

宏观经济宏观月报

疫情冲击国内经济，政策和补偿增长加持下二季度有望企稳

核心观点

疫情冲击国内经济，政策和补偿增长加持下二季度有望企稳。从国内实际 GDP 相对 2019 年的复合同比增速和季调后环比增速来看，2022 年一季度国内经济增长景气度较去年四季度有所减弱，主要受 3 月国内疫情冲击的影响。

从生产法来看，一季度国内经济景气度回落的主要拖累为第三产业；第二产业 GDP 增速逆势上升，或主要受采矿业和建筑业 GDP 同比增速明显上升所拉动。

从支出法来看，2022 年一季度国内经济走弱主要受国内最终消费走弱影响，其背后反映的是疫情对国内居民消费的冲击。此外，虽然一季度国内资本形成总额较去年四季度有所回升，但仍处于历史较低水平，后续仍有较大的提升空间。

从日新增阳性病例数量和全国医学观察病例数量来看，此轮疫情或已见顶回落。考虑到疫情对经济的负面影响可能存在一定的滞后性，因此 4 月疫情对国内经济的冲击或不会比 3 月小，预计 4 月国内 GDP 同比增速或略低于 3 月的 3.5%；在当前疫情已经缓和的情况下，此轮疫情冲击难以持续到 6 月，因此 6 月国内经济大概率将恢复正常，考虑到稳增长加码以及补偿性增长的加持效应，预计今年 6 月国内 GDP 同比增速将达到 6% 甚至超过 6%；5 月国内 GDP 同比或落在 3.5% 至 6.0% 之间，大致处于 4 月和 6 月中间的水平。

综上所述，我们预计二季度国内实际 GDP 同比或处于 4.3% 至 5.2% 之间，中间值大约是 4.8%，基本持平一季度的水平。

整体来看，我们倾向于认为 4 月是今年国内经济增长的低点，5 月起国内经济开始进入向上修复期。

若二季度国内实际 GDP 同比持平一季度的 4.8%，则下半年国内实际 GDP 同比增速平均达到 6%，今年就能实现全年 5.5% 的经济增长目标。考虑到去年下半年基数偏低，因此在稳增长政策加码的背景下今年实现全年 5.5% 的经济增长目标并非是不可能的事情。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究·宏观月报

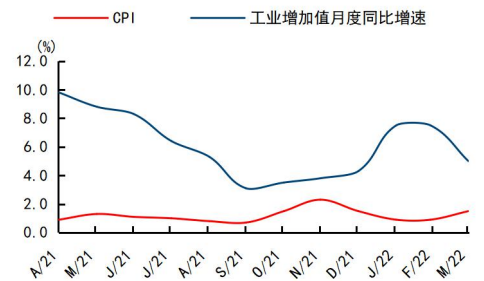
证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	9.30
社零总额当月同比	-3.50
出口当月同比	14.70
M2	9.70

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-1-2 月国内经济实现开门红，后续稳增长政策或继续发力》——2022-03-16
- 《今年资产配置该用哪个框架？-2022 年 3 月大类资产配置展望》——2022-03-01
- 《宏观经济月报：四季度投资需求继续走弱，政府防疫支出增加提振最终消费》——2022-01-19
- 《宏观经济月报：11 月经济延续回暖，房地产政策纠偏已在销售端体现》——2021-12-17
- 《国信证券-宏观月报-后视镜看疫情以来资产配置框架》——2021-12-02

内容目录

疫情冲击国内经济，政策和补偿增长加持下二季度有望企稳.....	4
3 月经济增长：疫情冲击下明显回落，基建发力对冲下行压力.....	7
生产端：工业和服务业生产均受到疫情冲击，服务业冲击幅度更大.....	8
需求端：投资——基建投资增速逆势上升.....	10
需求端：消费——疫情冲击影响较大，社消增速回落至负值区间.....	14
需求端：进出口——疫情冲击下进口与出口景气均转弱，但幅度可控.....	15
3 月通胀解读：国内 CPI 上升速度明显加快.....	17
2022 年 3 月 CPI 数据分析与未来走势判断.....	17
2022 年 3 月 PPI 数据分析与未来走势判断.....	21
风险提示.....	24
免责声明.....	25

图表目录

图 1: 疫情冲击下一季度国内经济表现弱于去年四季度.....	4
图 2: 国内三大产业 GDP 不变价复合同比走势一览.....	5
图 3: 国内三大需求 GDP 不变价金额同比多增量走势一览.....	5
图 4: 国内此轮疫情或已触顶.....	6
图 5: 工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览.....	8
图 6: 3 月采矿业增加值同比继续明显上升, 制造业、公用事业回落.....	9
图 7: 3 月粗钢、水泥产量增速上升, 汽车、乙烯下降.....	9
图 8: 3 月工业机器人产量同比有所回落.....	9
图 9: 历年 3 月工业增加值定基指数环比增速一览.....	10
图 10: 3 月服务业生产指数同比增速明显回落至负值区间.....	10
图 11: 1-2 月固定资产投资同比增速明显回升.....	11
图 12: 3 月国内固定资产投资金额环比仍高于疫情前的水平.....	11
图 13: 3 月基建投资同比增速继续明显上升, 房地产回落至负值区间.....	12
图 14: 3 月国内房地产开发投资金额环比偏弱, 基建投资环比明显偏高.....	12
图 15: 房地产销售当月同比增速一览.....	13
图 16: 房地产销售环比增速一览.....	13
图 17: 3 月消费同比增速明显回落至负值区间.....	14
图 18: 历年 1-2 月社会消费品零售总额环比一览.....	15
图 19: 中国进口、出口金额同比走势一览.....	16
图 20: 历年中国进口、出口金额环比走势一览.....	16
图 21: CPI 环比与历史均值比较.....	17
图 22: CPI 食品项环比与历史均值比较.....	18
图 23: CPI 非食品项环比与历史均值比较.....	18
图 24: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较.....	19
图 25: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较.....	19
图 26: 4 月首周食品价格继续上涨.....	20
图 27: 4 月蛋类、肉类、水产品、蔬菜、水果价格环比均高于历史均值.....	20
图 28: 非食品高频价格指数走势.....	21
图 29: 2022 年 3 月 PPI 生产资料环比高于历史均值.....	21
图 30: 2022 年 3 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较.....	22
图 31: 2022 年 3 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较.....	22
图 32: 流通领域生产资料价格高频指标走势图.....	23

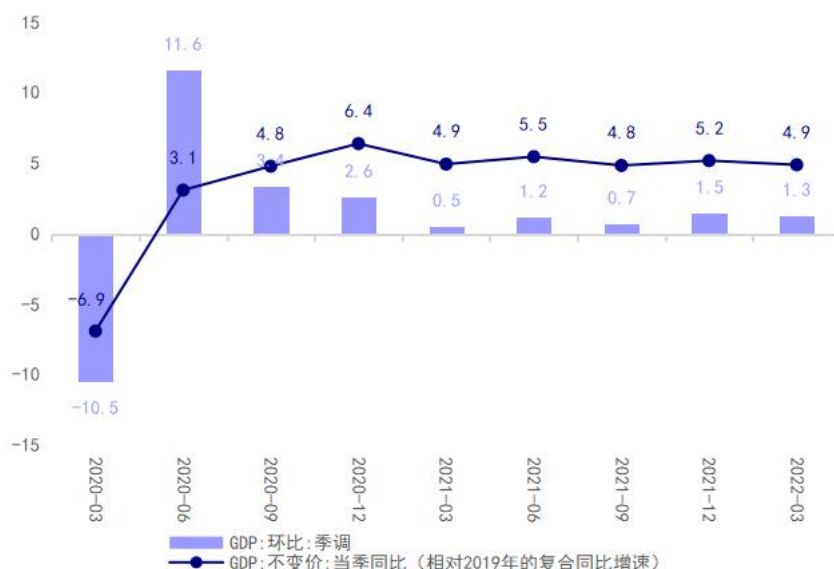
疫情冲击国内经济，政策和补偿增长加持下二季度有望企稳

2022 年一季度中国实际 GDP 当季同比增长 4.8%，较去年四季度抬升 0.8 个百分点；2022 年一季度中国实际 GDP 相对 2019 年的复合同比增速为 4.9%，较去年四季度回落 0.3 个百分点。

从季调后环比来看，2022 年一季度 GDP 季调后环比为 1.3%，较去年四季度回落 0.2 个百分点。

从国内实际 GDP 相对 2019 年的复合同比增速和季调后环比增速来看，2022 年一季度国内经济增长景气度较去年四季度有所减弱，主要受 3 月国内疫情冲击的影响。

