

猪价周期反转将至，三季度 CPI 同比可能破 3%

——4 月物价点评

报告日期: 2022-05-11

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

主要观点:

- 事件: 4 月 CPI 同比增长 2.10%，预期值 2.01%，前值 1.50%；PPI 同比 8.0%，预期值 7.79%，前值 8.30%。
- 一、CPI 同比上涨 2.10%，高于前值；食品 CPI 同比与环比由负转正，从对 CPI 环比的拉动看，鲜菜是主拖累，鲜果是主支撑，猪肉价格拐点初现；非食品同比持平前值，环比较上月小幅下降，能源价格受国外政策影响高位震荡，旅游业受疫情影响环比低于过去五年同期均值（下文简称季节性）；核心 CPI 同比小幅走弱，环比由负转正，经济景气承压，总体较弱。

CPI 同比上行，猪价由跌转升，支撑食品 CPI；鲜菜供给充足，鲜菜 CPI 环比下行拖累 CPI；国际油价仍在高位，但月度均价有所下滑，拉动交通工具燃料环比上涨，涨幅不及上月；经济受国内疫情冲击，叠加国际环境变数增加波动较大，经济景气较上月下降，核心 CPI 同比小幅走弱，环比由负转正。

4 月 CPI 同比上涨 2.10%，高于前值；环比为 0.40%，较上月涨幅上升 0.4 个百分点。其中，食品 CPI 环比受猪价与鲜果拉动，上升 0.9%；非食品环比上升 0.2%，略低于前值，拉动 CPI 环比上升约 0.20 个百分点，拉动力度略低于 3 月，主因疫情冲击。核心 CPI 同比小幅走弱，上涨 0.9%，低于前值 1.10%，结合 PMI 和 BCI 指数均较上月下降来看，经济景气承压。分项看：

1、食品项：环比由负转正，上涨 0.9%，其中鲜菜是主要拖累项，鲜果是主支撑，猪价转为上行支撑 CPI。

1) 鲜菜价格受上市量增加、供给充足的影响，鲜菜 CPI 环比由正转负，下降 3.5%，拖累 CPI 环比下行 0.09%，环比涨幅高于季节性约 2.85 个百分点，低于上月。4 月 28 种重点监测蔬菜平均批发价环比下降 7.98%；高频指标看，5 月初 28 种重点监测蔬菜平均批发价低于 4 月均值。

2) 粮食价格受国际粮食价格大幅上升及国内疫情影响上涨，粮食 CPI 环比上升 0.7%，对 CPI 环比拉动 0.01%，环比涨幅略高于季节性 0.58 个百分点，同比上涨 2.7%，略高于前值。粮食价格受内外环境与政策影响，国内政策上看，4 月 20 日国常会聚焦粮食安全与能源保供增供，会议认为“我国粮食供应和储备充足，今年春播稳步开展，粮食安全是有保障的”，并提出要加大农资补贴；农业农村部副部长邓小刚 5 月 5 日谈“三农”热点话题时表示，下一步将聚焦粮食稳产保供、扩种大豆油料。从国际形势看，世界银行和国际货币基金组织

(IMF) 4 月 18 日至 24 日召开春季会议，粮食安全、通货膨胀、债务和俄乌冲突是关注的焦点；5 月 4 日联合国秘书长古特雷斯表示俄乌农产品要重返国际市场，否则伤害全球粮食安全。接下来需关注国内政策落地情况以及国际形势变化对粮食价格的影响。

3) 猪肉 CPI 环比由负转正，上升 1.5%，高于季节性约 6.62 个百分点，同比延续下跌趋势，但降幅较上月缩减 8.1 个百分点至 -33.3%。市场上猪肉供应开始走弱，3 月能繁母猪存栏同比已转负，降至 -3.1%；国家四月共计划收储猪肉 16 万吨，去除流拍量，实际收储 4.45 万吨。5 月 13 日开展第七批猪肉收储工作，预计收储 4 万吨。生猪养殖预期盈利开始上升，4 月 27 日预计亏损 48.31 元/头，远低于前值 182.16 元/头。猪肉拐点或已初现，未来猪价有望上行。

2、非食品项：非食品环比上升，涨幅较上月有所下降，一方面国际油价高位震荡，拉动交通工具燃料 CPI 和居住水电燃料 CPI 环比上升；另一方面疫情冲击房租和旅游业，CPI 环比显著低于季节性。

4 月 CPI 非食品环比上升 0.2%，较季节性高 0.1 个百分点，同比上升 2.2%，持平前值。非食品内部同比涨多跌少，环比涨跌互现，具体从环比来看：

1) 显著低于季节性的分项为房租、服装和旅游。疫情冲击下房租 CPI 下降 0.2%，低于上月 0.2 个百分点，低于季节性 0.3 个百分点，低于剔除疫情影响的季节性（2016-2019 年同期均值）0.35 个百分点。旅游 CPI 受小长假影响由负转正，上升 1%，但受疫情冲击拖累，显著低于季节性 0.52 个百分点。服装 CPI 环比由正转负，下降 0.2%，低于季节性 0.28 个百分点。

2) 快递服务 CPI 环比为 0，与上月持平，高于季节性 0.12 个百分点。受保障物流通畅的政策保护，疫情对快递行业的冲击有限。

3) 能源方面，国际油价上涨趋势减弱，国内成品油价格环比小升，2022 年 4 月 15 日 24 时起国内成品油价格按机制下调，调控机制初显成效；交通工具用燃料 CPI 环比上升 2.7%，涨幅低于前值，环比高于季节性 4.16 个百分点；居住水电燃料 CPI 环比涨幅为 0，低于上月的 0.7%，高于季节性 0.18 个百分点。

3、核心 CPI：经济景气较上月下降，核心 CPI 环比由负转正，同比小幅走弱。4 月核心 CPI 环比由负转正，上升 0.1%，但低于剔除疫情影响的季节性 0.1

