



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

国内通胀不足虑但国际通胀影响不可轻视

2022年4月12日

摘要:

- 3月CPI同比为1.5%，较2月回升0.6个百分点；3月PPI同比上涨8.3%，较2月回落0.5个百分点。而3月PPI与CPI同比之差为6.8%，亦较2月回落1.1个百分点，连续5个月回落，从中也可以看出通胀形势主要由PPI主导。
- 3月CPI环比为0.0%，其中食品环比为-1.2%，较上月回落2.6个百分点，主要是受食品价格的季节性波动的影响；3月CPI中猪肉价格环比为-9.3%，禽肉价格环比为-4.9%。今年CPI同比将远低于3%的目标值，我们的预测值在1.5-2%的水平，总体上全年呈现前低后高的态势；而PPI同比也处于回落之中，因而通胀在2022年将不再成为问题，稳增长才是2022年面临的主要问题。
- 从同比看，PPI价格的回落幅度开始收窄，上游价格上涨而中下游继续回落，上游和中下游之间的物价走势再度分化；而从环比看，PPI价格连续2个月重新恢复上涨，越往上游的涨幅越大。
- 俄乌冲突导致的全球能源危机对全球特别是欧洲市场的能源价格产生了巨大的影响，欧元区经济因此也受到了冲击，将会陷入滞胀的困境之中；而美国经济正处于周期高点，能源自给率较高，受俄乌冲突的影响小，因而美联储有意加快加息和缩表步伐。
- 虽然中美所面临的通胀压力有较大区别，中国主要是保增长，美国主要是压通胀，中美货币政策周期也处于相反方向。但由于美国目前劳动力市场强劲，美联储有信心实施更为激进的货币紧缩政策，将不可避免地对我国实施宽松的货币政策产生影响，而这种影响主要通过国际资本流动影响，以及美国、香港和内地的市场联动体现出来，因而从国际角度看，高通胀依然会对稳增长产生掣肘作用。

一、受猪周期影响今年 CPI 同比将远低于 3% 目标值

根据国家统计局 4 月 11 日公布的数据，3 月 CPI 同比为 1.5%，较 2 月回升 0.6 个百分点；3 月 PPI 同比上涨 8.3%，较 2 月回落 0.5 个百分点。而 3 月 PPI 与 CPI 同比之差为 6.8%，亦较 2 月回落 1.1 个百分点（图 1 所示），连续 5 个月回落，从中也可以看出通胀形势主要由 PPI 主导。