图1：疫情冲击下一季度国内经济表现弱于去年四季度

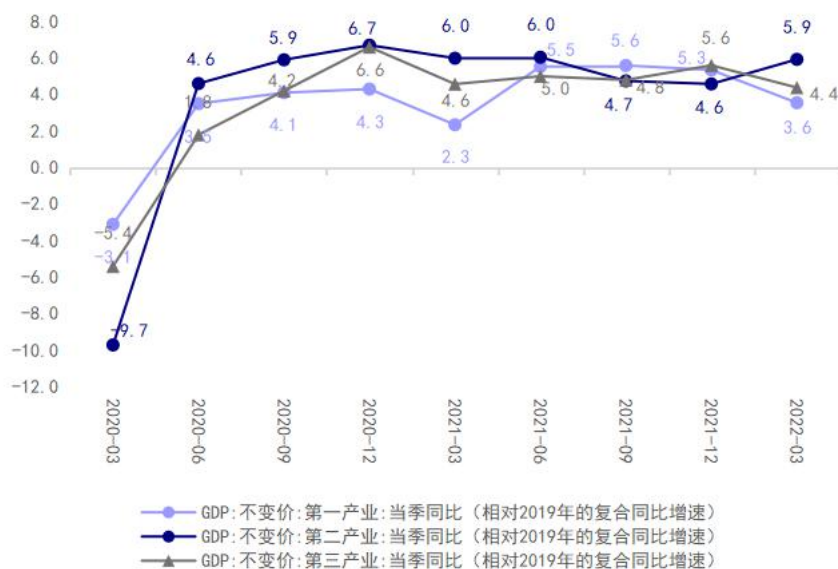


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从三大产业来看，四季度第一产业、第三产业 GDP 不变价相对 2019 年的复合同比增速较去年四季度分别回落 1.8、1.2 个百分点，第二产业则上升 1.3 个百分点。考虑到第一产业占比较小，因此一季度国内经济景气度回落的主要拖累为第三产业。

一季度第二产业 GDP 同比增速逆势上升，或主要受采矿业和建筑业 GDP 同比增速明显上升所拉动。

图2: 国内三大产业 GDP 不变价复合同比走势一览



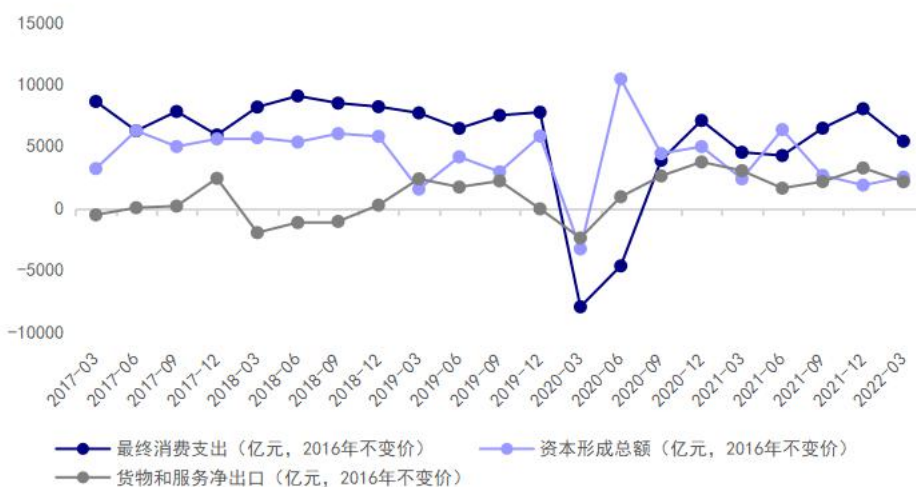
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从支出法三大需求来看, 2022 年一季度最终消费支出不变价金额同比多增量较去年四季度明显回落, 其中政府防疫相关支出或构成支撑, 但难抵居民消费疲弱的下行压力; 资本形成总额不变价金额同比多增量有所上升, 但绝对水平仍偏低; 货物和服务净出口不变价金额同比多增量有所回落, 但仍处于较高水平。

因此从需求端来看, 2022 年一季度国内经济走弱主要受国内最终消费走弱影响, 而其背后反映的是疫情对国内居民消费的冲击。此外, 虽然一季度国内资本形成总额较去年四季度有所回升, 但仍处于历史较低水平, 后续仍有较大的提升空间。

图3: 国内三大需求 GDP 不变价金额同比多增量走势一览

三大需求不变价金额同比多增量 (2021、2022年为较2019年的年均多增量)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

国内 31 个省市目前本土每天新增阳性病例数量 (这里阳性指确诊和无症状感染者)

合计) 在 4 月 13 日达到峰值, 而后震荡下行, 此轮疫情有见顶回落的迹象。

此外, 全国医学观察病例数量与国内封控程度密切相关, 目前这个数据在 4 月 10 日达到峰值, 而后持续回落, 这也表明国内此轮疫情或已触顶。

图 4: 国内此轮疫情或已触顶



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

值得注意的是, 疫情对经济的负面影响可能存在一定的滞后性, 例如由于原材料库存的存在, 疫情冲击早期供应链的不顺畅导致的负面影响较小, 但随着原材料库存的消耗, 疫情冲击导致的供应链负面影响会变大; 此外, 由于新冠疫情存在潜伏期, 即使疫情高峰已经过去, 但封控等较严厉的防疫手段仍然会延续一段时间。因此虽然目前看疫情似乎有所缓和, 但 4 月疫情对国内经济的冲击不一定比 3 月小。

去年 4 月工业生产和服务业生产的基数均较 3 月回落, 有利于今年 4 月工业 GDP 和服务业 GDP 同比较 3 月上升, 但考虑到疫情对 4 月国内经济的冲击可能大于 3 月, 因此 4 月国内实际 GDP 同比可能持平或低于 3 月的 3.5%。

对于今年 5、6 月份的 GDP 同比判断, 我们参考今年 1-2 月时的 GDP 增长水平。若没有疫情影响, 我们认为今年 5、6 月国内经济景气度应该能达到 1-2 月时的水平。

我们可以先比较计算同比面临的基数, 今年 5、6 月工业生产和服务业生产面临的基数均低于 1-2 月, 因此如果今年 5、6 月国内经济景气度与 1-2 月持平, 则今年 5、6 月国内实际 GDP 同比有超过 1-2 月 6% 水平的倾向。

考虑到此轮疫情目前已经出现触顶回落迹象, 因此此轮疫情冲击延续到 6 月份的概率比较小, 再考虑到稳增长加码以及补偿性增长的加持效应, 预计今年 6 月国内 GDP 同比增速将达到 6% 甚至超过 6%。

5 月国内 GDP 同比水平目前还比较难判断, 如果此轮疫情冲击到 4 月底明显缓解, 5 月基本恢复到较正常的状态, 则 5 月国内经济景气度或快速恢复至 1-2 月时的水平, 5 月实际 GDP 同比有望接近 1-2 月时的 6%; 若此轮疫情冲击一直延续至 5 月, 考虑到 5 月疫情冲击会小于 4 月, 因此这种情况下 5 月国内实际 GDP 同比或处于 3.5%-6% 之间。

综上所述，我们预计二季度国内实际 GDP 同比或处于 4.3%至 5.2%之间，中间值大约是 4.8%，基本持平一季度的水平。

整体来看，我们倾向于认为 4 月是今年国内经济增长的低点，5 月起国内经济开始进入向上修复期。

若二季度国内实际 GDP 同比持平一季度的 4.8%，则下半年国内实际 GDP 同比增速平均达到 6%，今年就能实现全年 5.5%的经济增长目标。考虑到去年下半年基数偏低，因此在稳增长政策加码的背景下今年实现全年 5.5%的经济增长目标并非是不可能的事情。

3 月经济增长：疫情冲击下明显回落，基建发力对冲下行压力

从生产端来看，3 月国内工业生产同比增速明显回落，服务业生产大幅回落至负值区间，3 月疫情冲击对国内经济影响较大。

从需求端来看，3 月国内固定资产投资完成额同比增速明显回落，但环比增速高于疫情前同期水平，高基数是 3 月固定资产投资完成额同比增速回落的主要原因。其中房地产开发投资同比增速明显回落至负值区间，环比增速明显低于疫情前同期水平；制造业投资同比增速明显回落，环比增速亦明显低于疫情前同期水平；基建投资同比增速逆势上升，环比增速明显高于疫情前同期水平；其他投资增速明显回落，但环比增速高于 2017、2018 年同期水平。疫情冲击下房地产开发投资、制造业投资同比和环比走势均偏弱，构成 3 月固定资产投资的拖累力量；基建投资同比和环比表现均很强劲，是固定资产投资的主要正面拉动力量；其他投资环比表现偏强，同比回落主要受高基数影响。

