

2月通胀解读：CPI维持低位，PPI环比回升

核心观点

2月PPI环比+0.5%，同比+8.8%（前值9.1%），PPI环比回升，原油价格上涨对PPI形成较强支撑，稳增长背景下，钢铁、有色价格也出现小幅环比回升。乌俄局势影响下，原油价格持续上攻，PPI回落速度将有所放缓。2月CPI环比+0.6%，同比+0.9%，与前值持平，CPI环比涨幅显著低于过去几年的春节月份，一方面由于猪价仍在下行通道，另一方面，本轮疫情持续时间较长，核心CPI修复力度有限。油价中枢上行将推升我国CPI，但由于核心CPI修复不及预期，我们维持全年CPI中枢1.8%，年内不会触及阈值3%的判断。

□ 油价涨幅较大，PPI环比转正

2月PPI环比+0.5%，同比+8.8%（前值+9.1%），油价涨幅较大，PPI同比向下回调幅度放缓。受俄乌局势紧张影响，原油价格快速拉升，布油价格再次上行至100美元上方，高油价带动下，石油、化工、化纤产业链价格跟随上行。另外，稳增长背景下，PMI新订单指数显著回升，订单前置发力，螺纹钢采购量快速提振，黑色系品种价格有所回升。向前看，由于俄乌局势尚不明朗，全球供应链脆弱叠加制裁不断升级的背景下，石化、有色等上游价格仍在上涨，3月PPI环比大概率仍然为正，PPI同比回落趋势放缓。

□ 俄乌矛盾升级，油价快速上冲

俄乌局势紧张增加了市场对于原油供给不确定性的担忧，短期投机因素成为拉升油价的重要推手，3月油价持续上冲，3月8日布油现货价格上涨至138美元。从基本面来看，短期供需缺口有待解决。需求层面，全球放松疫情管制之后，原油需求环比释放较快，原油库存持续走低，全美商业原油库存持续位于历史地位。供给层面，OPEC+国家增产不及预期，2月OPEC+国家减产执行率已达136%，短期内供需缺口仍有100~150万桶/天，基本面对于油价上涨有较强支撑。往前看，一是即便美欧升级对俄制裁也将保持能源流通，供给持续收缩扰动有限；叠加Q1伊核协议大概率落地并于Q2恢复原油出口和OPEC产量基准调整带来的新增产能，将缓解油价上涨压力。因此，我们维持二季度之后油价出现拐点的判断。

□ 滞胀风险核心关注油价持续上涨和大国之间地缘政治导致的供应链不确定性

我们提示，如果未来出现油价持续上涨或大国之间地缘政治升级，全球经济有进入70年代大滞胀的风险。其一，原油是工业血液，能源、化工、农产品等几乎各个行业的生产成本都会受到原油价格直接或间接的影响，原油价格的波动也因此与全球通胀走势几乎一致。若针对俄罗斯贸易制裁升级（若欧盟停止进口俄罗斯油气）或产油国收缩出口，供需不匹配的问题将进一步加剧，原油市场或出现挤兑。其二，如果地缘政治冲突升级至大国之间，贸易去全球化将加剧疫后供应链的紧张，能源、粮食等必需品容易出现挤兑。不过，目前尚未出现产油国收缩出口、欧盟停止俄罗斯油气等事件，大国之间尚未出现明显的地缘政治冲突，尚不具备形成大滞胀的条件。

□ CPI季节性升温，猪肉价格继续寻底

2月CPI环比+0.6%，同比+0.9%，与前值持平，CPI环比涨幅显著低于过去几年的春节月份，一方面由于猪价仍在下行通道，另一方面，本轮疫情持续时间较长，核心CPI修复力度有限。虽受春节效应影响，猪肉需求尚可，但供给过剩局面未显著缓解，2月猪肉价格持续探底。据农业农村部数据，1月末能繁母猪存栏为4290万头，相当于正常保有量的104.6%。2月新公布的中央一号文件强调2022年生猪产能要进行引导、调减，结合近期四川、河南、安徽等公布的政策便可以看出，农业部、农业厅正加强这方面的引导。我们维持5、6月生猪价格出现拐点的判断，猪价开启新一轮上行周期。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1《1-2月数据预测：稳增长发力，开门红可期》2022.02.28

