 较上月-0.5PCTS, 环比+1.3%, 较上月+0.9PCTS。进入 2022 年 3 月, 国内煤价上行, 钢价相对平稳, 国际油价在地缘政治突发事件持续下继续高位震荡。分上中下游来看, 上游 PPI 环比和同比涨幅高于下游。上游的煤炭、石油和有色开采业 PPI 同比、环比均较上月提升, 下游的制造业 PPI 上行也较为普遍, 总体上反映了地缘冲突持续之下, 能源和大宗商品价格上行对工业的全面影响, 下游承担了更大的成本压力。本月地缘冲突下国际大宗商品价格继续上行是 PPI 回落幅度不如预期的核心原因。展望后市, 我们认为基于翘尾因素, PPI 同比仍将逐渐下行, 但国际地缘冲突发展和国内疫情发酵之下, PPI 回落节奏可能较之前预计的有所减缓。

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

## 1、疫情导致物流受阻和能源价格上行，3月CPI环比涨幅超季节性、同比较上月抬升

2022年3月CPI环比为0，强于近5年历史同期均值的-0.70%。扣除食品和能源后，3月核心CPI环比-0.1%，基本符合季节性（近5年均值-0.14%）。具体来看：1，CPI食品项环比-1.20%，强于近5年历史同期均值的-2.88%。虽然CPI猪肉项环比-9.30%，但鲜菜（3月环比+0.40%，近5年均值-10.40%）和蛋类（3月环比+0.30%，近5年均值-5.02%）环比显著强于季节性，粮食（3月环比+0.5%，5年均值+0.01%）和食用油（3月环比+0.40%，5年均值+0.12%）环比也强于季节性，带动3月CPI食品项环比强于季节性。鲜菜、蛋类、粮食和食用油价格的超季节性上行，一是受到国际粮油、化肥价格上涨的影响，二是受到疫情防控下物流受阻和能源价格上行作用下，运费价格抬升的影响。2，3月CPI非食品项环比+0.30%，强于近5年历史同期均值的-0.14%，主要受地缘政治冲突下能源价格上行影响。非食品中的工业消费品价格环比+1.1%，涨幅比上月扩大0.3个百分点。此外，能源价格上涨也带动交通工具用燃料环比（3月环比+7.1%，近5年均值-0.54%）超季节性上行，其中，汽油、柴油和液化石油气价格分别环比+7.2%、+7.8%和+6.9%。

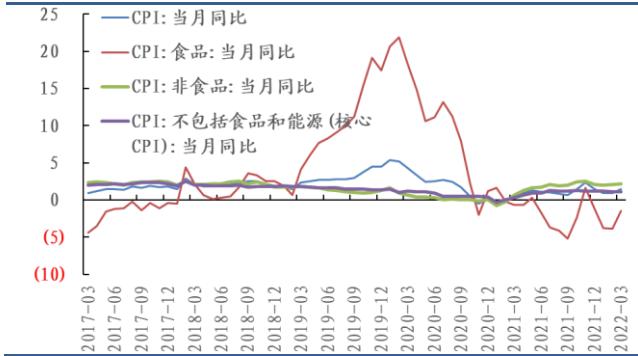
2022年3月CPI同比+1.50%，较上月+0.60PCTS，高于市场预期的+1.30%和我们预期的+1.20%。分食品和非食品看，食品项同比-1.50%，较上月+2.4PCTS，非食品项同比+2.20%，较上月+0.10PCTS，食品项对CPI同比拖累作用较大幅度减弱是3月CPI同比较2月上行的主因。具体来说，食品中的猪肉价格虽然同比-41.40%（上月-42.50%），对CPI同比的拖累作用依然较强，但鲜菜（同比+17.20%，上月-0.10%）、蛋类（同比+7.0%，上月+2.6%）和粮食（同比+2.0%，上月+1.5%）等同比上行幅度加大，对冲了猪肉价格同比的下行，使得本月食品项对CPI同比的拖累作用较上月显著降低，最终带动本月CPI较上月上行0.6PCTS。同时，3月地缘政治冲突持续下，能源价格同比加速上涨，对CPI同比较上月提升亦有带动作用：3月工业消费品价格上涨3.5%，涨幅比上月扩大0.4个百分点。其中，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨24.6%、26.9%和27.1%，涨幅均有扩大。

总体来看，2022年3月CPI同比涨幅扩大主要受到地缘冲突的持续和国内疫情的加剧的影响。一方面，能源价格上涨带动CPI非食品项同比涨幅扩大，另一方面，能源价格上涨、国际化肥和粮油价格上涨以及疫情之下物流受阻共同带动鲜菜、蛋类、粮油等食品价格上行，食品项对CPI的拖累作用较上月显著减弱。

