

宏观快评 | 2022年4月11日

## 研究部

宗韶晖

shzong@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

## 关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

[www.caixininsight.com](http://www.caixininsight.com)

## 报告摘要

- **“胀”加剧“滞”的风险。**3月PPI与CPI的涨幅均略超市场预期，其中外因在于俄乌冲突导致的国际大宗商品价格持续上行，内因在于疫情影响物流运输效率，我国输入性通胀压力增大。但当前通胀本身并非经济中的最大压力，而是输入性通胀拉升了企业成本，疫情又压制了国内需求，中下游企业盈利继续被压缩，从而使“滞”的风险上升。
- **PPI环比续涨。**3月PPI同比上涨8.3%，涨幅比上月回落了0.5个百分点，环比上涨1.1%，涨幅上月扩大0.6个百分点。在俄乌冲突持续演绎之下，3月国际大宗商品价格维持上涨，拉动PPI环比涨幅扩大，同比则主要是有由于去年基数较高，翘尾因素拉动同比下行。3月PPI主要依旧主要由生产资料拉动，生产资料与生活资料之间的剪刀差虽然有所收窄，但中下游企业依旧面临较高的成本压力，尤其是需求端低迷的情况下，中下游企业盈利进一步受到冲击。
- **石化产业链继续领涨。**3月PPI环比上涨的主要原因在于俄乌冲突加剧之下，国际原油与有色金属价格大幅上涨导致，从而拉动国内石化产业链和有色产业链继续上涨。除此之外，稳增长政策下基建投资发力，黑色系产品等国内大宗商品价格也出现上涨，煤炭开采和洗选业价格上涨2.5%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.4%。
- **CPI涨幅扩大。**3月CPI同比增长1.5%，涨幅比上月扩大0.6个百分点，环比由上月上涨0.6%转为持平；核心CPI同比上涨1.1%，涨幅与上月持平，环比由上涨转为下降0.1%。粮油成为拉动CPI上涨的主要因素，猪肉价格仍在继续下降，疫情影响下需求下行，核心CPI低迷。
- **粮、油、菜价格上涨。**3月食品价格同比下降1.5%，降幅比上月收窄2.4个百分点，影响CPI下降约0.28个百分点。在食品项中，价格上涨的主要是粮食、食用油和鲜菜，主要是受到了国际小麦、玉米和大豆等价格上涨及国内疫情影响，导致其涨幅超过季节性。而受到节后消费需求回落及供给充足的影响，猪肉价格环比继续下降9.3%，跌幅大于季节性。猪周期目前尚未见底，猪肉价格上半年仍将继续下行。
- **国际原油价格推升交通价格。**3月非食品价格同比上涨2.2%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，环比上涨0.3%，涨幅比上月回落0.1个百分点。非食品价格的上涨主要是由于国际原油价格上涨拉动，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨7.2%、7.8%和6.9%，从而使交通通信价格环比上涨1.6%，同比上涨5.8%，显著高于季节性。服务价格由上月持平转为下降0.2%。其中，节后需求回落叠加疫情影响，飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费和旅游价格分别下降10.0%、7.6%、3.5%和2.6%。



## 目录

一、PPI 环比续涨 .....	3
二、CPI 涨幅扩大 .....	4

## 图表目录

图表 1：PPI 继续下行 .....	3
图表 2：翘尾因素逐月下降 .....	3
图表 3：国际原油价格上涨带动石化产业链环比大幅上行 .....	4
图表 4：CPI 涨幅扩大 .....	4
图表 5：核心 CPI 同比涨幅持平 .....	4
图表 6：猪肉价格继续下行 .....	5
图表 7：交通通信价格明显上涨 .....	5

3月PPI与CPI的涨幅均略超市场预期，其中外因在于俄乌冲突导致的国际大宗商品价格持续上行，内因在于疫情影响物流运输效率，我国输入性通胀压力增大。但当前通胀本身并非经济中的最大压力，而是输入性通胀拉升了企业成本，疫情又压制了国内需求，中下游企业盈利继续被压缩，从而使“滞”的风险上升。

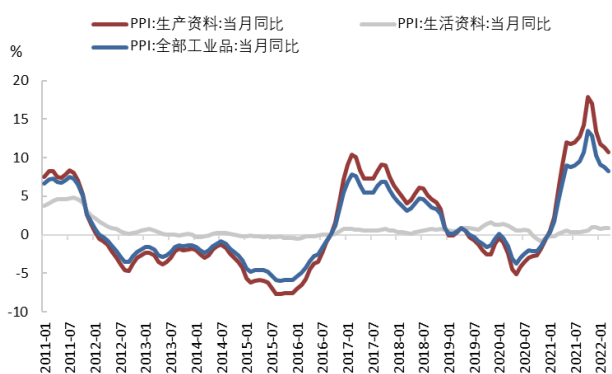
## 一、PPI 环比续涨

3月PPI同比上涨8.3%，涨幅比上月回落了0.5个百分点，环比上涨1.1%，涨幅上月扩大0.6个百分点（图表1）。在俄乌冲突持续演绎之下，3月国际大宗商品价格维持上涨，拉动PPI环比涨幅扩大，同比则主要是有由于去年基数较高，3月翘尾因素下降1.6个百分点至6.8%，因此即使新涨价因素上升1.1个百分点至1.5%，仍然无法改变PPI同比下行的趋势。4月PPI翘尾因素仍将继续下行1个百分点左右，4月以来原油等国际大宗商品价格出现下调，但仍处于高位，因此新涨价因素继续为正。PPI同比在翘尾因素下行的情况下可能仍将维持下行（图表2）。

3月PPI主要依旧主要由生产资料拉动，生产资料价格同比上涨10.7%，涨幅回落0.7个百分点；生活资料价格同比上涨0.9%，涨幅与上月相同。环比来看，生产资料价格上涨1.4%，涨幅扩大0.7个百分点；生活资料价格上涨0.2%，涨幅扩大0.1个百分点。生产资料与生活资料之间的剪刀差虽然有所收窄，但中下游企业依旧面临较高的成本压力，尤其是需求端低迷的情况下，中下游企业盈利进一步受到冲击。

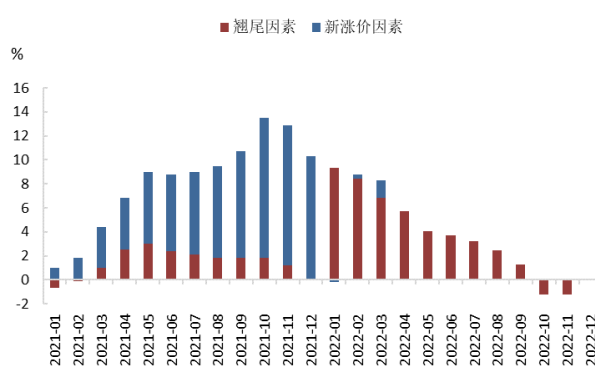
具体行业来看，3月PPI环比上涨的主要原因在于俄乌冲突加剧之下，国际原油与有色金属价格大幅上涨导致，从而拉动国内石化产业链和有色产业链继续上涨，中石油和天然气开采业价格上涨14.1%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨7.9%，化学纤维制造业价格上涨2.0%，化学原料和化学制品制造业价格上涨1.8%；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨2.7%。除此之外，稳增长政策下基建投资发力，黑色系产品等国内大宗商品价格也出现上涨，煤炭开采和洗选业价格上涨2.5%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.4%。

图表 1：PPI 继续下行



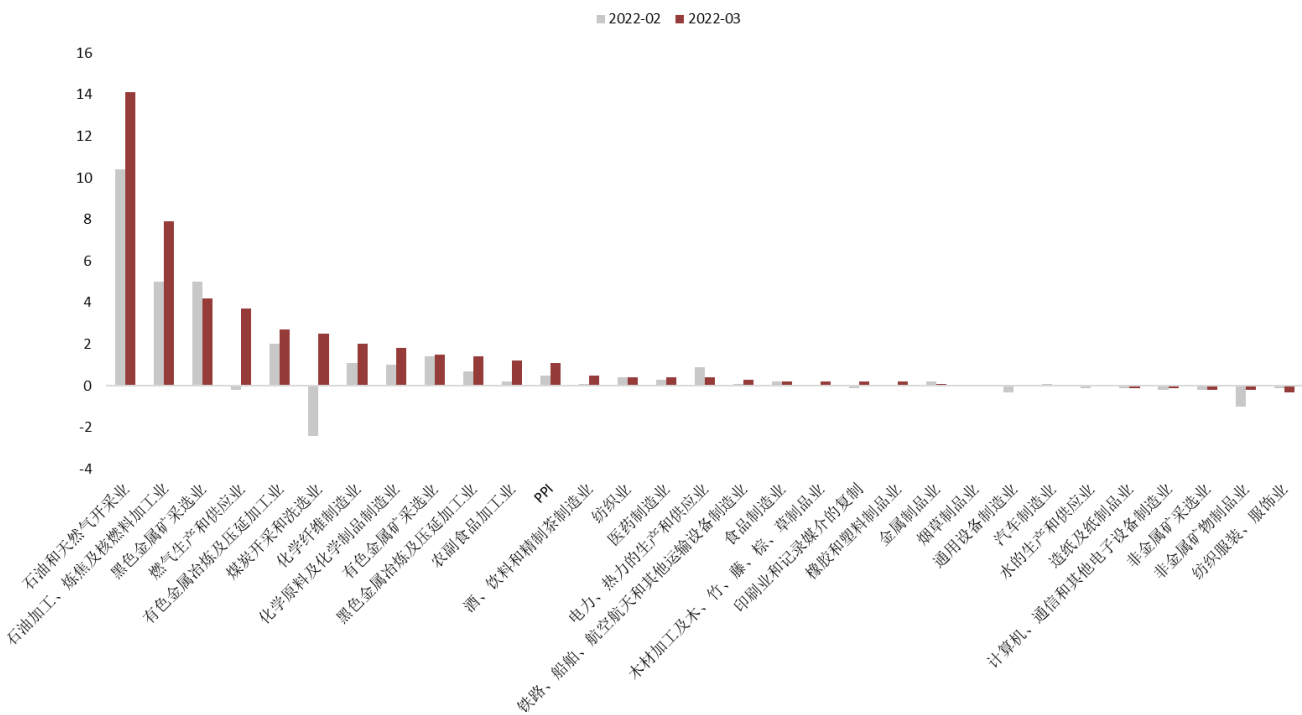
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：翘尾因素逐月下降