3 月社会消费品零售总额同比增速明显回落至负值区间，环比增速仍明显低于疫情前同期水平，亦明显低于去年同期水平。今年 3 月国内消费受疫情冲击影响较大，社会消费品零售总额同比增速自 2020 年 8 月以来首次进入负值区间。

3 月国内出口同比小幅回落，进口同比大幅回落至负值区间。3 月国内进出口数据均偏弱或主要反映国内疫情扩散的影响。考虑到今年 3 月出口环比高于 2018 年同期水平，进口环比高于 2019 年同期水平，表明今年 3 月国内进出口数据虽然偏弱，但幅度可控。

根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：疫情冲击下 GDP 的再评估-20220328》），1-2 月国内实际 GDP 同比增速约为 6.0%，3 月国内实际 GDP 同比增速约为 3.5%。

疫情冲击下 3 月国内实际 GDP 同比增速较 1-2 月明显回落约 2.5 个百分点，其中 3 月工业 GDP 同比增速下行拖累约 0.9 个百分点，建筑业 GDP 同比增速下行拖累约 0.1 个百分点，第三产业 GDP 同比增速下行拖累约 1.5 个百分点。

我们前期根据过去疫情冲击下的历史经验估计，疫情冲击下 3 月国内实际 GDP 同比增速较 1-2 月明显回落约 3.7 个百分点至 2.3%，其中 3 月工业 GDP 同比增速下行拖累约 1.8 个百分点，建筑业 GDP 同比增速下行拖累约 1.3 个百分点，第三产业 GDP 同比增速下行拖累约 0.6 个百分点。

对比统计局公布的实际情况与我们根据历史经验评估的结果，3 月疫情冲击下，国内工业、建筑业 GDP 同比增速下行拖累幅度小于历史经验评估值，第三产业 GDP

同比增速下行拖累幅度明显大于历史经验评估值。

今年3月疫情冲击下工业GDP拖累幅度小于历史经验评估值，一方面可能是由于防疫经验积累后国内工业更容易构建闭环生产来削弱疫情的负面影响，另一方面可能和原材料库存的支撑下供应链问题影响相对较小有关。

今年3月疫情冲击下建筑业GDP拖累幅度小于历史经验评估值或与3月基建投资同比增速逆势上升有关，政府支出明显增加在建筑业领域效果斐然，对冲了经济的下行压力。

生产端：工业和服务业生产均受到疫情冲击，服务业冲击幅度更大

3月规模以上工业增加值同比增速为5.0%，较1-2月回落2.5个百分点，疫情对工业生产构成冲击，其中高技术制造业受到的冲击相对较小。

图5：工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看，3月采矿业增加值同比增速继续明显上升，制造业、公用事业明显回落。3月采矿业同比12.2%，较1-2月继续上升2.4个百分点；制造业4.4%，回落2.9个百分点；公用事业4.6%，回落2.2个百分点。

图6: 3月采矿业增加值同比继续明显上升, 制造业、公用事业回落

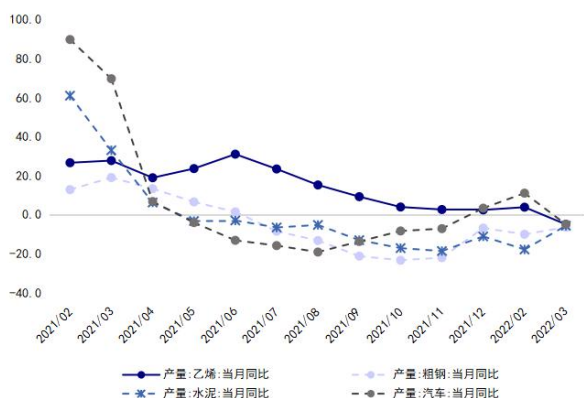


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看, 3月与投资相关的粗钢、水泥产量增速上升, 与消费相关的乙烯、汽车产量增速明显回落。

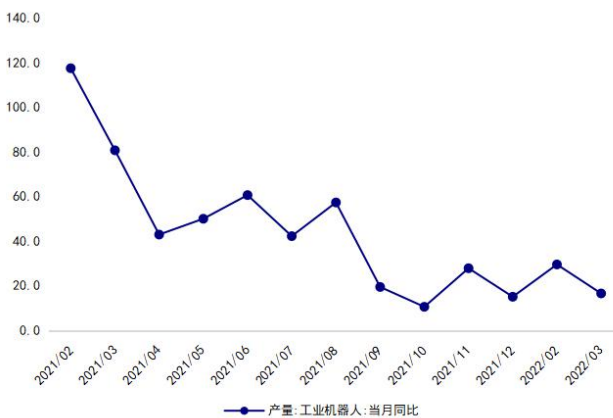
3月粗钢产量同比为-6.4%, 较1-2月回升3.6个百分点; 钢材-3.2%, 回升2.8个百分点; 水泥-5.6%, 回升12.2个百分点; 乙烯-4.9%, 回落8.8个百分点; 汽车-4.9%, 回落16.0个百分点; 工业机器人16.6%, 回落13.0个百分点; 高技术制造业增加值3月同比为13.8%, 较1-2月回落0.6个百分点。

图7: 3月粗钢、水泥产量增速上升, 汽车、乙烯下降



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

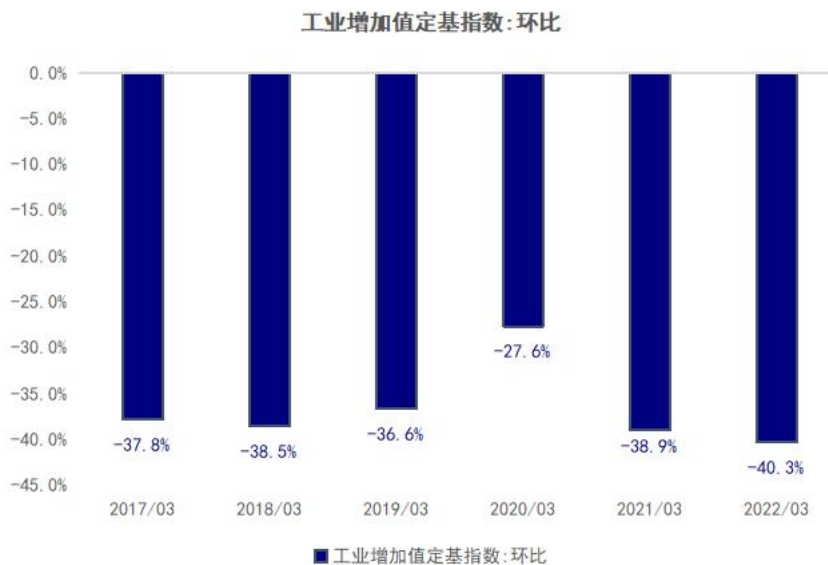
图8: 3月工业机器人产量同比有所回落



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

根据工业增加值定基指数可以计算得到3月定基指数环比为-40.3%, 明显低于2017-2021年同期环比, 由此可见2022年3月工业生产景气度明显偏低。

图9: 历年3月工业增加值定基指数环比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 2022年3月国内服务业生产指数同比增速为-0.9%, 较1-2月明显回落5.1个百分点, 疫情对国内服务业生产的冲击幅度较大。