往后看，猪价对CPI食品项的拖累将持续走弱。2月、3月连续两个月，猪价每月环比下跌9%左右。截止4月8日，猪肉平均批发价18.22元/公斤，已经接近历史最低价，结合连续8个月为负的能繁母猪存栏变化率，猪价即使下探，空间也比较有限。另一方面，去年4月到10月猪价逐月下行，4月到6月期间每月跌幅更是达到-14.0%到-15.6%。猪价向下空间有限，叠加去年4月到10月猪价基数的持续走低（其中4月到6月基数走低速度最快），后续猪价同比对CPI的拖累将持续走弱，4月到6月期间走弱幅度可能更大。在猪肉价格对食品项的拖累逐步减弱、4月到6月CPI翘尾因素逐渐走高的情况下，地缘冲突的发展变化和国内疫情的防控效果将是决定未来几个月CPI同比是否会持续超预期的关键因素。总

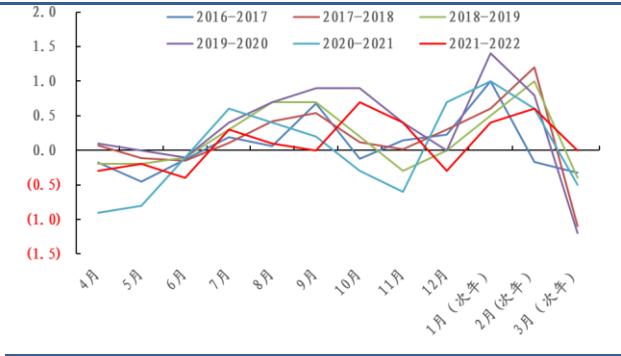
体来看，我们认为 2 季度 CPI 存在一定的持续超预期上行风险，但在 4 月到 6 月间突破 3%，制约货币政策的可能性并不大。

图表 1: CPI 同比走势 (%)



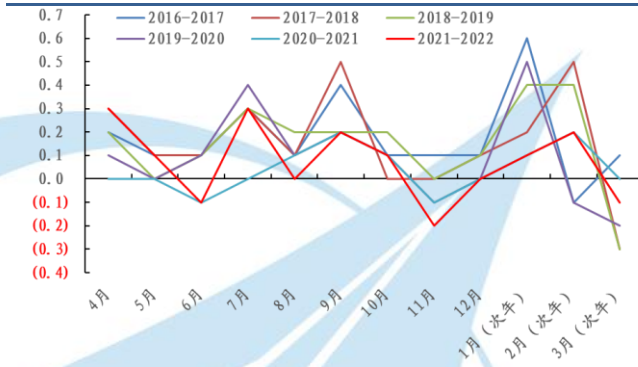
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 2: CPI 环比走势 (%)



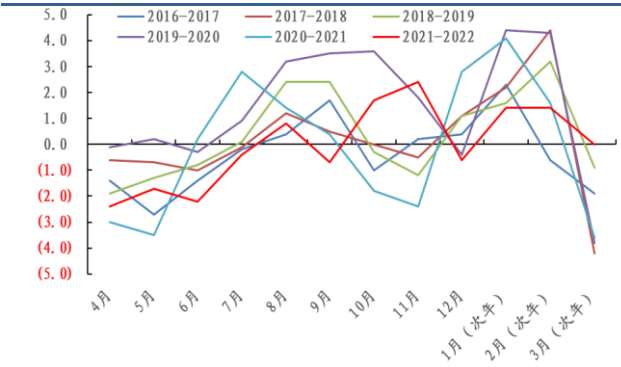
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 3: 核心 CPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 4: 食品 CPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 5: CPI 分项目同比和环比情况 (%)