相关报告

1. 《华安证券_宏观研究_宏观专题_CPI-PPI 见底回升，如何配置资产？——通胀系列之一》2021-12-09
2. 《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
3. 《华安证券_宏观研究_宏观点评_是终点也是起点——12 月 PMI 点评》2021-12-31
4. 《华安证券_宏观研究_宏观点评_价格传导加强，困境反转来了？》2022-02-16
5. 《华安证券_宏观研究_宏观点评_俄乌冲突：全球通胀“黑天鹅”？》2022-02-25
6. 《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们为什么看好基建？》2022-03-02
7. 《华安证券_宏观研究_宏观点评_基于机器学习的 PPI 预测模型——量化知宏观系列之一》2022-03-08
8. 《华安证券_宏观研究_宏观点评_油价暴涨对 CPI 和 PPI 有何影响？——2 月物价点评》2022-03-10
9. 《华安证券_宏观研究_宏观点评_扩基建、稳地产，对通胀有何影响？——3 月物价点评》2022-04-11

个百分点。疫情冲击加剧，全域静态封控地区增加，4月制造业 PMI、服务业 PMI、BCI 指数较上月均下滑，经济承压。需求总体仍然疲弱，4月核心 CPI 同比小幅走弱，上升 0.9%，低于前值 0.2 个百分点。

● **二、PPI 同比与环比均下行；原油价格高位震荡，其他重点品种价格上行幅度均减小；价格传导效果有所下降。**

PPI 同比延续下行，下游行业 PPI 涨幅有限。国内外政策分化，价格扰动因素增加，重点品种价格环比涨幅较上月均下滑。4月 CPI-PPI 负缺口缩减，PPI 生产资料-生活资料增速差再度缩窄，但缺口缩窄幅度较上月均减小，PPI-PIRM 负缺口扩大，说明上游价格向下传导效果不及上月。

PPI 同比延续下行，4月 PPI 同比涨幅缩窄 0.3 个百分点至 8.0%，环比下降 0.5 个百分点至 0.6%，主因大宗商品价格涨幅较上月有所下行，但仍在高位震荡。重点品种煤炭、原油、黑色、有色产业链价格全面上升。4月 CPI-PPI 负的缺口再度缩窄 0.9 个百分点至 -5.9%，PPI-PIRM 负缺口扩大至 2.8%，高于前值 0.4 个百分点，上游成本向下游传导能力减弱。

1、大类看：生产资料-生活资料增速差再度缩窄，缩窄幅度减小。

4月 PPI 生产资料和生活资料涨幅差距继续缩窄，PPI 生产资料同比涨幅下降 0.4 个百分点至 10.3%，生活资料同比上升 0.1 个百分点至 1.0%，PPI 生产资料-生活资料增速差缩窄 0.5 个百分点至 9.3%，缩窄幅度较前值下降，说明上游成本仍在向下传导，但传导效果低于上月。

2、七大产业看：上游环比增速较上月普遍下滑，下游环比拉动不及上月。

上游环比增速较上月普遍下滑，下游环比增速仅衣着类较上月上升。采掘工业环比下降 2.8 个百分点至 2.0%，同比涨幅扩大 0.3 个百分点至 38.3%，再度上升，主要受国际大宗商品价格高位震荡的影响；原材料工业同比涨幅扩大 0.7 个百分点至 17.4%；中游加工工业同比涨幅再度缩窄 0.9 个百分点至 4.8%；下游的仅食品类同比涨幅有所上升，上升 0.8 个百分点；衣着和一般日用品同比分别上升 0.7%和 1.8%，但涨幅均较上月缩窄 0.1 个百分点；耐用消费品类同比下降 0.1%，增速较上月下滑 0.4 个百分点。而环比来看，食品类和一般日用品类 PPI 环比小幅上升，但涨幅较上月均有所下降，衣着类和耐用消费品类 PPI 环比为 0，其中衣着类 PPI 环比涨幅较上月增加 0.2 个百分点。

3、40 个工业行业看：原油均价较上月下跌，其他重点品种价格环比涨幅均下降。

1) 煤炭价格涨幅继续扩大拉动煤炭产业链。焦煤、焦炭分别环比上升 3.40%、8.24%，带动煤炭开采和洗选业价格环比上升 2.5%，与上月持平。**国内频繁发文稳定煤炭价格**，今年 2 月，发改委出台《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303 号），4 月 30 日国家发改委发布《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告 2022 年第 4 号》；5 月 4 日中国人民银行增加 1000 亿元专项再贷款额度，支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力；5 月 6 日国家发展改革委召开专题会议，研究加强煤炭价格调控监管。从焦煤、焦炭价格高频数据看，稳价政策有一定效果，未来关注政策实施力度和落地效果。

2) 原油价格高位震荡，对化工产业链拉动效果有限。原油价格环比小幅下降但仍在高位，拉动石化产业链价格小幅上行，其中石油和天然气开采业环比上升 1.2%，涨幅较上月下降 12.9 个百分点；石油加工、炼焦及核燃料加工业上升 3.5%；化学原料及化学制品制造业与化学纤维制造业环比涨幅分别下降 0.4 和 1.6 个百分点至 1.4%、0.4%；橡胶和塑料制品业环比为 0.3%，比上月上涨 0.1 个百分点。

3) 黑色产业链价格上升、非金属矿价格下降。水泥市场价环比由正转负，铁矿石和螺纹钢价格环比分别上升 8.43%、1.41%，拉动黑色金属矿采选业环比上升 4.0%，涨幅下降 0.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业环比涨幅增加 0.4 个百分点至 1.8%；非金属矿物制品业环比跌幅扩大 0.3 个百分点，下降 0.5%。

4) 铜价涨多跌少拉动有色链价格。阴极铜价格环比上升 1.61%，对应 PPI 有色金属矿采选业环比上升 2.7%，有色金属冶炼和压延加工业环比上升 0.8%。

● **三、价格传导：与历史比，2022 年一季度上游价格传导能力有所下降，中下游传导能力略有上升；部分行业价格传导能力较强，可能存在结构性消费涨价机会。**

本文更新数据至 3 月，测算并总结如下：

1、从行业看：与历史比，2022 年一季度上游传导能力下降，因此对下游行业 PPI 和 CPI 的整体提振作用可能有限。图 17 列出了所有 PPI 行业的 CTIC（价格传导指数，越高代表价格传导能力越强）历史分位数，12 个行业在 2021 下半年至今的历史分位数均处于 50%以下，其中 7 个行业属于下游行业，上游行业占 3 个；15 个行业 2022 年一季度历史分位数均处于 50%以下，其中 7 个行业属于下游行业，上游行业占 5 个。图 18 表明 2022 年一季度上游行业的价格传导能力较历史上较弱，而中下游行业略有增强。