图10: 3月服务业生产指数同比增速明显回落至负值区间



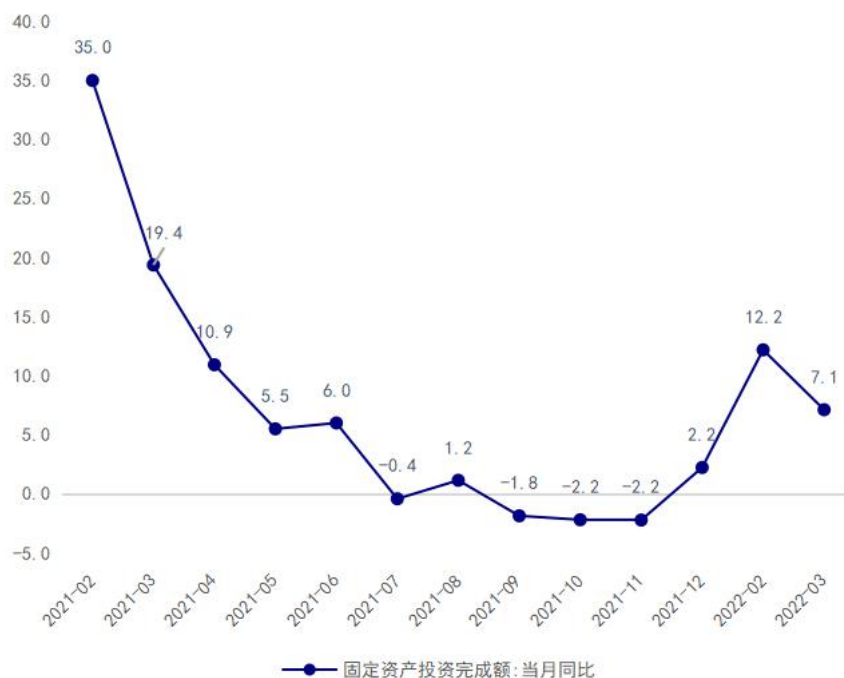
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 投资——基建投资增速逆势上升

国内固定资产投资3月同比增速较1-2月明显回落, 环比高于疫情前同期水平。3月固定资产投资同比增速回落主要是去年同期高基数原因, 实际上当月环比增速表现偏强。

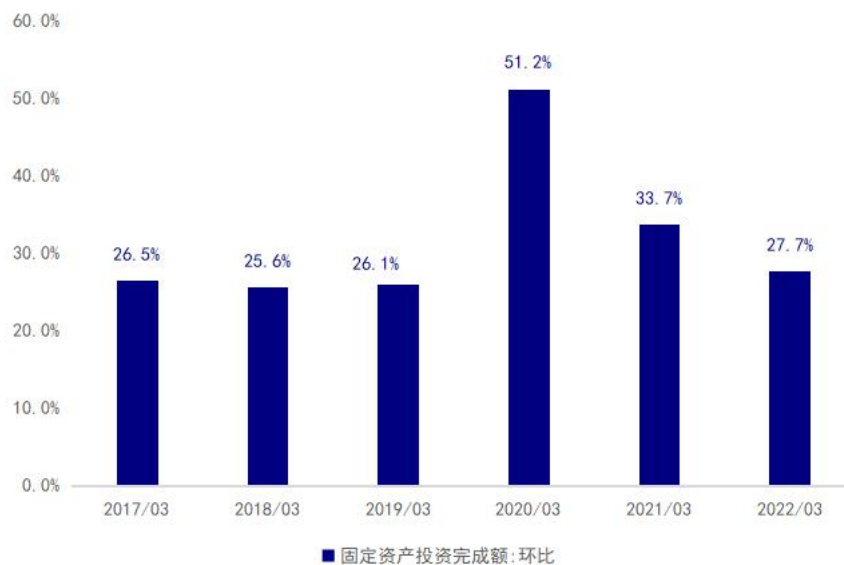
3月固定资产投资同比增7.1%，较1-2月同比回落5.1个百分点。3月固定资产投资环比增速为27.7%，高于疫情前2017-2019年同期环比，但明显低于2021年同期环比。

图11: 1-2月固定资产投资同比增速明显回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图12: 3月国内固定资产投资金额环比仍高于疫情前的水平

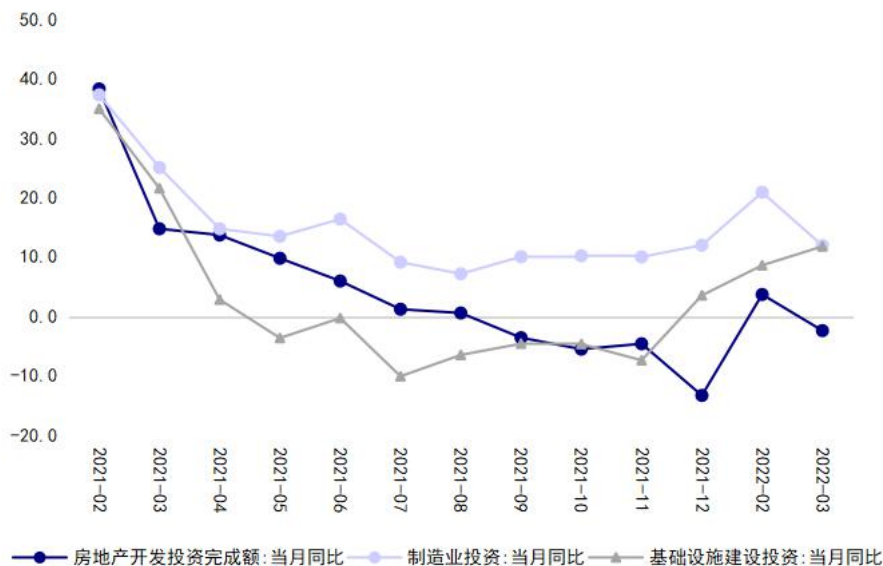


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

3月房地产开发投资当月同比为-2.4%，较1-2月同比明显回落6.1个百分点；制造业投资同比为11.9%，回落9.0个百分点；基建投资同比11.8%，上升3.2个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比5.0%，回落12.3个百分点。

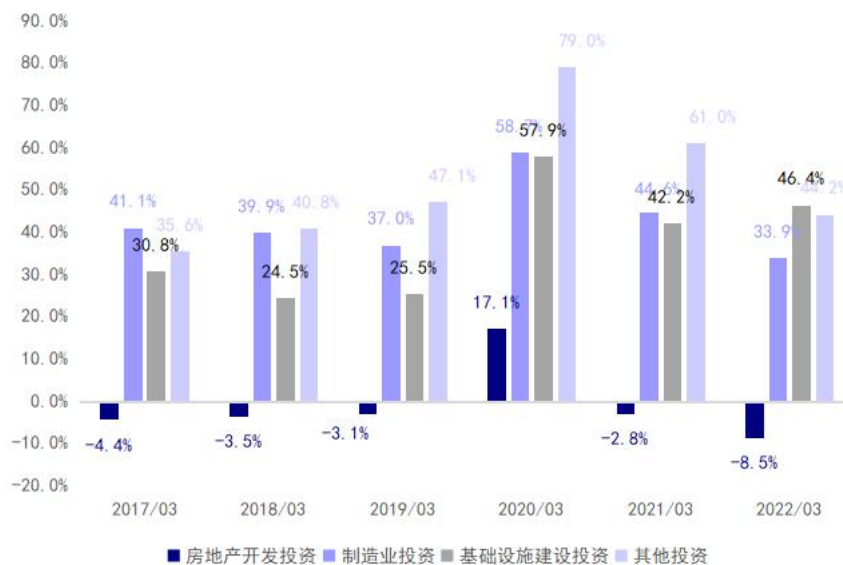
环比来看，3月房地产开发投资环比为-8.5%，低于疫情前2017-2019年同期水平；制造业投资环比为33.9%，亦低于疫情前2017-2019年同期水平；基建投资环比为46.4%，明显高于疫情前2017-2019年同期水平；其他投资环比为44.2%，高于疫情前2017-2018年同期水平，但低于2019年同期环比。

图13: 3月基建投资同比增速继续明显上升，房地产回落至负值区间



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图14: 3月国内房地产开发投资金额环比偏弱，基建投资环比明显偏高

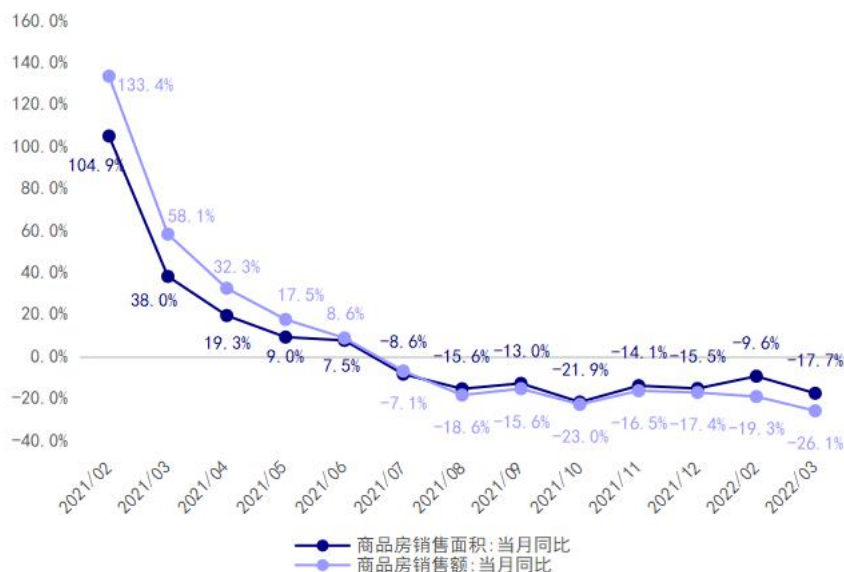


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

3月商品房销售面积和销售金额同比增速均明显回落。商品房销售面积3月同比为-17.7%，较1-2月回落8.1个百分点；商品房销售金额同比为-26.1%，较1-2月继续回落6.8个百分点。