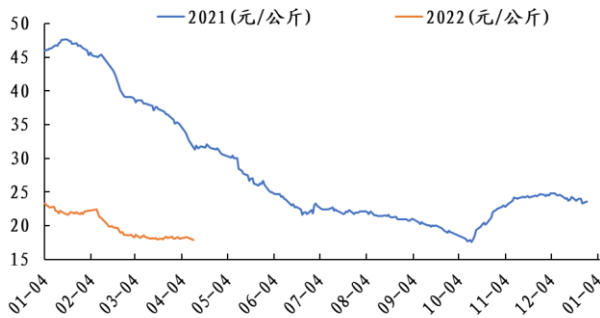
	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03
CPI: 当月同比	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70	0.80	1.00	1.10	1.30	0.90	0.40
CPI: 食品烟酒: 当月同比	-0.30	-1.80	-1.80	-0.10	1.70	-0.90	-2.80	-2.00	-1.80	-0.40	0.80	0.10	0.10
CPI: 衣着: 当月同比	0.60	0.60	0.40	0.60	0.50	0.50	0.50	0.50	0.40	0.40	0.40	0.20	0.10
CPI: 居住: 当月同比	1.30	1.40	1.40	1.60	1.70	1.70	1.30	1.10	1.10	0.90	0.70	0.40	0.20
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	0.90	0.60	0.40	0.80	0.50	0.90	0.50	0.60	0.30	0.30	0.40	0.40	0.00
CPI: 交通和通信: 当月同比	5.80	5.50	3.20	5.00	7.60	7.00	5.80	5.90	6.90	5.80	5.50	4.90	2.70
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	2.60	2.50	2.90	3.10	3.00	2.90	3.20	3.00	2.70	1.50	1.50	1.30	0.40
CPI: 医疗保健: 当月同比	0.70	0.60	0.60	0.70	0.60	0.60	0.40	0.40	0.40	0.30	0.20	0.10	0.20
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	2.10	0.30	-0.10	-0.50	-0.60	-0.50	-2.80	-3.90	-1.30	-0.90	-0.90	-1.30	-1.50
CPI: 环比	0.00	0.60	0.40	-0.30	0.40	0.70	0.00	0.10	0.30	-0.40	-0.20	-0.30	-0.50
CPI: 食品烟酒: 环比	-0.30	1.20	1.10	-0.30	1.60	1.20	-0.40	0.50	-0.20	-1.40	-1.00	-1.50	-2.40
CPI: 衣着: 环比	0.40	-0.40	-0.40	0.10	0.30	0.30	0.80	-0.10	-0.40	-0.80	0.30	0.00	0.40
CPI: 居住: 环比	0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00	0.40	0.20	0.10	0.20	0.10	0.10	0.10	0.20
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.20	0.20	-0.10	0.30	-0.40	0.30	-0.10	0.10	0.40	-0.20	-0.10	0.30	-0.10
CPI: 交通和通信: 环比	1.60	1.40	1.10	1.30	0.30	1.00	-0.20	-0.50	1.50	0.10	0.40	0.40	1.30
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	-0.10	0.40	0.20	0.00	-0.50	0.20	0.70	0.00	1.00	-0.80	0.30	0.70	-0.40
CPI: 医疗保健: 环比	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.00
CPI: 其他用品和服务: 环比	1.00	0.10	0.90	-0.10	-0.50	0.10	0.30	-0.90	0.20	0.10	0.60	0.40	-0.80

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: CPI 分项目季节性比较 (%)

	近五年均值	2022-03	2021-03	2020-03	2019-03	2018-03	2017-03
CPI: 环比	-0.70	0.00	-0.50	-1.20	-0.40	-1.10	-0.32
CPI: 食品烟酒: 环比	-1.96	-0.90	-2.40	-2.70	-0.60	-2.80	-1.31
CPI: 衣着: 环比	0.42	0.40	0.40	-0.10	0.60	0.60	0.59
CPI: 居住: 环比	0.09	0.10	0.20	-0.30	0.10	0.20	0.24
CPI: 生活用品及服务: 环比	-0.14	0.20	-0.10	-0.10	-0.30	-0.10	0.02
CPI: 交通和通信: 环比	-0.67	1.60	1.30	-2.50	-0.30	-1.50	-0.36
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	-0.77	-0.30	-0.40	-0.10	-1.40	-1.60	-0.16
CPI: 医疗保健: 环比	0.20	0.10	0.00	0.20	0.10	0.20	0.43
CPI: 其他用品和服务: 环比	-0.23	1.00	-0.80	0.40	-0.30	-0.30	0.01