2、PPI 与 CPI 双向传导：通过 PPI 和 CPI 一对一传导测算，我们发现部分行业仍存在结构性消费涨价机会，如图 19 显示 PPI 向 CPI 细项价格传导效果较好的行业有烟酒制造、纺织服装、服饰业、通用设备修理业、中成药生产、化学药品制剂制造业等；图 20 显示 CPI 向 PPI 传导主要表现在农产品向食品加工业的传导，除水产品、蛋类、畜肉类外，其他细项向 PPI 传导普遍较好。因此，总

体看，可关注烟酒、食品加工、纺服、中药、西药等可能的涨价。

● **四、近期重点关注：猪价拐点初现，疫情被动压栏；油价高位震荡；基建发力预期增强，政策面支持强劲，扩基建、稳地产对原材料价格有支撑。**

1、猪价拐点初现，需求处于淡季，猪价上涨预期增强，但仍有波动空间。根据生猪养殖周期，领先 10 个月的能繁母猪存栏同比对预测猪价具有重要意义，从领先 10 个月的能繁母猪存栏同比可知，2022 年一季度猪肉供给持续，而 3 月能繁母猪存栏同比已经转负。三元能繁母猪持续去化，3 月市场三元占比降至 13%，使得能繁母猪存栏下降的同时育种率有所上升，且疫情影响可能导致被动压栏。饲料成本方面，豆粕现货价格自 3 月 23 起有所下滑，玉米价格平缓小幅上行，养殖利润亏损程度已有所下降，但养殖户补栏仍表现谨慎。综合来看，供给量波动下滑，尽管五月已开启第七批猪肉收储工作，需求仍弱支撑效果有限，我们预测 5 月起猪价可能波动上行。

2、预计短期油价高位震荡。供给端，1) OPEC+坚持稳步增产计划，在 5 月 5 日的第 28 次部长级会议上定今年 6 月维持原定适度增产计划，将 6 月的月度总产量上调日均 43.2 万桶。而除 2 月外，从去年 10 月到今年 3 月 OPEC 的产量都没有达到承诺的增产幅度。2) 欧盟发布第六轮对俄制裁方案，其中包括为期 6 个月的阶段性停止从俄罗斯进口原油。匈牙利、斯洛伐克表示因对俄石油依赖程度高难以跟进石油制裁，欧盟对其放宽阶段性停止进口原油的时间窗口。日本作为 G7 一员，其经济产业大臣萩生田光一表示，由于日本国内资源有限，将难以立即跟进禁运俄罗斯石油的举措。IEA 4 月月报预计在能源制裁下，俄罗斯石油供应将在 4 月下降 1.5 百万桶/日，从 5 月起停产，降速将达到 3 百万桶/日左右。需求端，1) 疫情冲击下出于对全球经济增速的下调，OPEC 下调 2022 年世界石油需求 50 万桶/日至 370 万桶/日，IEA 对 2022 年全球石油需求的预测降低 260 万桶/日至 99.4 百万桶/日，EIA 也将世界石油需求普遍下调，其中对 5 月的世界石油需求下调了 1.31 百万桶/日至 98.27 百万桶/日。2) 美国大量抛储后面临补充 SPR 的需求。5 月 5 日 CNN 报道美国能源部知情官员透露拜登政府计划在今秋购买 6000 万桶原油来补充不断消耗的战略石油储备 (SPR)。总体看，供给端因对俄能源制裁加剧，结构性短缺可能增加，需求端短期原油裂解价差显示仍有支撑，炼厂复工率显示需求总体走弱，预计短期油价在高位震荡，长期略有下滑。

3、基建政策面支撑强劲，基建高增预期进一步增强，扩基建、稳地产对上游原材料价格亦有支撑。3 月 30 日国常会指出“用好政府债券扩大有效投资，抓紧下达剩余专项债额度，更好发挥专项债效能，加快项目开工和建设，尽快形成实物工作量”，以及“再开工一批水利项目，全年可完成投资约 8000 亿元”；4 月 11 日国务院总理李克强主持召开经济形势部分地方政府主要负责人座谈会，提出“上半年要大头落地，形成更多实物工作量”；4 月 20 日国常会提出对三个核电新建机组项目予以核准，预计该项目将对新基建产生拉动；4 月 26 日习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议，强调基础设施是经济社会发展的重要支撑，要统筹发展和安全，优化基础设施布局、结构、功能和发展模式，要“全面加强基础设施建设”。4 月 29 日中共中央政治局会议也有“全面加强基础设施建设”的扩基建相关表述；5 月 6 日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，长期利好基建投资、地产投资和居民消费。我们认为政策支持下，基建高增确定性进一步增强，新老基建齐发力，基建长期空间打开。扩基建、稳地产对上游原材料价格亦有支撑。

● **五、未来价格预测：5 月可能继续 CPI 上、PPI 下，三季度 CPI 同比可能破 3%。**

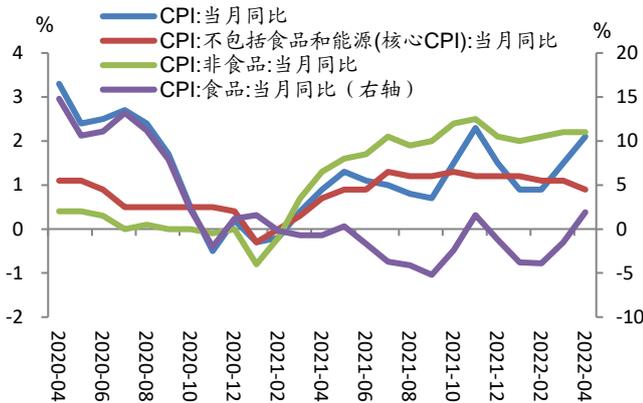
CPI: 高频数据看，截至 5 月 10 日食品价格较上月总体微降，其中粮食、水产品微降，鲜菜大幅下降，食用油、畜肉类、鸡蛋、鲜果上涨。非食品价格暂按季节性估计，由此测算，5 月 CPI 同比可能小幅走高至 2.3%。根据最新预测，受猪价上行，油价维持高位，消费在疫情之后逐渐恢复等影响，CPI 同比后续将逐渐上行，三季度可能破 3%，高点在 9 月，全年累计同比可能为 2.5% 左右。