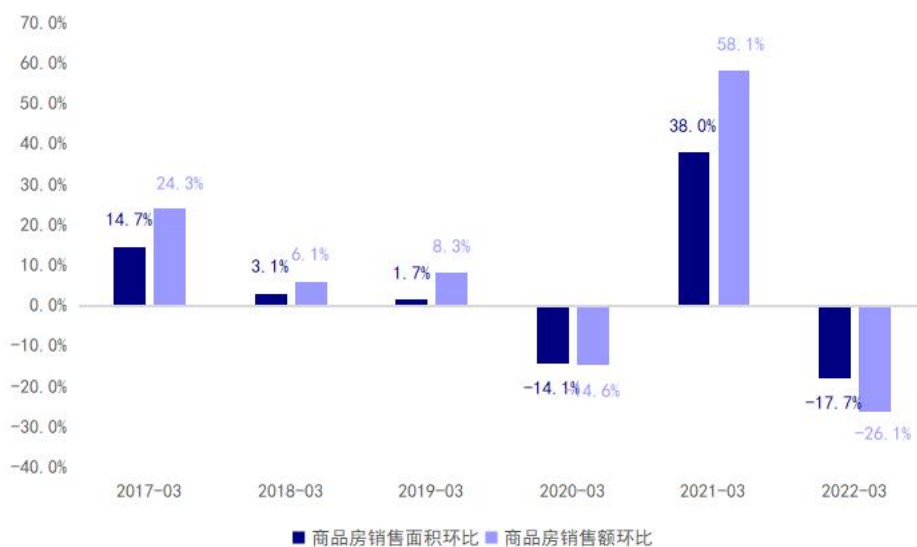
3月国内商品房销售环比增速处于历史低位。3月国内商品房销售面积环比明显低于疫情前2017-2019年同期数值，也高于2020-2021年同期数值；商品房销售金额环比明显低于疫情前2017-2019年同期数值，也低于2020-2021年同期数值。

图15: 房地产销售当月同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图16: 房地产销售环比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：消费——疫情冲击影响较大，社消增速回落至负值区间

2022年3月国内社会消费品零售总额同比明显回落至负值区间，其中商品零售、餐饮收入增速均明显回落至负值区间。

3月社会消费品零售总额同比增速为-3.5%，较1-2月回落10.2个百分点。其中商品零售同比增速为-2.1%，回落8.6个百分点；餐饮-16.4%，回落25.3个百分点。

今年3月国内消费受疫情冲击影响较大，社会消费品零售总额同比增速自2020年8月以来首次进入负值区间。

限额以上商品零售中，服装鞋帽、化妆品类、金银珠宝类、日用品类、家电类、石油及其制品、建筑及装潢材料、汽车类等同比增速均明显回落。

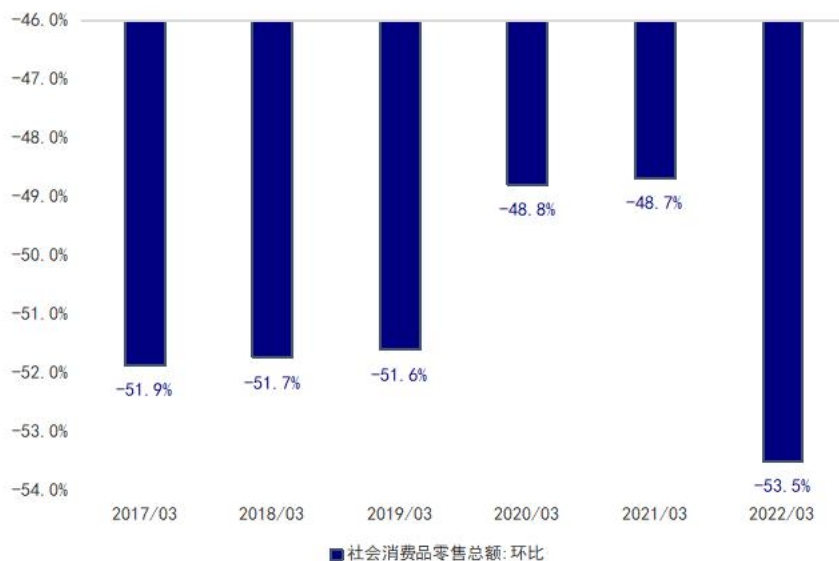
图17：3月消费同比增速明显回落至负值区间



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看，今年3月社会消费品零售总额环比为-53.5%，仍低于疫情前2017-2019年同期环比，亦明显低于2021年同期环比。

图18: 历年1-2月社会消费品零售总额环比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

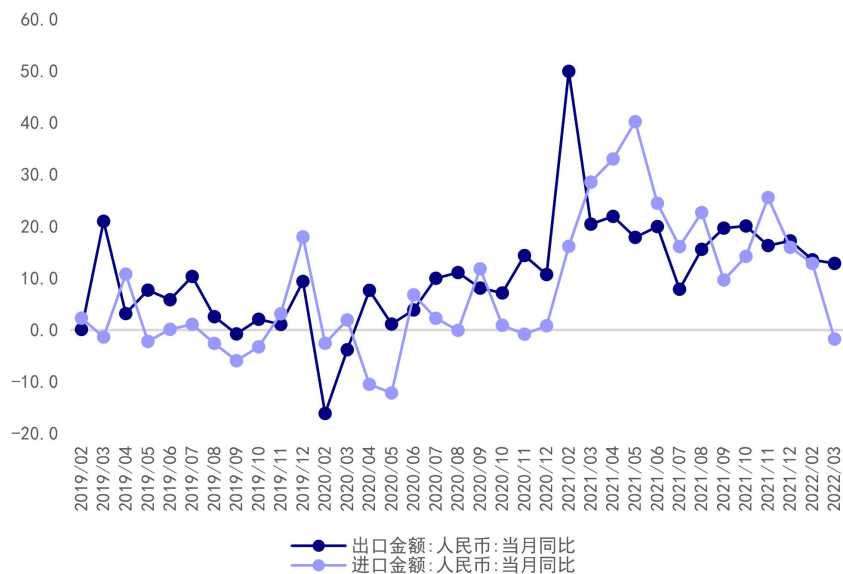
需求端：进出口——疫情冲击下进口与出口景气均转弱，但幅度可控

3月中国出口（人民币计价，下同）同比小幅回落，进口同比大幅回落至负值区间。3月中国出口同比增速为12.9%，较1-2月回落0.7个百分点；进口同比增速为-1.7%，回落14.6个百分点。

从不同出口产品来看，3月机电产品出口同比增速为9.5%，较1-2月小幅下行0.2个百分点。3月汽车及汽车底盘出口同比增速为52.4%，较1-2月明显回落46.7个百分点，汽车零配件出口同比增速为5.5%，较1-2月回升2.8个百分点，3月国内汽车产业链相关产品出口景气度和前期相比偏弱。3月塑料制品、箱包、纺织服装、家具、灯具的出口同比增速较1-2月明显上升，集成电路、钢材出口增速明显下行。