图 1 2022 年 3 月 PPI 与 CPI 同比之差继续收窄

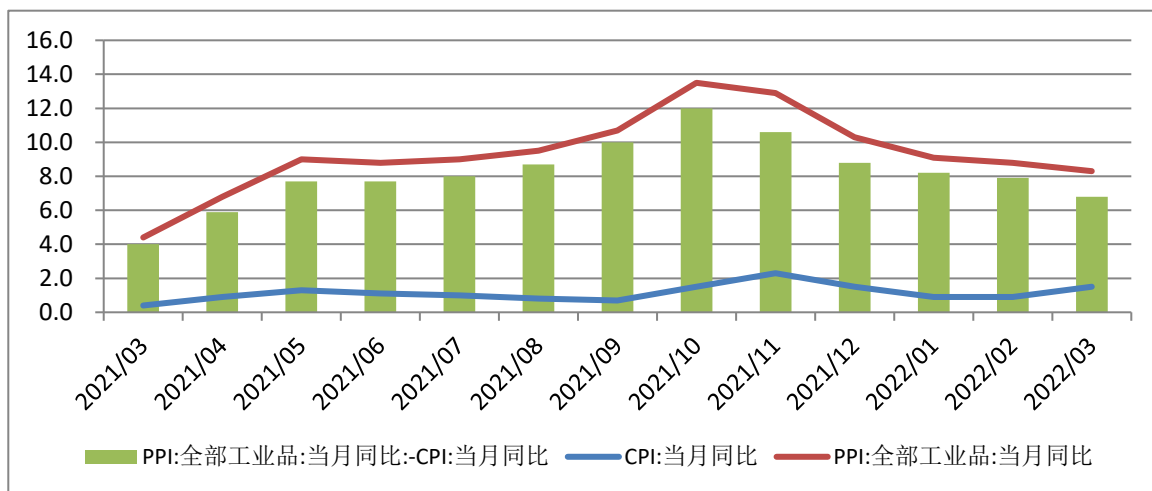
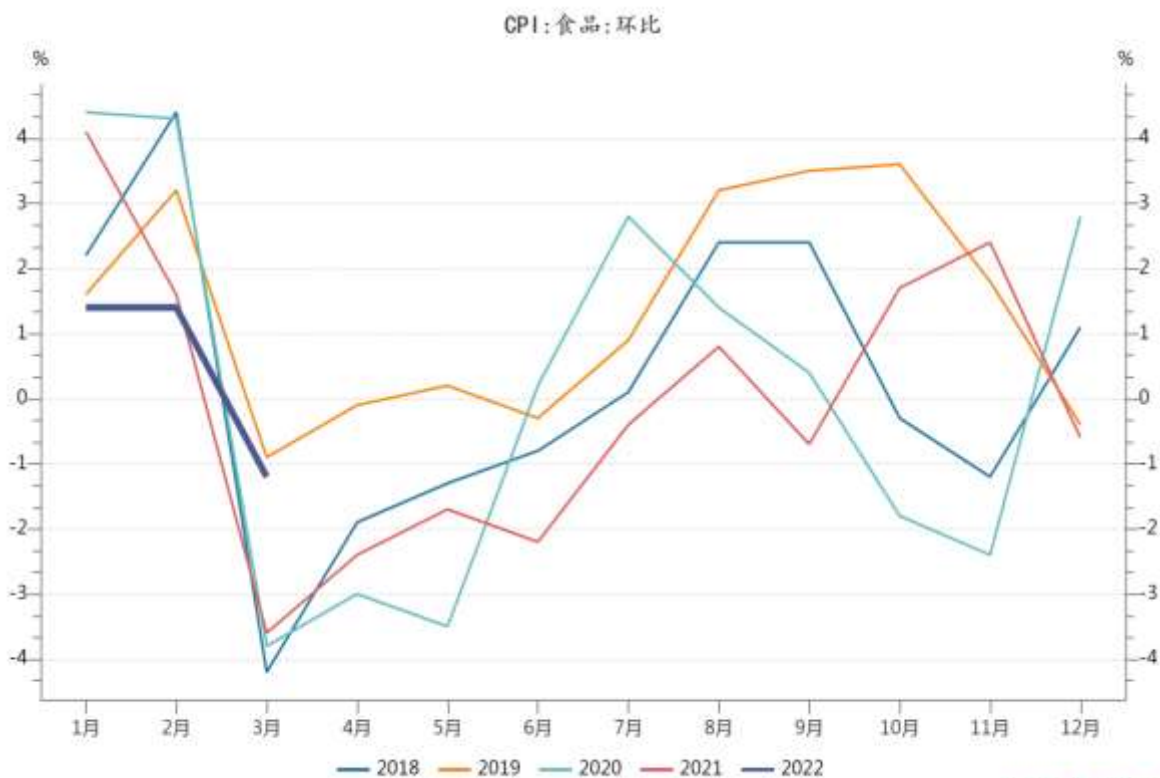


图 2 2022 年 3 月食品价格环比受食品价格季节性波动的影响



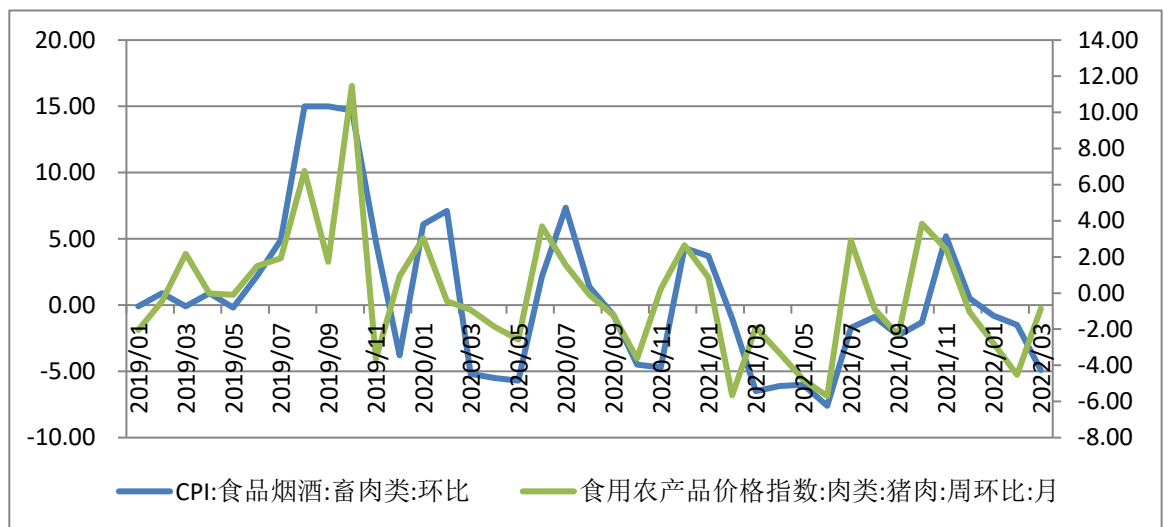
数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