PPI: 高频数据看，截至 5 月 10 日南华工业品指数环比下降 2.5%，CRB 工业原料现货指数环比下降 1.6%，若价格持续走弱，可能带动 PPI 环比回落，从而使 PPI 同比大幅回落至 6.5% 以下。根据最新预测，受地缘政治冲突拉动大宗商品价格，以及扩基建、稳地产等影响，PPI 同比虽逐渐回落，但上半年回落速度可能偏缓；随着全球需求回落，下半年 PPI 同比回落速度可能加快，全年累计同比可能为 5% 左右。

● **风险提示**

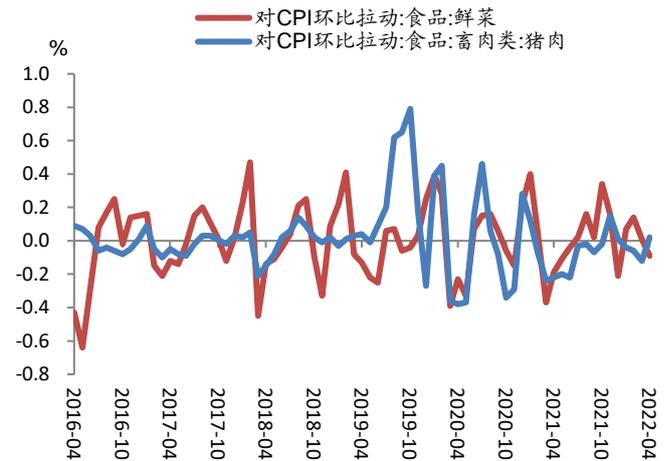
国内外经济扰动因素增加，国内政策落地效果不及预期。

图表 1 CPI 同比有所上行



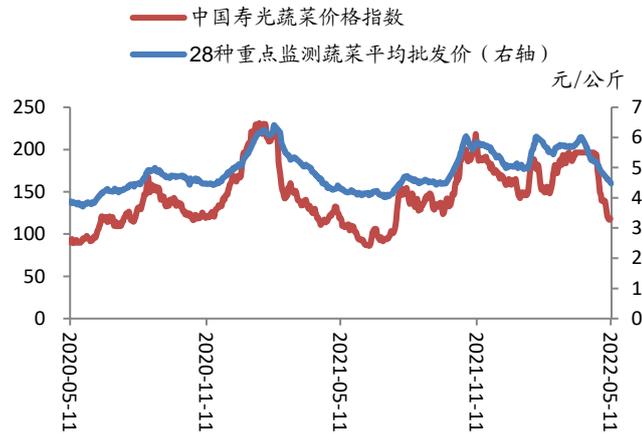
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 鲜菜拖累 CPI, 猪价上行支撑 CPI



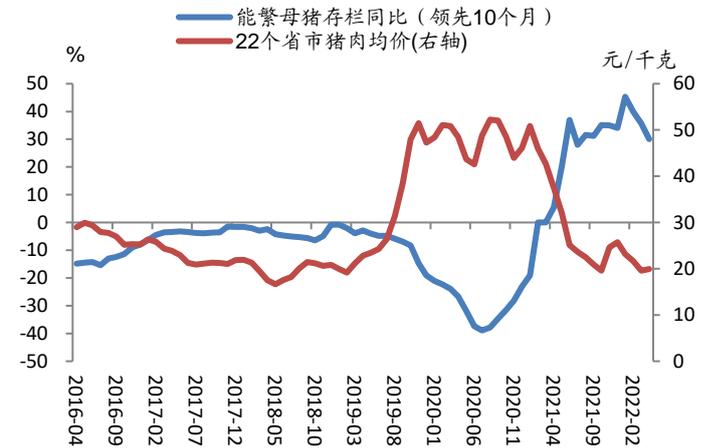
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 蔬菜价格有所下滑



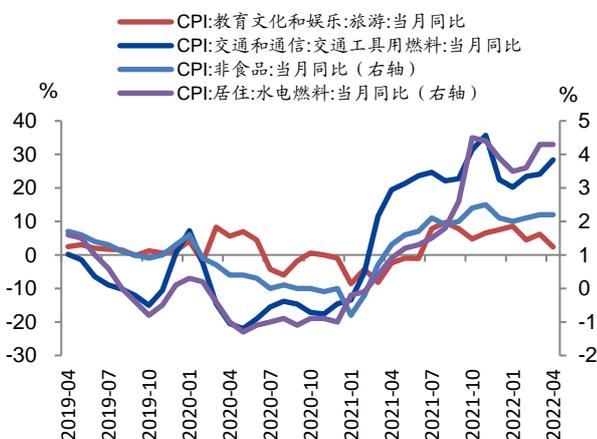
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 猪价拐点初现



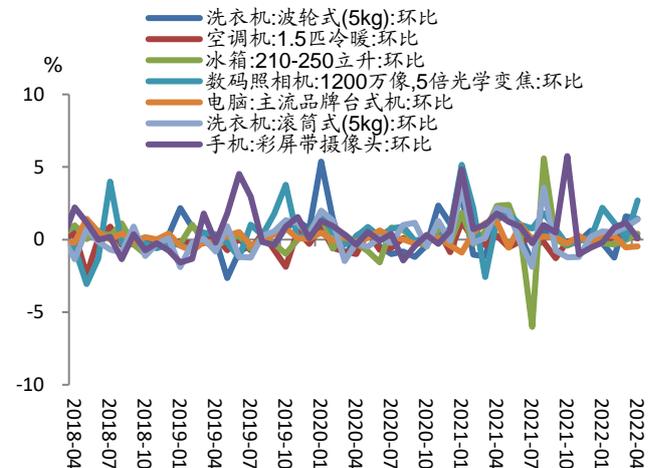
资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