从进口产品来看，3月铁矿砂、原油、初级形态的塑料、纸浆等原材料进口数量和进口金额同比增速均有所下行。

图19: 中国进口、出口金额同比走势一览

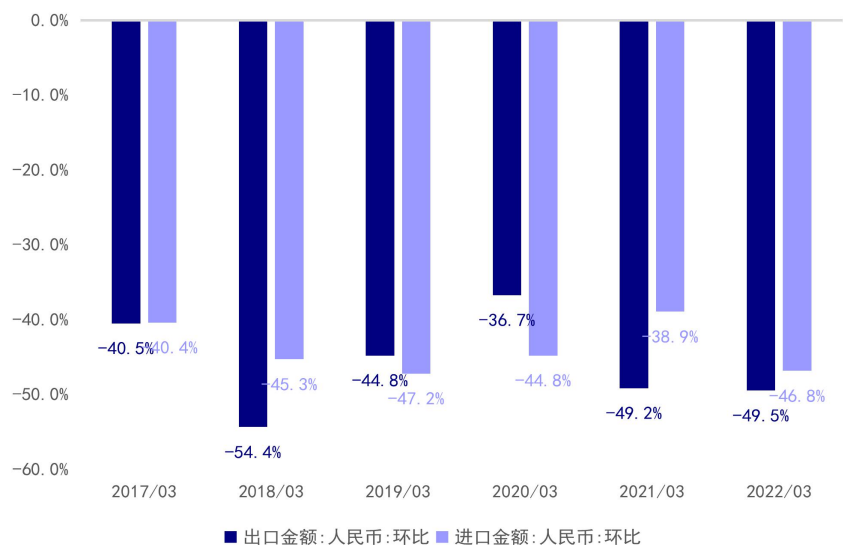


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看, 2022年3月出口金额环比增速为-49.5%, 低于2017、2019年同期环比, 亦小幅低于2021年同期环比, 但明显高于2018年同期环比, 表明2022年3月出口景气度偏弱, 但好于2018年同期水平; 3月进口环比为-46.8%, 高于2019年同期环比, 但低于2017、2018、2021年同期环比, 表明2022年3月进口景气度亦偏弱, 但好于2019年同期水平。

3月国内进出口数据均偏弱或主要反映国内疫情扩散的影响。考虑到今年3月出口环比高于2018年同期水平, 进口环比高于2019年同期水平, 表明今年3月国内进出口数据虽然偏弱, 但幅度可控。

图20: 历年中国进口、出口金额环比走势一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

3月通胀解读：国内CPI上升速度明显加快

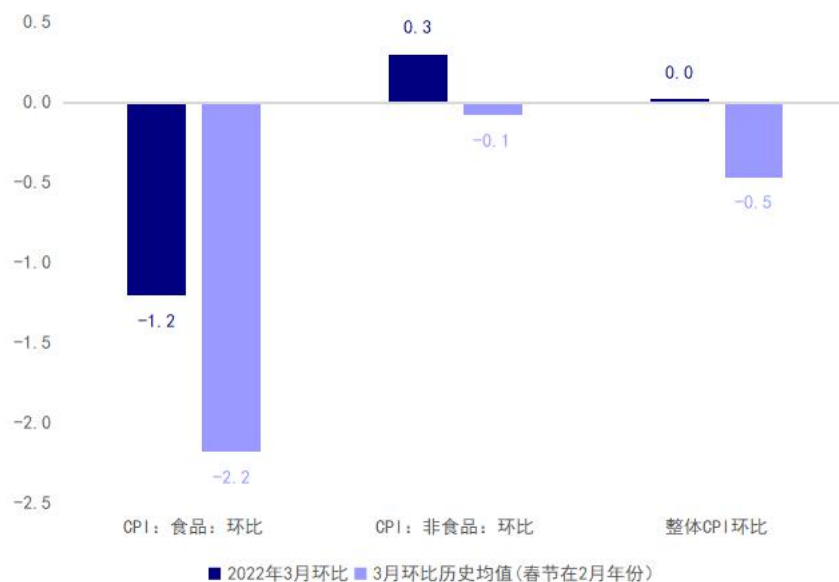
3月食品和非食品价格环比表现均较强，带动3月CPI同比明显上升。PPI方面，3月生产资料价格环比明显上升，生活资料价格环比也有所上行，二者均高于历史平均水平，3月PPI同比下行速率继续放缓。

根据4月高频数据，预计4月食品、非食品价格环比继续高于历史平均水平，4月CPI同比或继续明显上升至2.3%；4月上旬流通领域生产资料价格有所回落，预计4月PPI环比回落至零附近，同比在高基数带动下继续回落至7.3%。

2022年3月CPI数据分析与未来走势判断

3月CPI同比为1.5%，较2月明显上升0.6个百分点。3月CPI环比为零，高于季节性水平约0.5个百分点。其中3月食品、非食品价格环比均明显高于季节性。（3月季季性指2005-2020年春节在2月年份的同期环比均值，下同）

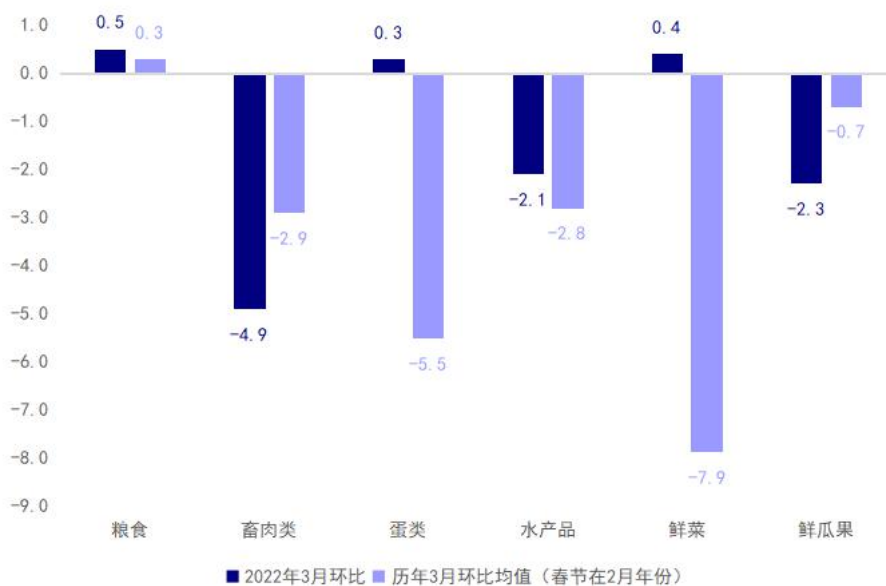
图21：CPI环比与历史均值比较



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

3月食品环比为-1.2%，高于季节性约1.0个百分点，其中鲜菜、蛋类、水产品价格环比高于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为1.4、0.3、0.1个百分点，畜肉、鲜果价格环比高于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为-0.4、-0.1个百分点，其他食品价格与历史均值相差不大。鲜菜是拉高3月食品价格环比的主要因素。

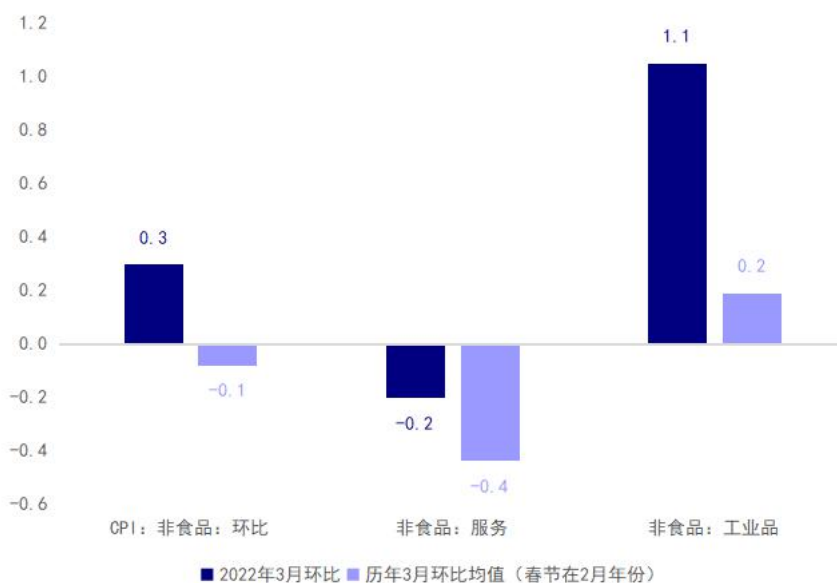
图22: CPI 食品项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