2022年3月CPI环比为0.0%，其中食品环比为-1.2%，较上月回落2.6个百分点，主要是受食品价格的季节性波动的影响（图2所示）。具体而言，3月猪肉价格回落9.3%，影响CPI下降0.12个百分点，主要是受到猪周期的影响；鲜果价格回落2.3%，影响CPI下降0.05个百分点；水产品价格回落2.1%，影响CPI下降0.04个百分点。上涨品种中，粮食价格回升0.5%，影响CPI上涨约0.01个百分点，而鲜菜价格回升0.4%，影响CPI上涨约0.01个百分点。

以历史环比平均价来看猪肉价格的季节性波动，全年表现为春节前上涨、春节后回落，5-6月反弹而7-8月回落，9-10月是消费旺季再次上涨，11-12月回落。图3所示，2021年10月前猪肉价格由于受猪周期影响环比一直为负，回落幅度较大引发政策性收储启动，国家发改委于7月和10月会同有关部门启动了两轮共5万吨中央储备肉的收储，猪肉价格在11-12月出现明显反弹，因而大厂在春节前明显加大了出栏的力度，市场猪肉供应充足，使猪肉价格出现回落。3月CPI中猪肉价格环比为-9.3%，禽肉价格环比为-4.9%，而春节后其它食品价格也会回落，今年CPI同比将远低于3%的目标值，我们的预测值在1.5-2%的水平，总体上全年呈现前低后高的态势；而PPI同比也处于回落之中，因而通胀在2022年将不再成为问题，稳增长才是2022年面临的主要问题。

图3 猪周期导致3月禽肉价格环比在低位徘徊



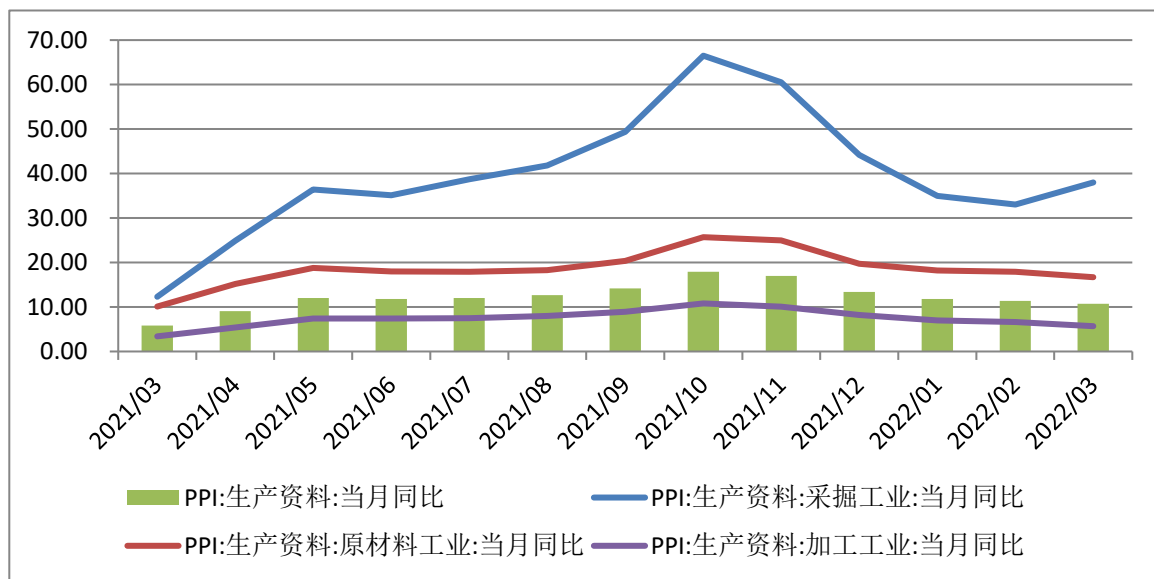
资料来源：WIND 第一创业整理

而就非食品而言，3月环比为0.3%，较上月回落0.1个百分点；其中服务价格环比为-0.2%，较上月回落0.2个百分点。分项看，交通通讯类环比上涨1.6%；其中，受国际原油价格上涨影响，交通工具用燃料环比上涨7.1%。而受疫情在全国范围重起的影响，3月教育文化娱乐环比下跌-0.3%；其中，旅游类受疫情影响环比下跌2.6%。而不包括食品和能源的核心CPI，3月环比为-0.1%，较上月回落0.3个百分点；同比为1.1%，与上月持平。可见，核心CPI同比保持基本稳定，CPI的波动主要还是受到食品和能源价格的影响。