图表 5 CPI 非食品重点项目变化



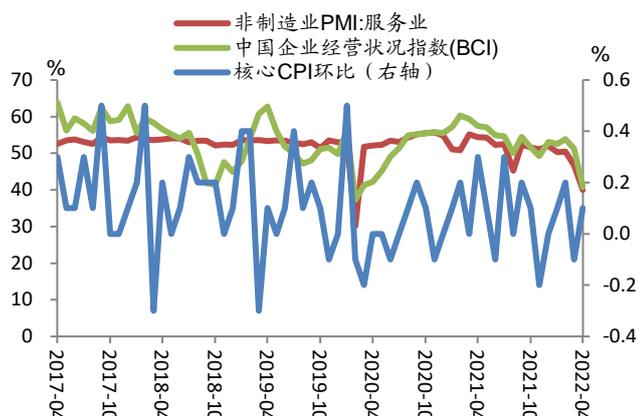
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 36 大中城市日用工业消费品平均价格普遍上涨



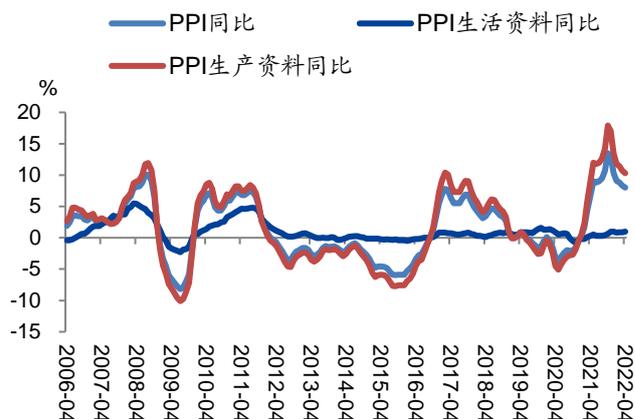
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 核心 CPI 环比由负转正



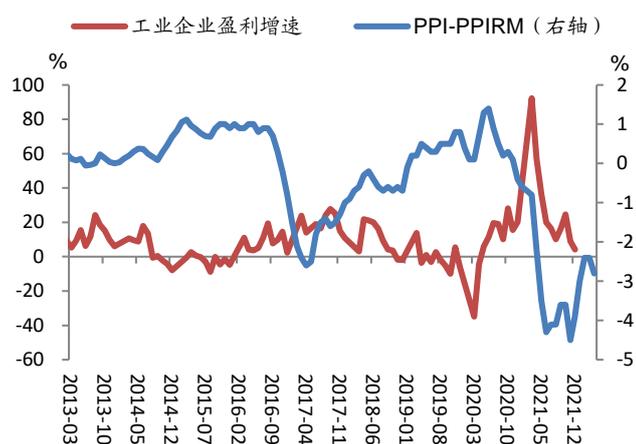
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 PPI 同比下行, 生产资料与生活资料增速差减小



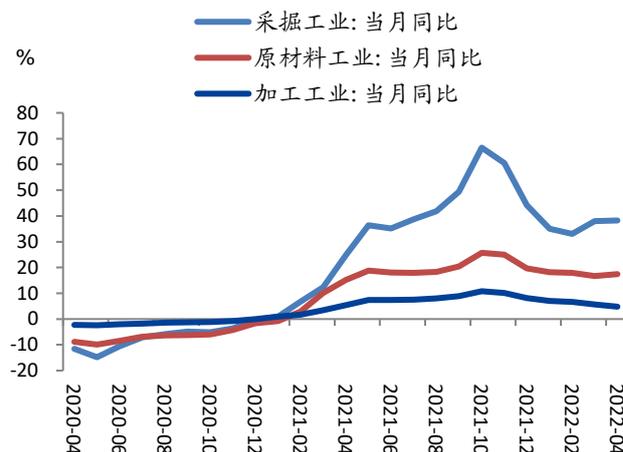
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 PPI-PIRM 负的缺口扩大



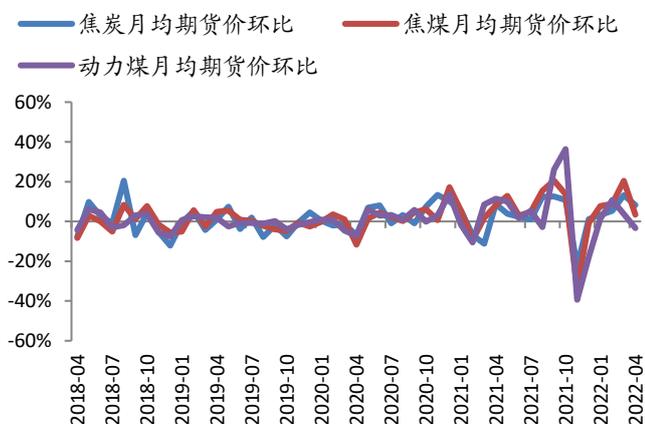
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 采掘工业 PPI 同比上涨幅度减小



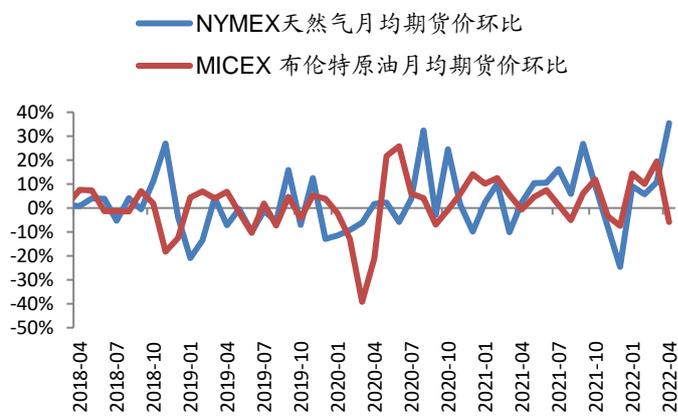
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 煤炭价格环比涨幅下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 12 原油价格环比下降



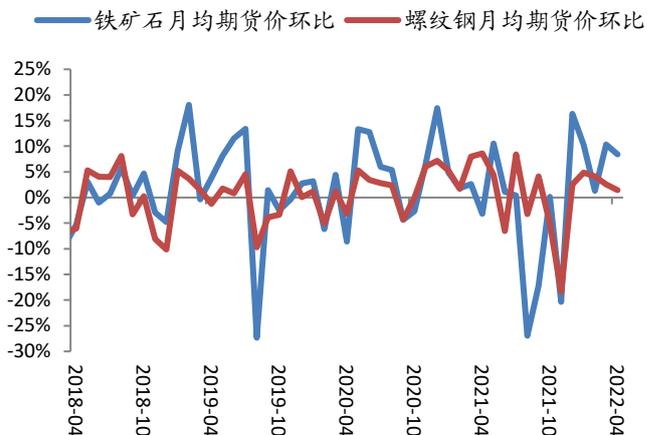
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 高频数据下原油价格高位震荡



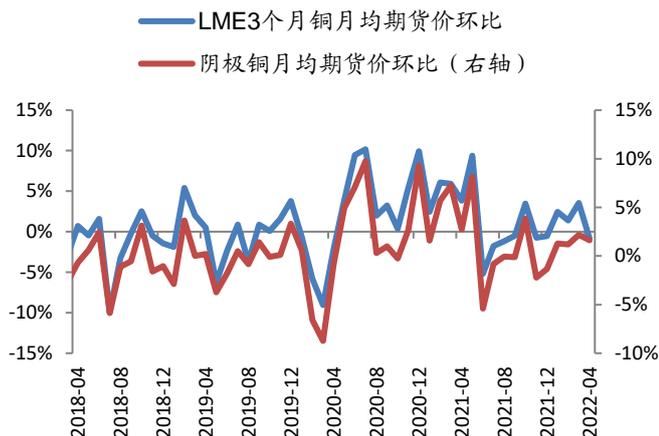
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 14 铁矿石与螺纹钢价格环比涨幅下降



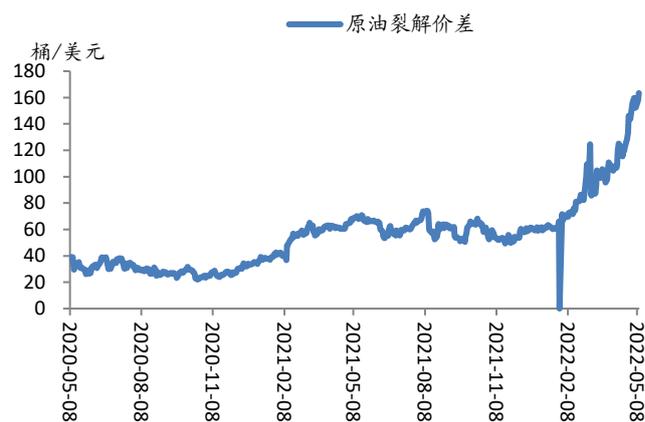
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 铜价环比涨幅下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 原油裂解价差波动上行



资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

图表 17 行业细项 CTIC 在历史上的分位数

各行业k值较自身历史分位数（2003年以来）		2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03
上游	煤炭开采和洗选产品	57.30%	64.70%	68.80%	73.40%	74.80%	73.20%	71.60%	68.60%	65.80%	73.20%
	石油和天然气开采产品	82.00%	79.00%	74.60%	74.30%	74.80%	80.20%	74.20%	71.30%	74.40%	81.40%
	黑色金属矿采选产品	56.30%	57.10%	50.80%	32.70%	23.70%	18.30%	11.40%	8.00%	7.90%	7.80%
	有色金属矿采选产品	52.70%	50.00%	47.30%	46.50%	44.00%	45.00%	49.10%	50.00%	52.30%	54.60%
	非金属矿采选产品	30.00%	30.80%	32.00%	30.90%	31.70%	34.60%	43.60%	46.00%	46.30%	45.20%
	石油、煤炭及其他燃料加工业	56.90%	63.80%	74.60%	75.60%	74.40%	64.90%	65.00%	64.70%	56.70%	53.40%
	化学原料及化学制品制造业	52.70%	58.90%	66.60%	58.60%	49.10%	41.60%	55.70%	61.20%	53.90%	28.10%
	化学纤维制品	32.70%	42.80%	47.30%	37.90%	30.50%	28.30%	24.50%	12.90%	9.50%	4.60%
	非金属矿物制品业	28.60%	26.70%	27.50%	34.90%	51.10%	61.40%	67.60%	61.70%	60.60%	57.70%
	黑色金属冶炼及压延加工业	40.00%	37.50%	45.60%	58.60%	64.40%	60.00%	63.90%	53.20%	44.40%	29.60%
	有色金属冶炼及压延加工业	58.10%	51.70%	52.60%	56.80%	57.60%	48.30%	45.90%	48.30%	49.20%	40.60%
	废弃资源和废旧材料回收加工业	52.70%	52.50%	52.20%	51.90%	51.70%	51.40%	52.10%	51.90%	51.60%	51.40%
	电力、热力生产和供应	23.70%	28.50%	29.30%	31.40%	32.50%	36.40%	43.20%	66.90%	72.70%	69.30%
燃气生产和供应	32.70%	33.40%	44.40%	55.30%	50.60%	51.70%	66.30%	64.70%	64.00%	73.20%	
水的生产和供应	35.40%	35.20%	34.60%	34.00%	33.90%	33.30%	34.40%	35.60%	33.70%	35.30%	
中游	金属制品	51.50%	65.60%	68.80%	70.30%	68.20%	75.80%	86.00%	91.30%	90.00%	91.80%
	通用设备制造业	36.50%	40.50%	44.40%	48.30%	45.30%	59.10%	71.90%	72.90%	72.30%	70.90%
	专用设备制造业	46.90%	53.40%	54.70%	55.90%	58.80%	60.80%	74.30%	79.50%	75.60%	78.20%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	45.70%	52.20%	56.00%	56.60%	64.30%	69.20%	67.60%	78.20%	84.40%	88.30%
	电气机械及器材制造业	49.70%	63.30%	64.00%	61.50%	57.20%	66.60%	71.10%	72.60%	74.00%	76.20%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	17.90%	22.30%	23.50%	24.30%	24.20%	24.50%	25.30%	25.20%	25.90%	23.70%
	仪器仪表	33.10%	43.30%	50.20%	45.50%	47.10%	45.60%	69.80%	75.60%	74.40%	68.10%
	其他制造业	32.10%	34.50%	34.30%	35.60%	34.90%	39.20%	40.40%	41.20%	43.90%	49.00%
	金属制品、机械和设备修理服务	31.30%	32.70%	33.30%	55.90%	55.40%	35.00%	34.70%	33.60%	30.80%	32.20%
	农副食品加工业	43.60%	37.50%	33.30%	32.70%	28.80%	35.00%	29.50%	14.50%	12.60%	21.80%
食品制造业	36.30%	41.00%	45.60%	46.50%	45.70%	51.60%	63.90%	88.70%	93.60%	87.50%	
酒、饮料和精制茶制造业	29.00%	28.50%	24.50%	22.40%	15.20%	15.00%	14.70%	17.70%	14.20%	20.30%	
烟草制品	58.10%	55.30%	52.60%	51.70%	45.70%	46.60%	62.20%	66.10%	66.60%	67.10%	
纺织业	30.00%	33.90%	37.70%	41.10%	39.60%	47.30%	58.90%	69.10%	70.50%	76.70%	
纺织服装服饰	10.90%	16.00%	19.20%	20.60%	22.00%	25.00%	21.30%	27.40%	26.90%	20.30%	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	10.90%	17.80%	21.00%	24.10%	25.40%	28.30%	36.00%	41.90%	41.20%	35.90%	
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	32.70%	42.80%	43.80%	46.50%	52.50%	56.60%	57.30%	58.00%	57.10%	64.00%	
家具	23.60%	30.30%	31.50%	37.90%	38.90%	40.00%	45.90%	48.30%	52.30%	50.00%	
造纸和纸制品	18.10%	14.20%	14.00%	13.70%	10.10%	16.60%	19.60%	17.70%	9.50%	7.80%	
印刷和记录媒介复制业	25.40%	39.20%	29.80%	29.30%	27.10%	48.30%	54.00%	77.40%	79.30%	82.80%	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	69.00%	67.80%	61.40%	67.20%	67.70%	68.30%	68.80%	72.50%	77.70%	87.50%	
医药制品	30.90%	33.90%	36.80%	36.20%	40.60%	43.30%	44.20%	40.30%	46.00%	46.80%	
橡胶和塑料制品业	29.00%	30.30%	29.80%	31.00%	35.50%	40.00%	39.30%	38.70%	38.00%	34.30%	
汽车制造	25.40%	25.00%	31.50%	32.70%	37.20%	45.00%	47.50%	50.00%	57.10%	62.50%	