资料来源: wind, 中航证券研究所

**图表 7: 2021 年和 2022 年猪肉价格走势**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图表 8: 能繁母猪存栏变化率(环比增减)走势(%)**

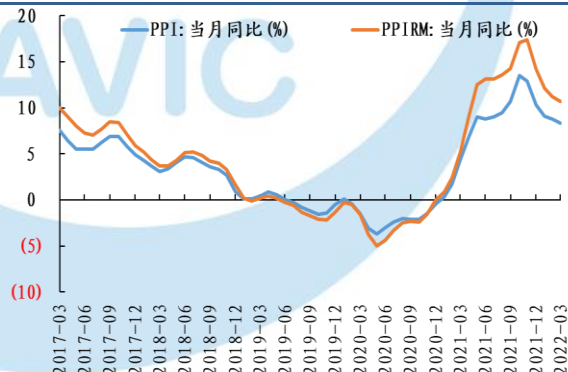

资料来源: wind, 中航证券研究所

## 2、PPI 环比加速上行，同比在翘尾因素作用下继续回落

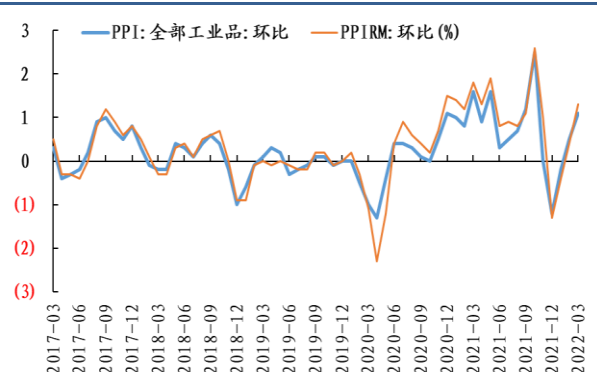
2022 年 3 月 PPI 同比+8.3%，较上月-0.5PCTS，略高于市场和我们预期的+8.0%，环比+1.1%，较上月+0.6PCTS，略高于我们预期的+1.0%。2022 年 3 月 PPIRM 同比+10.7%，较上月-0.5PCTS，环比+1.3%，较上月+0.9PCTS。

进入 2022 年 3 月，国内煤价上行，钢价相对平稳，国际油价在地缘政治突发事件持续下继续高位震荡。分上中下游来看，同比方面，2022 年 3 月 PPI 采掘工业同比+38.0%，较上月+5.0PCTS，PPI 原材料工业同比+16.7%，较上月-1.2PCTS，PPI 加工工业同比+5.7%，较上月-0.9PCTS。环比来看，2022 年 3 月 PPI 采掘工业、原材料工业和加工工业分别为+4.8%（较上月+3.5PCTS）、+2.9%（较上月+1.0PCTS）和+0.4%（较上月+0.3PCTS）。具体行业看，上游的煤炭、石油和有色开采业 PPI 同比、环比均较上月提升，下游的制造业 PPI 上行也较为普遍，总体上反映了地缘冲突持续之下，能源和大宗商品价格上行对工业的全面影响，下游承担了更大的成本压力。

本月地缘冲突下国际大宗商品价格继续上行是 PPI 回落幅度不如预期的核心原因。展望后市，我们认为基于翘尾因素，PPI 同比仍将逐渐下行，但国际地缘冲突发展和国内疫情发酵之下，PPI 回落节奏可能较之前预计的有所放缓。

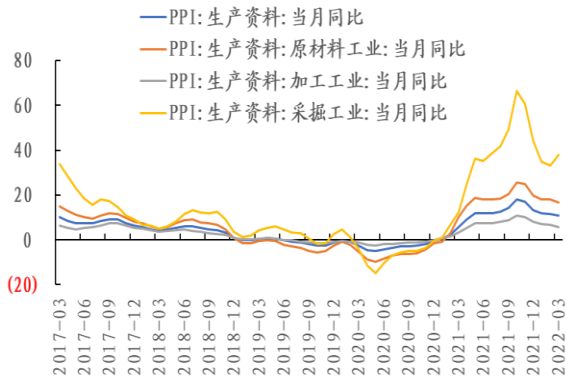
**图表 9: PPI 和 PPIRM 同比走势**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图表 10: PPI 和 PPIRM 环比走势**


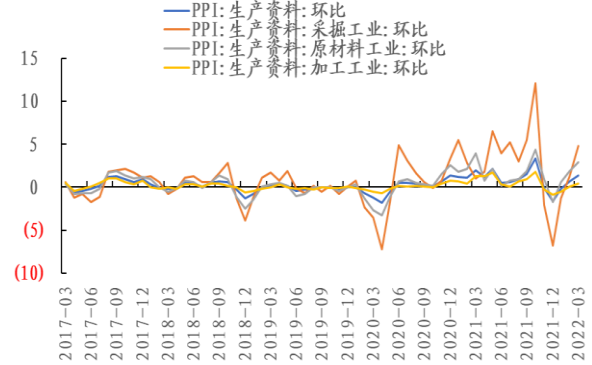
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 上中下游 PPI 同比走势 (%)