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：国际原油价格上涨带动石化产业链环比大幅上行



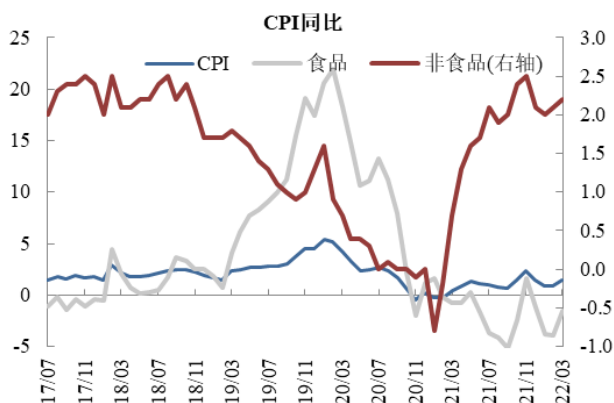
来源：Wind，莫尼塔研究

## 二、CPI 涨幅扩大

3 月 CPI 同比增长 1.5%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点，环比由上月上涨 0.6% 转为持平（图表 4）；核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅与上月持平，环比由上月下降 0.1% 转为持平（图表 5）。粮油成为拉动 CPI 上涨的主要因素，猪肉价格仍在继续下降，疫情影响下需求下行，核心 CPI 低迷。

图表 4：CPI 涨幅扩大

图表 5：核心 CPI 同比涨幅持平



来源：Wind，莫尼塔研究

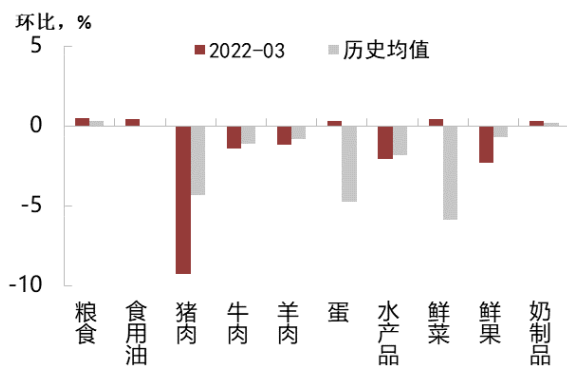
来源：Wind，莫尼塔研究

3 月食品价格同比下降 1.5%，降幅比上月收窄 2.4 个百分点，影响 CPI 下降约 0.28 个百分点。在食品项中，价格上涨的主要是粮食、食用油和鲜菜，主要是受到了国际小麦、玉米和大豆等价格上涨及

国内疫情影响，导致其涨幅超过季节性。而受到节后消费需求回落及供给充足的影响，猪肉价格环比继续下降 9.3%，跌幅大于季节性（图表 6）。猪周期目前尚未见底，猪肉价格上半年仍将继续下行。

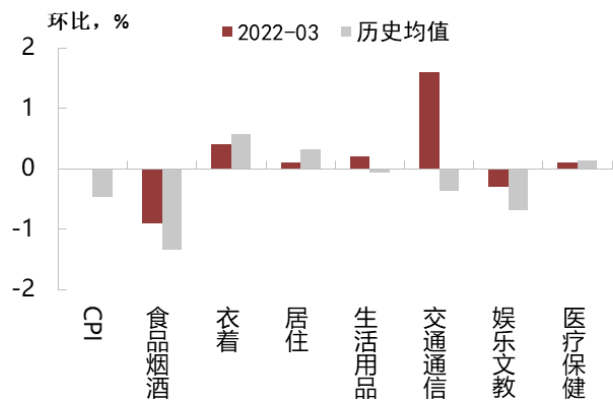
3 月非食品价格同比上涨 2.2%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，环比上涨 0.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。非食品价格的上涨主要是由于国际原油价格上涨拉动，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 7.2%、7.8%和 6.9%，从而使交通通信价格环比上涨 1.6%，同比上涨 5.8%，显著高于季节性（图表 7）。服务价格由上月持平转为下降 0.2%。其中，节后需求回落叠加疫情影响，飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费和旅游价格分别下降 10.0%、7.6%、3.5%和 2.6%。

图表 6：猪肉价格继续下行



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：交通通信价格明显上涨



来源：Wind，莫尼塔研究

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

### 上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

### 纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询: [sales.list@cebm.com.cn](mailto:sales.list@cebm.com.cn)