二、3月PPI上中下游之间的物价走势再度分化

从同比上看，3月PPI同比为8.1%，较2月回落0.5个百分点。其中，生活资料同比为0.9%，与上月持平；生产资料同比为10.7%，较上月回落0.7个百分点。3月生产资料中，采掘同比为38.0%，较上月回升5个百分点；原材料同比为16.7%，较上月回落1.2个百分点；加工工业为5.7%，较上月回落0.9个百分点(图4所示)。

图4 2022年3月PPI价格中上游和中下游之间的走势再度分化



资料来源：WIND 第一创业整理

从PPI环比看，3月为1.1%，较上月回升0.6个百分点；其中，生产资料为1.4%，较上月回升0.7个百分点；生活资料为0.2%，较上月回升0.1个百分点。3月生产资料中，采掘价格环比为4.8%，较上月回升3.5个百分点；原材料价格环比为2.9%，较上月回升1个百分点；加工工业价格环比为0.4%，较上月回升0.3个百分点。可见，从同比看，PPI价格的回落幅度开始收窄，上游价格上涨而中下游继续回落，上游和中下游之间的物价走势再度分化；而从环比看，PPI价格连续2个月重新恢复上涨，越往上游的涨幅越大。

表1所示，3月环比跌幅为负的行业再次减少，只有1个行业，纺织服装和服饰业下跌0.3%。而涨幅居前的5个行业包括：石油和天然气开采业上涨14.1%，石油、煤炭及其它燃料加工业(石化)上涨7.9%，黑色金属采选业(铁矿石)环比上涨4.2%，有色金属冶炼和压延加工业上涨2.7%，煤炭开采和洗选业(煤炭)上涨2.4%。可见，上涨行业主要是受到国际能源价格的影响，俄乌冲突导致的全球能源危机对全球特别是欧洲市场的能源价格产生了巨大的影响，欧元区经济因此也受到了冲击，将会陷入滞胀的困境之中；而美国经济正处于周期高点，能源自给率较高，受俄乌冲突的影响小，因而美联储有意加快加息和缩表步伐，5月初将加息50个BP，缩表规模也将达到创纪录的每月950亿美元(包括600亿美元国债和350亿美元MBS)。

表 1 3 月 PPI 中生产资料环比构成及其与 2 月的对比

产业链	3 月	2 月	代表行业	3 月	2 月
采掘（上游）	4.8	1.3	石油和天然气开采业	14.1	10.4
			煤炭开采和洗选业	2.5	-2.4
			黑色金属矿采选业	4.2	5.0
			有色金属矿采选业	1.5	1.4
原材料（中游）	2.9	1.9	石油、煤炭及其他燃料加工业	7.9	5.0
			化学原料及化学制品制造业	1.8	1.0
			化学纤维制造业	2.0	1.1
			黑色金属冶炼及压延加工业	1.4	0.7
			有色金属冶炼及压延加工业	2.7	2.0
加工（下游）	0.4	0.1	电力、热力的生产和供应业	0.4	0.9
			橡胶和塑料制品业	0.2	0.0
			纺织业	0.4	0.4
			纺织服装、服饰业	-0.3	-0.1
			汽车制造业	0.0	0.1
			金属制品业	0.1	0.2

资料来源：国家统计局 第一创业整理

三、美联储实施更加激进的货币政策的影响

美联储实施更加激进的货币政策将不可避免地产生溢出效应，首先，由于欧美在经济表现上的差异，以及俄乌冲突加剧了这种差异，使美元出现明显上涨，目前已经达到 100 左右的历史较高水平，美元升值将吸引国际资本回流美国；

其次，美联储加快升息，将使得中美之间的利差收窄，中美 10 年期国债利差已经由去年 12 月初的 150 个 BP，回落到目前的 3 个 BP，回落速度之快历史罕见，这不可避免地将影响到我国资本市场中外流的流入；