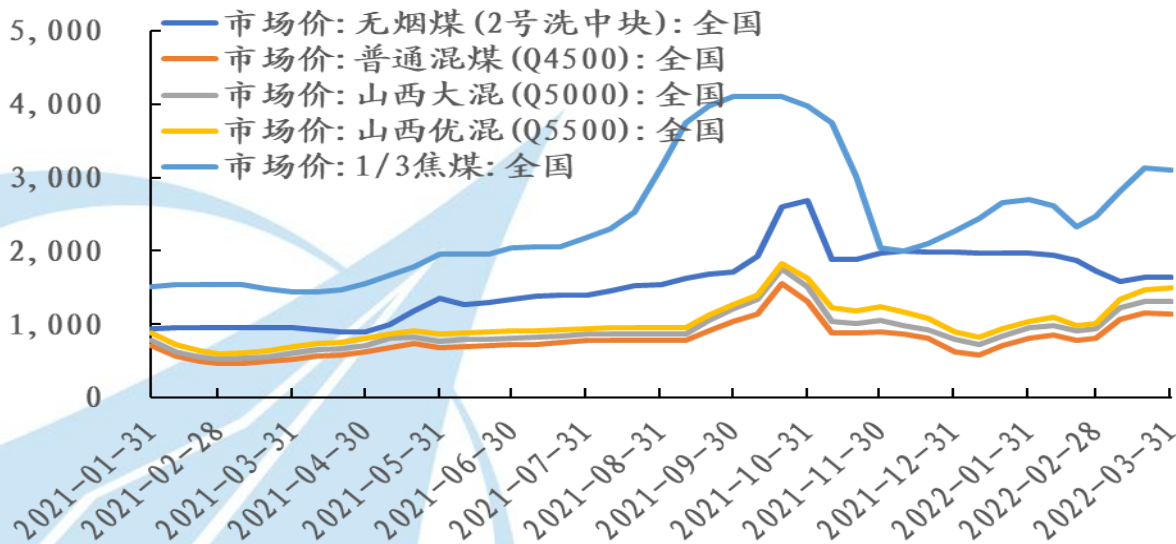
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 12: 上中下游 PPI 环比走势 (%)



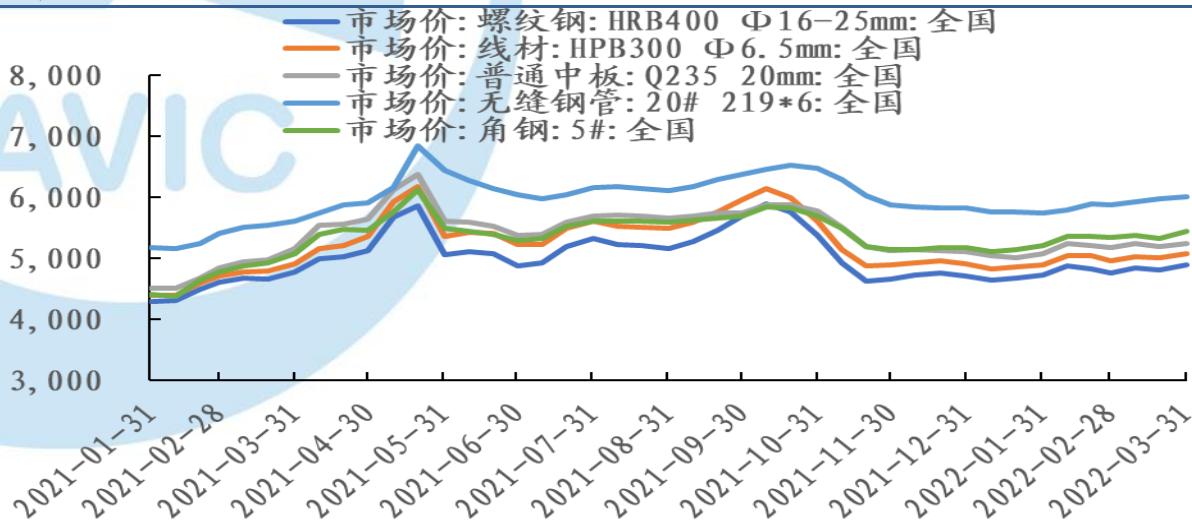
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 13: 煤炭价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 14: 钢材价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 中航证券研究所



图表 15: 原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 16: 南华工业品指数和 CRB 现货指数走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

符昞（证券执业证书号：S0640514070001），中航证券首席宏观分析师。

刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），中航证券宏观分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。