2《1月通胀解读：供给释放，油价难改PPI回落趋势》2022.02.16

3《1月数据预测：信用扩张，A股向上》2022.01.29

4《12月通胀数据：供给释放，PPI进入快速回落通道》

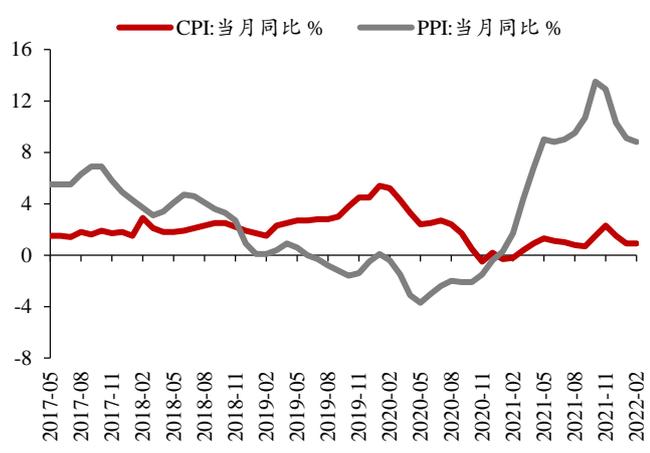
5《12月数据预测：定调稳增长，蓄力开门红》2022.01.01

□ 核心 CPI 修复缓慢，维持 CPI 全年中枢 1.8% 判断

2月核心CPI同比+1.1%，前值1.2%，核心CPI再度回落。本轮疫情多点爆发，疫情扩散下，线下消费场景仍未充分修复，核心CPI修复不及预期，连续8个月维持在1.2%左右的水平。虽然油价上行将推升CPI，但由于核心CPI修复不及预期，我们维持全年CPI中枢1.8%、年内不会触及阈值3%的判断。历史上，我国CPI超预期上行往往来自于猪油共振，目前猪价下行与油价上行形成对冲，CPI压力不大，但若下半年猪肉进入上行周期，地缘政治风险导致油价也持续上行，将形成猪油共振压力。根据我们测算，若油价中枢超预期上行至120美元的话，CPI有望在6月份突破3%，全年中枢也接近3%；若油价中枢上冲至150美元的话，CPI下半年中枢将超过5%。

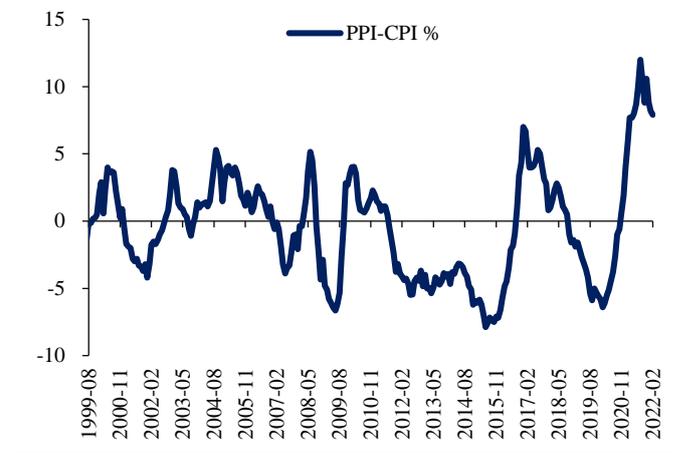
风险提示：俄罗斯乌克兰摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致全球生产能力再回落。

图 1：CPI 止住下行、PPI 下行放缓



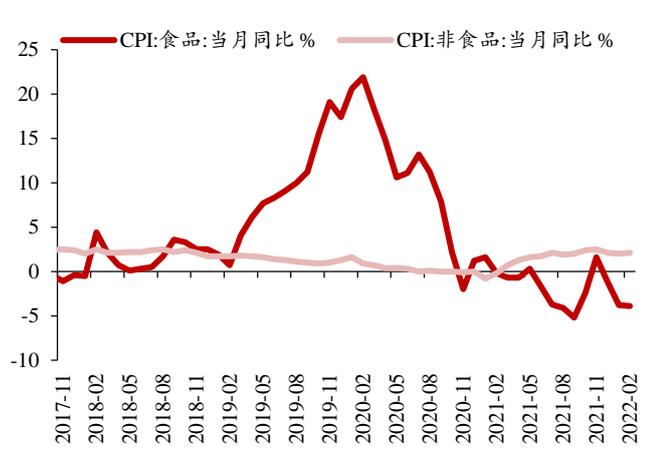
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：PPI 和 CPI 剪刀差继续收窄



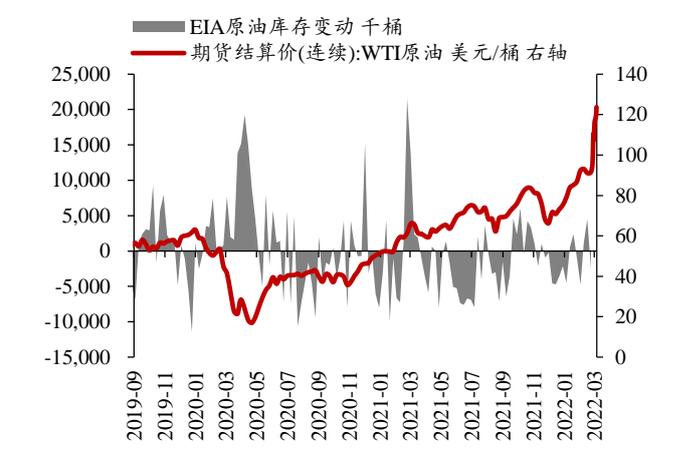
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：CPI 食品项下行趋势放缓