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

图表 18 2021 年 6 月至今上中下游行业 CTIC 历史分位数

历史上的分位数	上游行业 CTIC	中游行业 CTIC	下游行业 CTIC
2021-06	37.20%	45.70%	30.40%
2021-07	37.00%	58.10%	28.50%
2021-08	50.20%	68.10%	26.60%
2021-09	59.20%	70.00%	26.50%
2021-10	60.70%	68.00%	26.40%
2021-11	48.60%	73.80%	35.00%
2021-12	58.50%	81.40%	38.40%
2022-01	57.80%	82.00%	37.30%
2022-02	48.40%	82.50%	37.60%
2022-03	34.90%	83.40%	43.90%
PPI 上行期 (2015 年 9 月-2017 年 2 月) 分位数	上游行业 CTIC	中游行业 CTIC	下游行业 CTIC
2021-06	50.80%	36.70%	10.40%
2021-07	50.70%	44.30%	10.20%
2021-08	76.00%	61.50%	9.90%
2021-09	89.60%	68.10%	9.90%
2021-10	89.70%	64.80%	9.80%
2021-11	75.40%	72.00%	17.50%
2021-12	89.60%	75.10%	23.00%
2022-01	89.60%	76.20%	20.00%
2022-02	74.90%	76.60%	20.60%
2022-03	50.50%	76.90%	30.80%

资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

图表 19 PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算

CPI 细项	对应 PPI 细项	回归系数
CPI:食品烟酒:卷烟	PPI:卷烟制造	1.005351
CPI:食品烟酒:酒类	PPI:酒的制造	0.6409981
CPI:衣着:服装	PPI:纺织服装、服饰业	0.7485443
CPI:衣着:鞋类	PPI:制鞋业	0.5825615
CPI:居住:水电燃料	PPI:自来水生产和供应	0.306448
	PPI:电力生产	-0.1070175
	PPI:热力生产和供应	0.281814
	PPI:燃气生产和供应业	0.2033352
CPI:生活用品及服务:家用器具	PPI:家用电力器具制造	0.5685466
	PPI:非电力家用器具制造	0.4270948
CPI:交通和通信:交通工具	PPI:汽车制造业	-1.236236
	PPI:摩托车制造	0.6214327
	PPI:自行车和残疾人座车制造	-0.0863712
	PPI:助动车制造	0.3870671
CPI:交通和通信:交通工具用燃料	PPI:石油、煤炭及其他燃料加工业	0.7069701
CPI:交通和通信:交通工具使用和维修	PPI:通用设备修理	1.021332
CPI:交通和通信:通信工具	PPI:通信设备制造	-0.8471793
CPI:教育文化和娱乐	PPI:印刷业和记录媒介的复制	0.622043
	PPI:文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.1102194
	PPI:计算机制造	0.2853556
CPI:医疗保健:中药	PPI:中成药生产	1.022746
CPI:医疗保健:西药	PPI:化学药品制剂制造	1.319422

注：表格底色越蓝代表数值越小，越红代表数值越高；根据显著性检验进行逐步回归调整对应分项；时间区间以 2014 年 1 月至 2022 年 3 月为主，部分更新时间较晚的细项根据其现有时间长度调整

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

图表 20 CPI 食品细项向 PPI 细项传导能力测算

PPI 细项	对应 CPI 细项	回归系数
PPI:谷物磨制	CPI:食品烟酒:粮食	0.9935135
PPI:植物油加工	CPI:食品烟酒:食用油	1.832554
PPI:蔬菜、菌类、水果和坚果加工	CPI:食品烟酒:鲜菜	0.9573074
PPI:屠宰及肉类加工	CPI:食品烟酒:畜肉类	0.3495183
PPI:水产品加工	CPI:食品烟酒:水产品	-0.229911
PPI:其他农副食品加工	CPI:食品烟酒:蛋类	0.1365383
PPI:乳制品制造	CPI:食品烟酒:奶类	0.9975676
PPI:蔬菜、菌类、水果和坚果加工	CPI:食品烟酒:鲜果	0.9634713