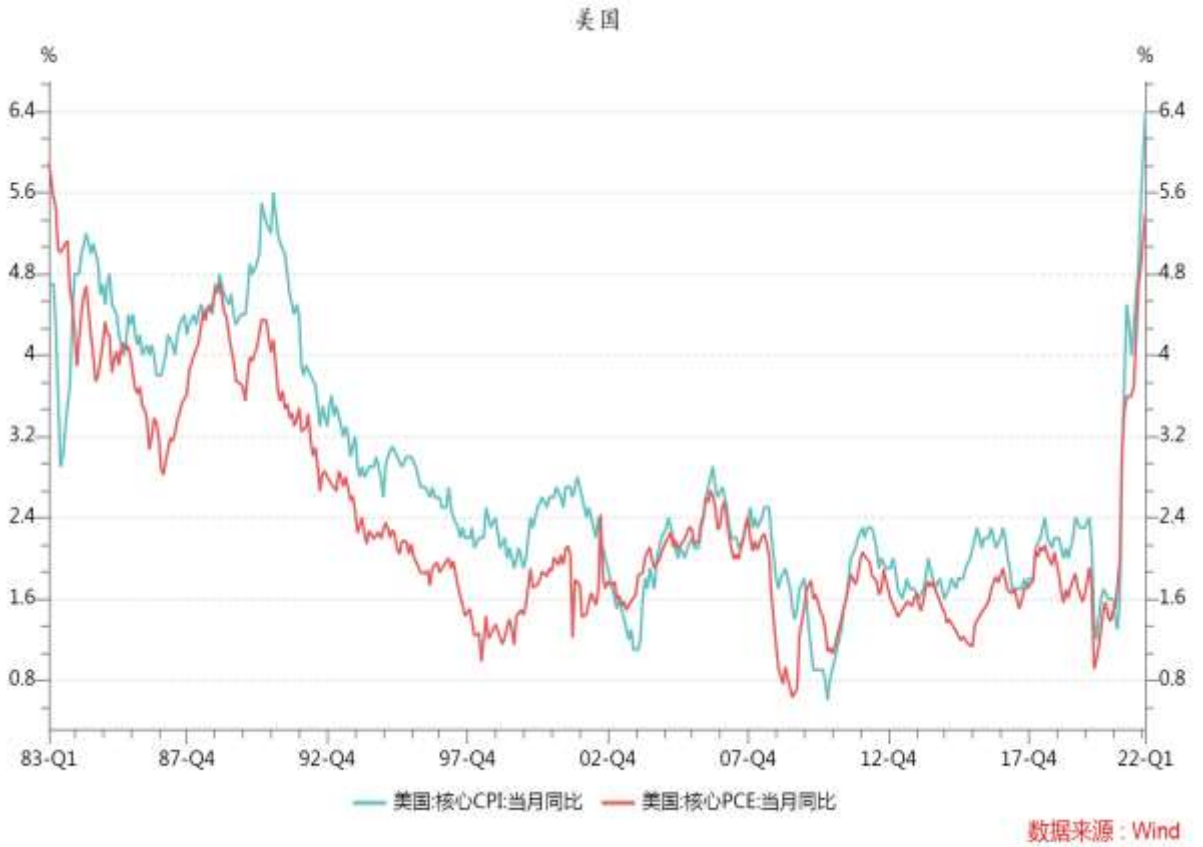
再次，美联储实施更快加息和更大规模缩表，将逐渐恶化美国的经济前景，美国 10 年期国债和 2 年期国债之差，就出现倒挂现象正是反映了这种预期，这不可避免地会影响国际经济增长预期，从而影响我国出口，这会进一步加大人民币贬值的压力；

最后，美元经济前景不明，也会影响到美国资本市场表现，如出现连续下跌，将会通过香港市场传导到内地，美国市场上的流动性紧张也会进一步加剧新兴市场资金的回流。

2 月美国核心 PCE 为 5.4%，核心 PCI 为 6.4%，皆创出 1983 年以来的新高。因此，虽然中美所面临的通胀压力有较大区别，中国主要是保增长，美国主要是压通胀，中美货币政策周期也处于相反方向。但由于美国目前劳动力市场强劲，美联储有信心实施更为激进的货币紧缩政策，将不可避免地对我国实施宽松的货币政策产生影响，而这种影响主要通过国际资本流动影响，以及美国、香港和内地的市场联动体现出来，因而从国

际角度看，高通胀依然会对稳增长产生掣肘作用。

图5 美国2月核心PCE和核心CPI均创出1983年以来的新高



资料来源：WIND 第一创业整理

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼

TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718

P.R.China:518048 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区世纪大道1229弄1号楼1603——A室

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135