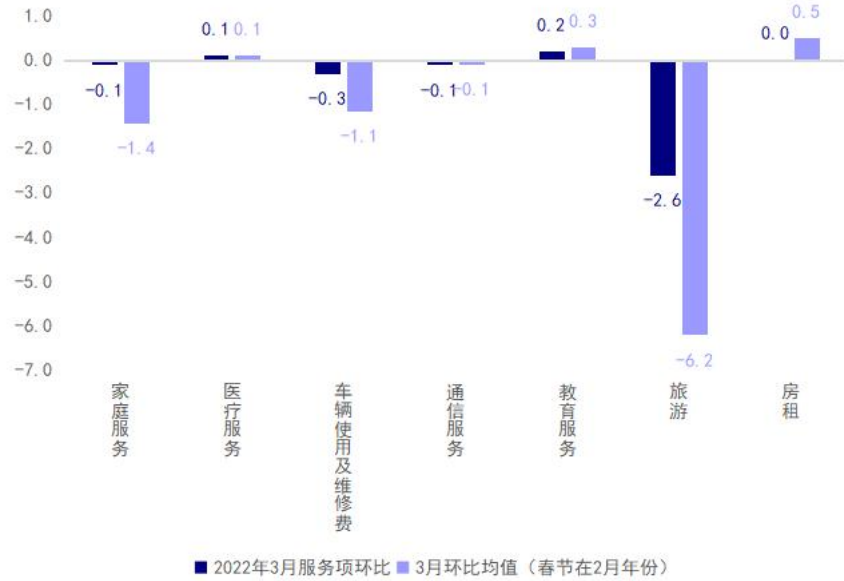
3月非食品环比为0.3%，高于季节性约0.4个百分点。非食品中服务价格环比为-0.2%，高于季节性约0.2个百分点，其中家庭服务、车辆使用及维修、旅游价格环比均明显高于季节性，房租价格环比仍明显低于季节性；非食品中工业品价格环比为1.1%，高于季节性约0.9个百分点，其中服装、通信工具、交通工具用燃料、水电燃料价格环比明显高于季节性。

图23: CPI 非食品项环比与历史均值比较



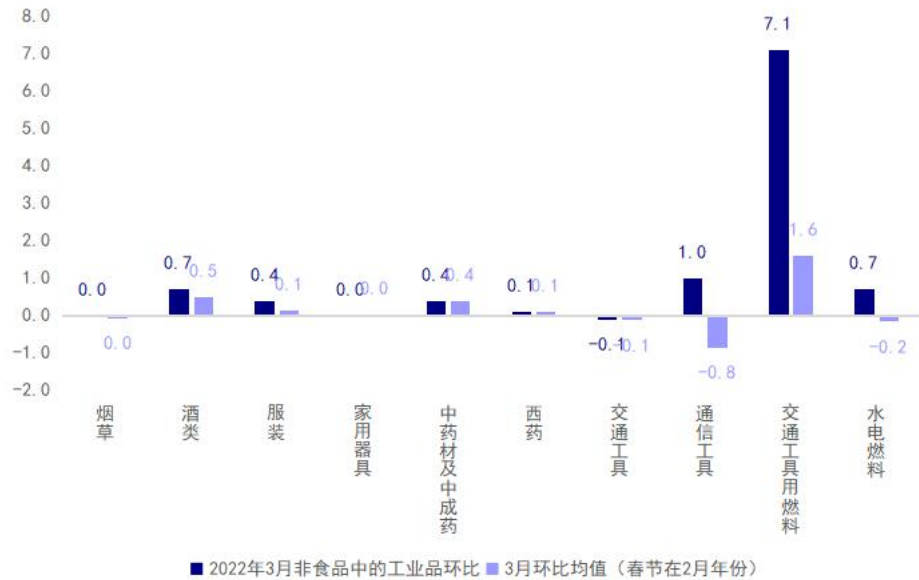
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 25: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较



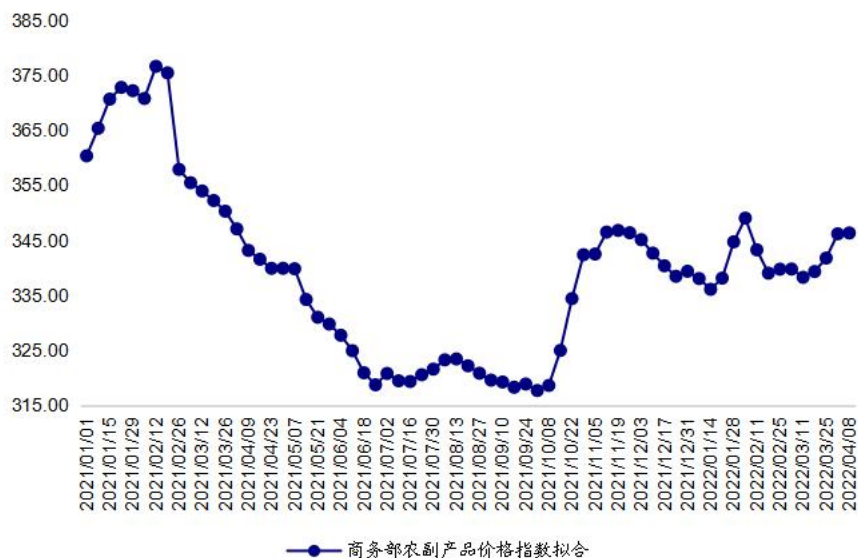
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从高频数据来看, 4月首周食品价格继续上涨。截至4月8日, 4月国信食品价格高频指标环比为1.9%, 明显高于历史均值(春节在2月的年份)-1.0%, 预计4月食品价格环比或高于季节性水平。

非食品方面, 截至4月8日, 4月国信非食品高频指标环比为3.2%, 亦明显高于历史均值-0.5%, 预计4月整体非食品环比或仍高于季节性水平。

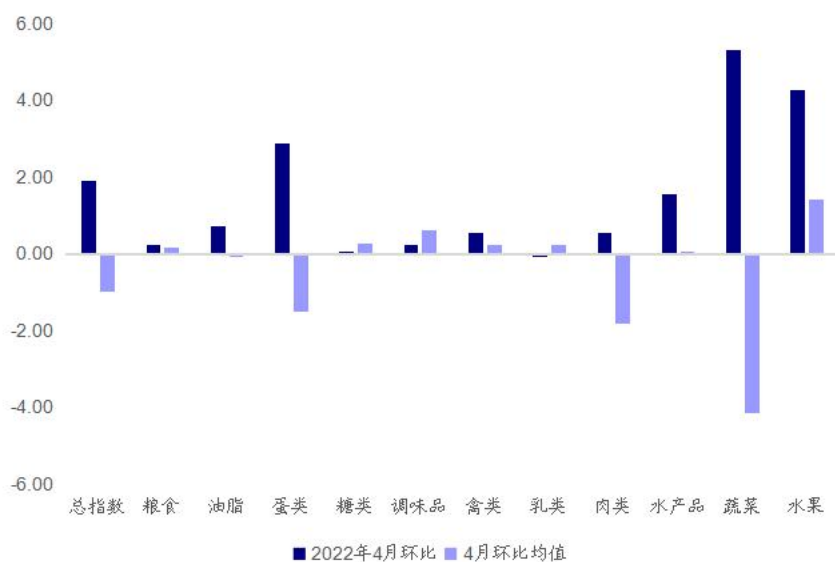
预计 2022 年 4 月 CPI 食品环比约为 1.5%，非食品环比约为 0.3%，CPI 整体环比约为 0.5%，4 月 CPI 同比或继续明显上升至 2.3%。

图 26: 4 月首周食品价格继续上涨



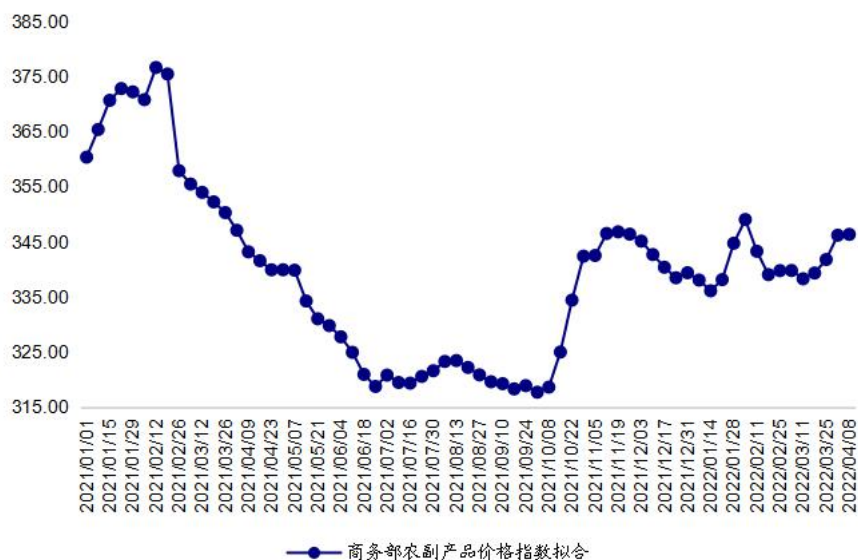
资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图 27: 4 月蛋类、肉类、水产品、蔬菜、水果价格环比均高于历史均值