注：表格底色越蓝代表数值越小，越红代表数值越高；时间区间为 2014 年 1 月至 2022 年 3 月。

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

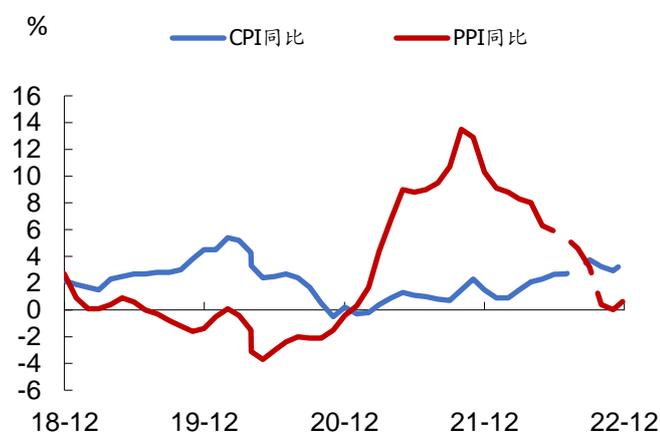
图表 21 全球供需平衡预测

	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12
全球石油产量 (百万桶/天)												
经合组织	31.31	31.47	31.97	32.14	32.26	32.55	32.66	32.86	32.73	33.08	33.72	33.76
美国	19.22	19.07	19.67	19.77	20.07	20.21	20.32	20.53	20.57	20.63	21.11	21.11
加拿大	5.52	5.80	5.77	5.74	5.55	5.69	5.73	5.76	5.73	5.77	5.89	5.90
墨西哥	1.93	1.91	1.90	1.92	1.93	1.92	1.91	1.90	1.89	1.87	1.86	1.85
其他经合组织国家	4.63	4.68	4.64	4.71	4.71	4.73	4.70	4.67	4.53	4.82	4.86	4.90
非经合组织	66.79	67.62	67.36	66.52	67.24	67.09	67.51	67.74	67.85	67.60	67.49	67.30
OPEC	33.44	34.11	33.73	33.92	34.36	34.52	34.69	34.77	34.80	34.96	35.02	35.08
原油部分	27.82	28.58	28.22	28.49	28.93	29.08	29.21	29.27	29.33	29.51	29.51	29.48
其他液体 (b)	5.62	5.54	5.51	5.43	5.43	5.45	5.48	5.50	5.46	5.45	5.52	5.59
前苏维埃联盟	14.34	14.39	14.31	13.01	12.83	12.42	12.52	12.56	12.56	12.52	12.54	12.50
中国	5.21	5.14	5.21	5.02	5.05	5.08	5.02	5.05	5.07	5.09	5.11	5.07
其他非经合组织国家	13.80	13.98	14.12	14.57	15.00	15.07	15.28	15.36	15.42	15.02	14.81	14.65
全球总产量	98.10	99.09	99.33	98.66	99.50	99.64	100.17	100.60	100.58	100.69	101.20	101.06
非OPEC产量	64.65	64.98	65.60	64.74	65.14	65.11	65.48	65.83	65.78	65.73	66.18	65.98
全球石油消费量 (百万桶/天)												
经合组织	44.55	46.88	45.61	44.85	44.92	45.93	46.14	46.47	46.03	46.34	46.66	46.82
美国	19.73	20.44	19.97	19.87	20.30	20.73	20.76	21.00	20.47	20.86	21.09	20.88
加拿大	2.33	2.41	2.34	2.31	2.38	2.44	2.48	2.54	2.49	2.47	2.49	2.49
欧洲	12.32	13.54	13.25	13.28	12.95	13.45	13.53	13.37	13.75	13.54	13.22	13.01
日本	3.80	4.05	3.65	3.30	3.04	3.06	3.16	3.25	3.15	3.19	3.43	3.93
其他经合组织国家	6.17	6.25	6.13	5.92	6.02	6.04	6.01	6.09	5.98	6.04	6.21	6.33
非经合组织	52.86	53.90	52.58	52.52	53.36	54.24	53.92	53.55	54.44	53.42	54.30	55.10
欧亚大陆	4.43	4.64	4.27	4.17	4.28	4.46	4.62	4.72	4.66	4.50	4.62	4.69
欧洲	0.75	0.74	0.76	0.74	0.75	0.76	0.75	0.75	0.76	0.78	0.76	0.75
中国	15.44	15.63	14.97	15.27	15.47	15.63	15.58	15.12	15.99	15.07	16.05	16.53
其他亚洲国家	13.57	14.02	13.92	13.84	13.98	13.87	13.59	13.47	13.52	13.73	13.98	14.09
其他非经合组织国家	18.68	18.87	18.66	18.50	18.88	19.52	19.38	19.48	19.51	19.35	18.87	19.04
全球总消费	97.41	100.78	98.19	97.37	98.27	100.17	100.06	100.02	100.47	99.76	100.96	101.92

注：灰色斜体字体为预测值。

资料来源：EIA，华安证券研究所

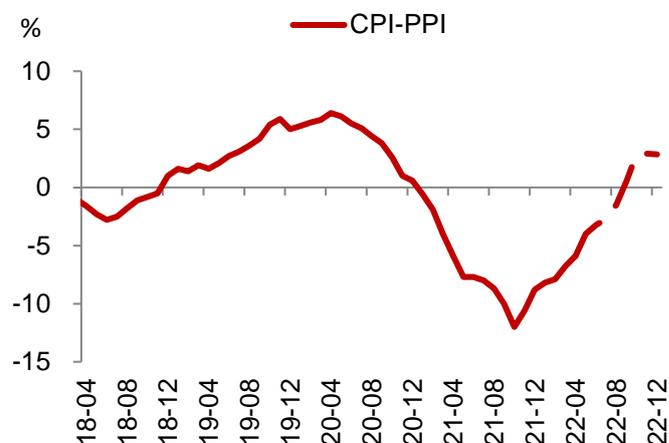
图表 22 CPI 和 PPI 测算



注：虚线代表预测值。

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

图表 23 CPI-PPI 测算



注：虚线代表预测值。

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。