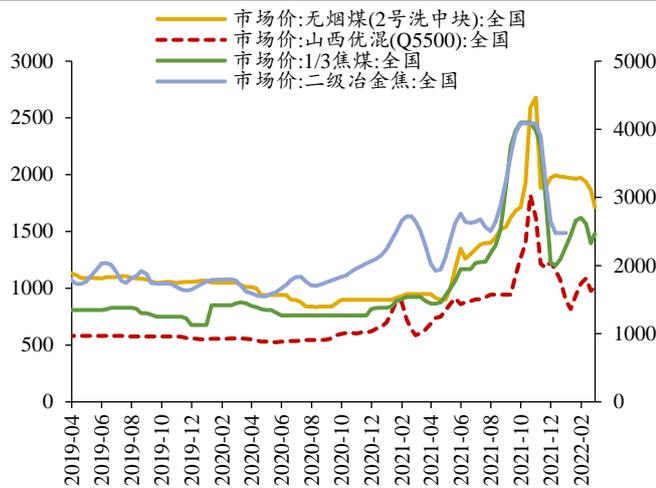
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：原油价格大幅冲高



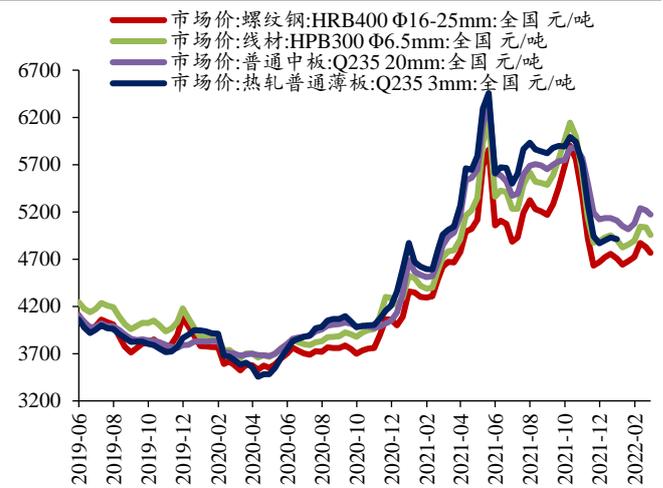
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：煤炭价格总体上涨



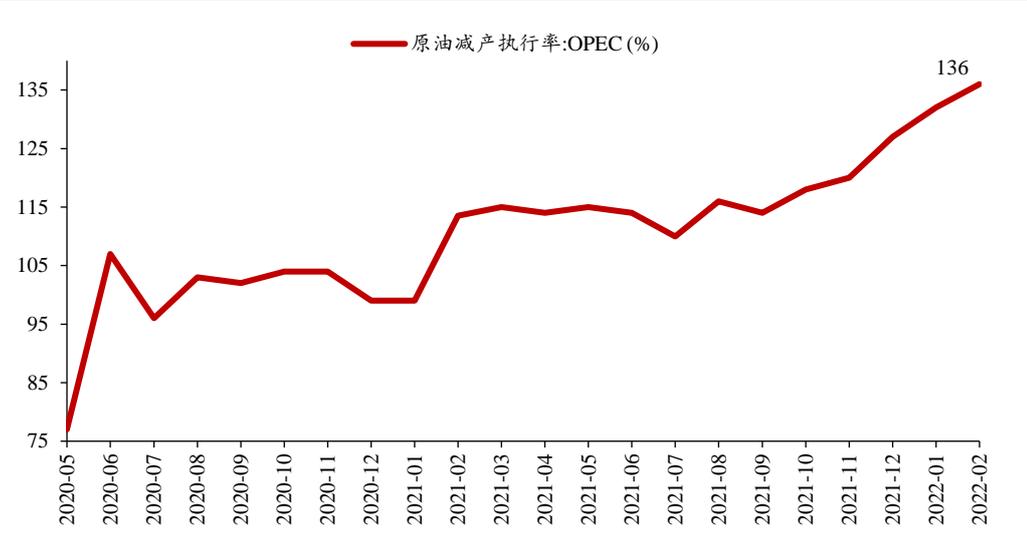
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：钢材价格小幅回升