资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图28: 非食品高频价格指数走势



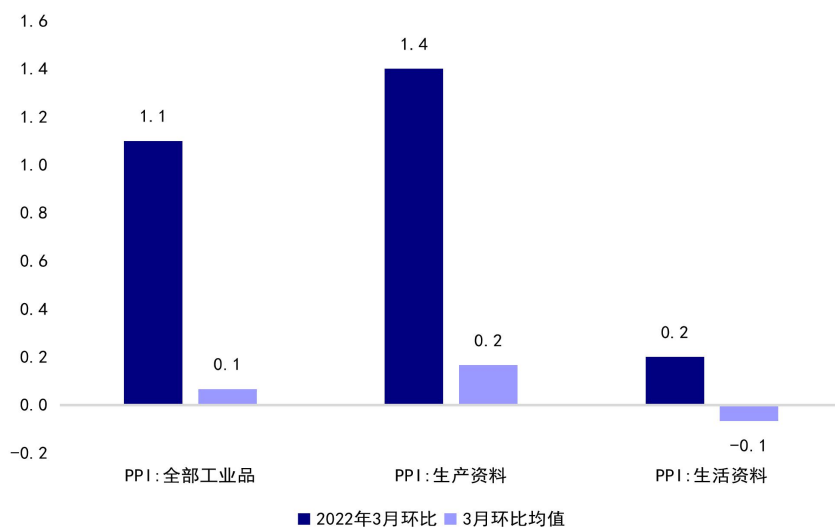
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2022年3月PPI数据分析与未来走势判断

3月PPI同比继续回落,但环比继续明显上升。3月PPI同比为8.3%,较2月继续回落0.5个百分点;环比为1.1%,较2月继续上升0.6个百分点,3月环比明显高于疫情前三年历史均值0.1%。

3月PPI生产资料和生活资料价格环比高于疫情前三年历史均值。PPI生产资料3月环比为1.4%,较上月上升0.7个百分点,高于历史均值1.2个百分点;PPI生活资料3月环比为0.2%,较上月上升0.1个百分点,高于历史均值0.3个百分点。

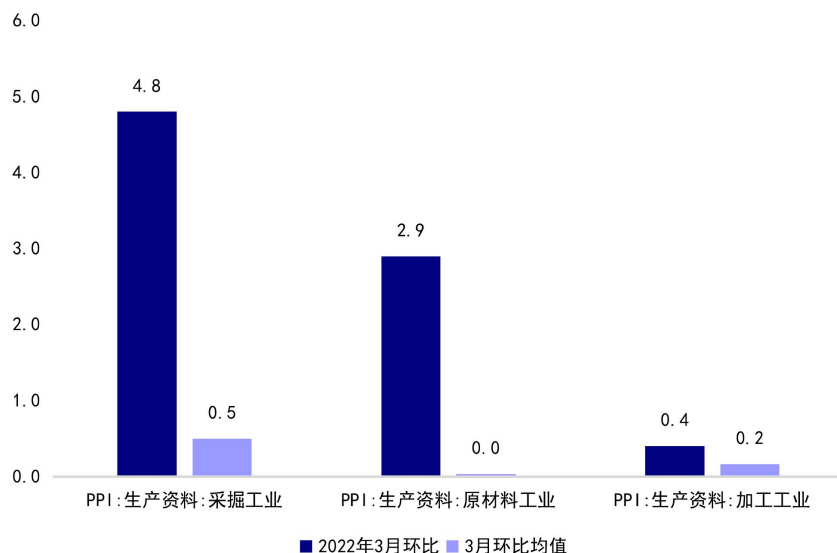
图29: 2022年3月PPI生产资料环比高于历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生产资料各分项价格环比与疫情前三年历史均值比较来看，3月采掘、原材料工业、加工工业环比均高于历史均值。采掘、原材料工业、加工工业生产资料价格环比高于历史均值的幅度分别为4.3、2.9、0.2个百分点。

图30: 2022年3月PPI生产资料各分项价格环比与历史均值比较

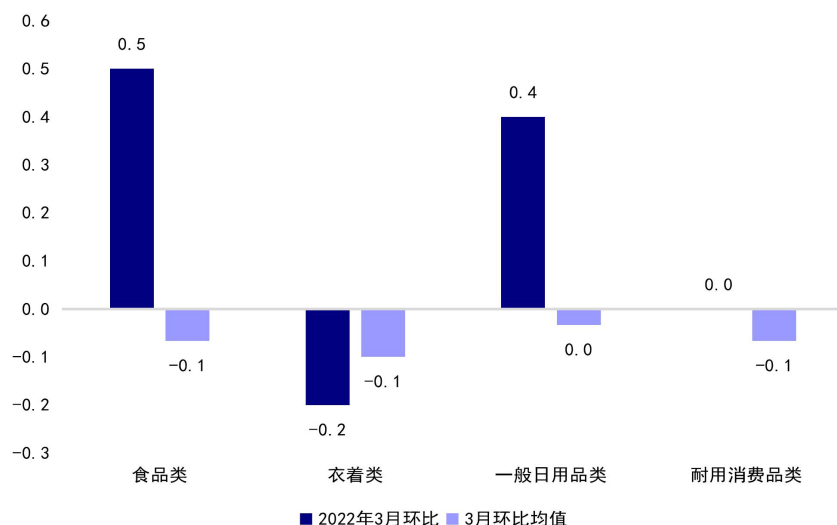


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生活资料各分项价格环比与疫情前三年历史均值比较来看，衣着类低于历史均值，食品类、一般日用品类、耐用消费品类均高于历史均值。

生活资料各分项中衣着类价格环比低于历史均值的幅度为0.1个百分点，食品类、一般日用品类、耐用消费品类价格环比高于历史均值的幅度分别为0.6、0.4、0.1个百分点。

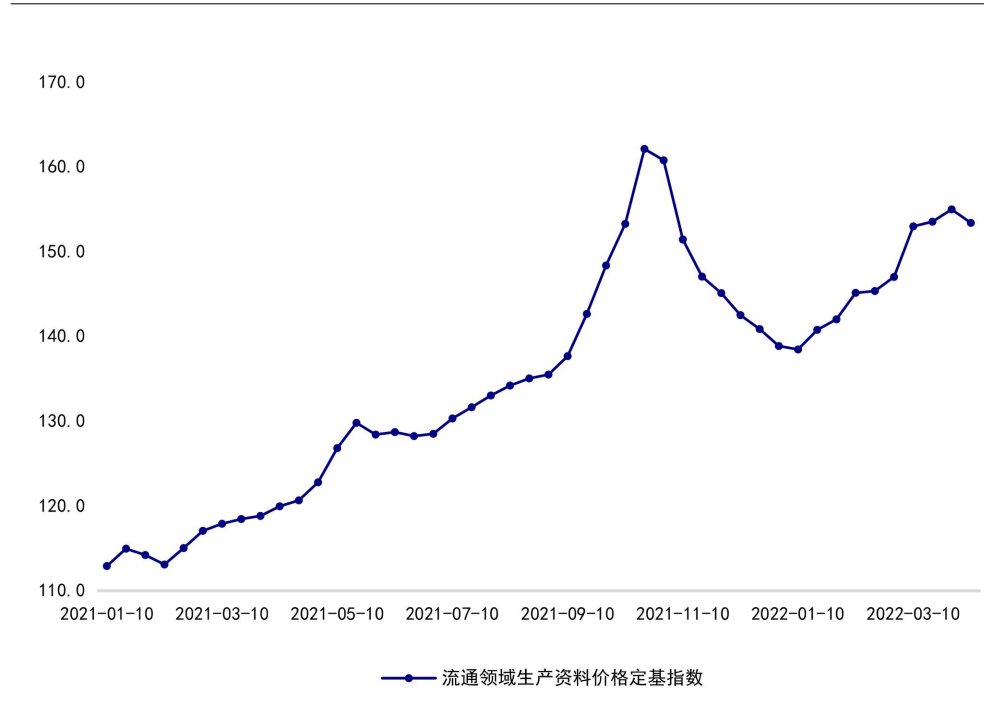
图31: 2022年3月PPI生活资料各分项价格环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从工业品高频价格数据来看，3月上、中、下旬国内流通领域生产资料价格持续上涨，给4月带来较大的正的月内翘尾，4月上旬流通领域生产资料价格有所回落，预计4月PPI环比回落至零附近，4月PPI同比或下行至7.3%。

图 32: 流通领域生产资料价格高频指标走势图



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

风险提示

政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032