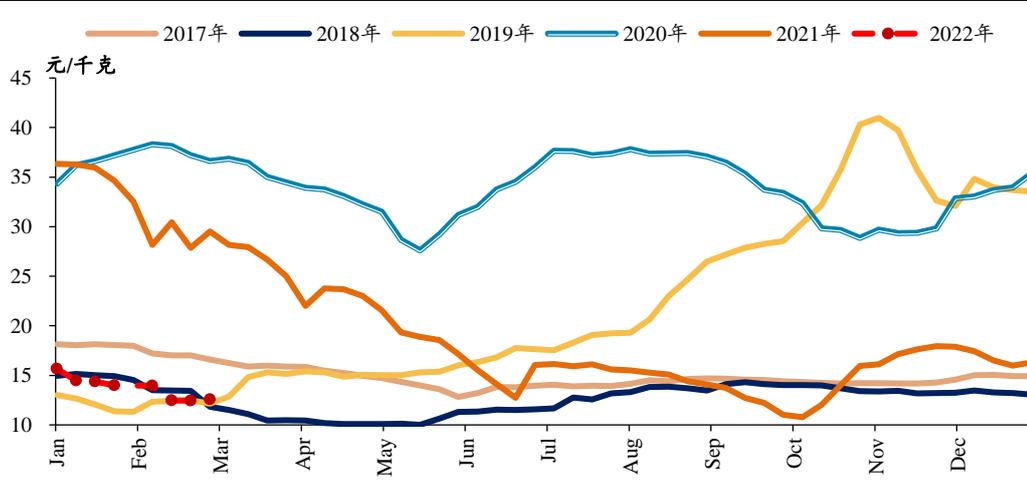
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：2月 OPEC+ 实际减产达到 136%



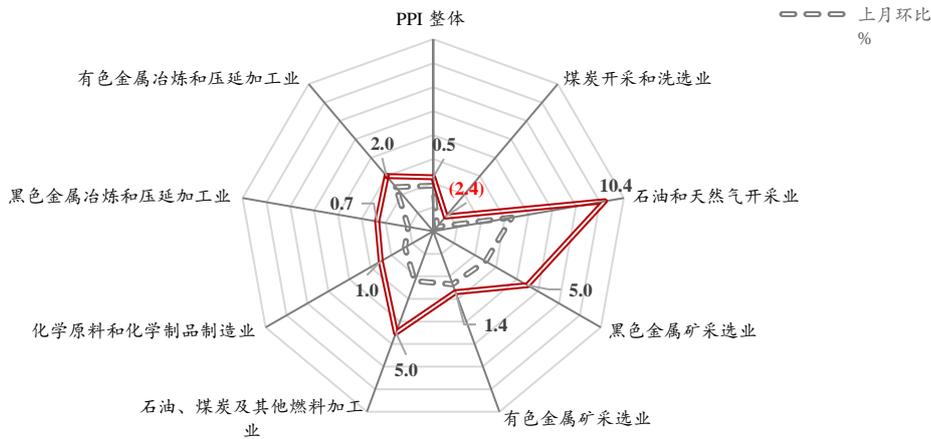
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：2月生猪价格继续探底



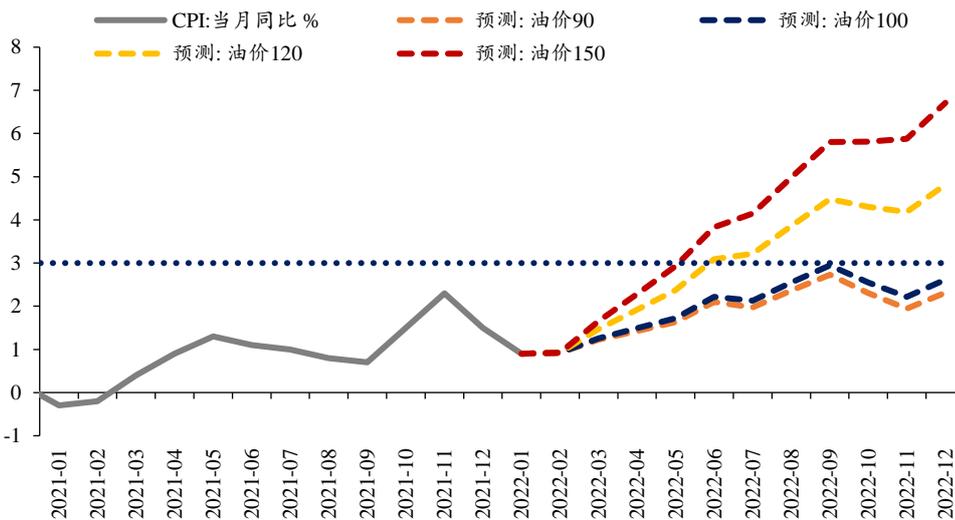
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：油价带动石油产业明显上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：不同油价中枢对应的预测 CPI



资料来源：Wind，浙商证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39325



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn