

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

拉基建、稳地产和工业品涨价

2022年3月9日

摘要:

- **CPI 涨幅持平，核心 CPI 小幅回落。**2月CPI同比上涨0.9%，涨幅与上月相同；环比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.2个百分点。核心CPI同比上涨1.2%，涨幅与上月相同。食品价格环比涨幅弱于季节性。春节后猪肉进入消费淡季，尽管1月末能繁母猪已回调到绿色合理区域，但生猪出栏仍惯性增长，生猪价格处于下行通道。2022年的中央一号文件中提到，“稳定生猪生产支持性正常，稳定基础产能”，加之各省市开始陆续实施生猪产能调控政策，我们维持2022年二季度末猪肉价格开启新一轮上升周期的判断。非食品方面，原油价格飙升助推工业消费品价格上涨。核心CPI环比小幅回落，反映需求偏弱的格局尚未改善。2月以来国内疫情此起彼伏，一定程度上对居民消费，尤其是服务型消费产生抑制。
- **输入性通胀压力有所加大。**PPI上涨8.8%，涨幅比上月回落0.3个百分点；从环比看，PPI由上月下降0.2%转为上涨0.5%。俄乌局势紧张增加了原油供给的不确定性，再加上OPEC+坚持4月增产40万桶/日的计划，国际原油价格自2月以来大幅上涨。俄乌冲突也推动有色金属（铝、铜、镍），以及部分稀有气体（氦）等重要工业品价格上涨。另一方面，保供稳价大力推进，国内大宗商品价格多数回落。但需要注意的是，2月黑色金属冶炼和压延加工工业价格2021年10月以来首次环比转正。在中上游价格反弹的同时，对下游价格的传导仍然不畅。从PPI数据判断，2月中上游行业挤压下游消费品行业利润的情况大概率会再次发生。
- **价格变化传递出的“稳增长”信号。**一季度“拉基建，稳地产”是达成年度经济增长目标的必然路径。2022年政府工作报告将年度经济增长目标设为5.5%，这是一个具有挑战性的目标。为了达到年度增长目标，一季度的经济增速也需要尽量高一些。然而1月份由于冬季天气寒冷开工受限，加之举办冬奥会，大多数中频、高频指标都没有明显体现出“稳增长”的迹象。而2月份为我们提供了一个更合适的观测时点。首先，在“拉基建，稳地产”的政策基调下，建筑业预期显著转好，体现在2月建筑业PMI录得57.6%，较上月上升2.2个百分点。本月PPI中，黑色金属冶炼的价格环比时隔三个月由跌转涨，也对“稳增长”发力做出了验证。再次，从高频指标来看，螺纹钢、沥青、水泥价格均与基建投资有着密切的关系。2月中旬以来，这三类工业品价格都出现了不同程度的上涨，由此可以判断基建投资的力度正在逐步加大。
- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目录

一、CPI 涨幅持平，核心 CPI 小幅回落.....	3
二、输入性通胀压力有所加大.....	4
三、价格变化传递出的“稳增长”信号.....	6
风险因素.....	7

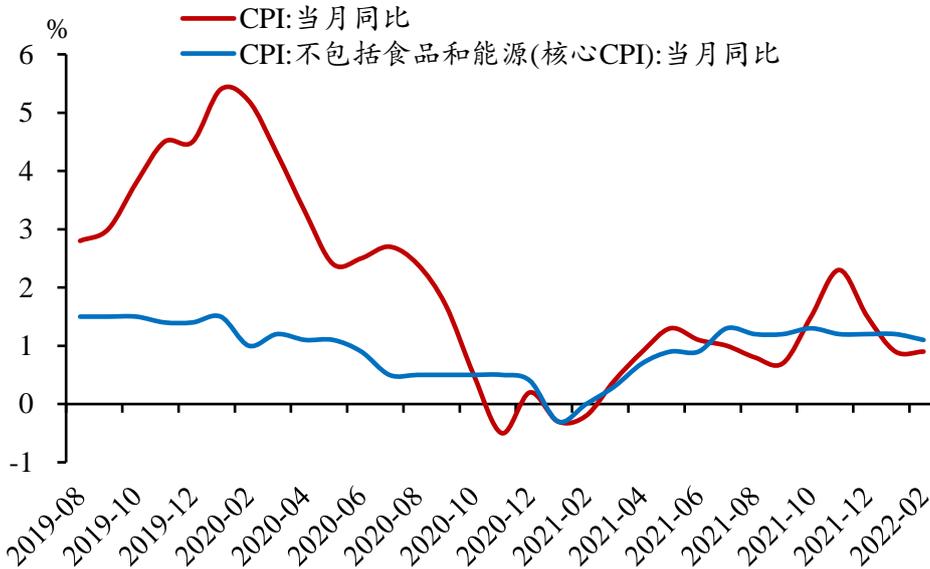
图目录

图 1: CPI 涨幅持平，核心 CPI 小幅回落.....	3
图 2: 环比来看，CPI 八大分项有五项低于季节性水平.....	3
图 3: PPI 同比延续下降趋势.....	4
图 4: 2 月中旬以来原油价格飙升.....	5
图 5: 中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅.....	5
图 6: 螺纹钢、沥青、水泥价格均表现出上升趋势.....	6
图 7: 螺纹钢价格与基建投资增速关系密切.....	7

一、CPI 涨幅持平，核心 CPI 小幅回落

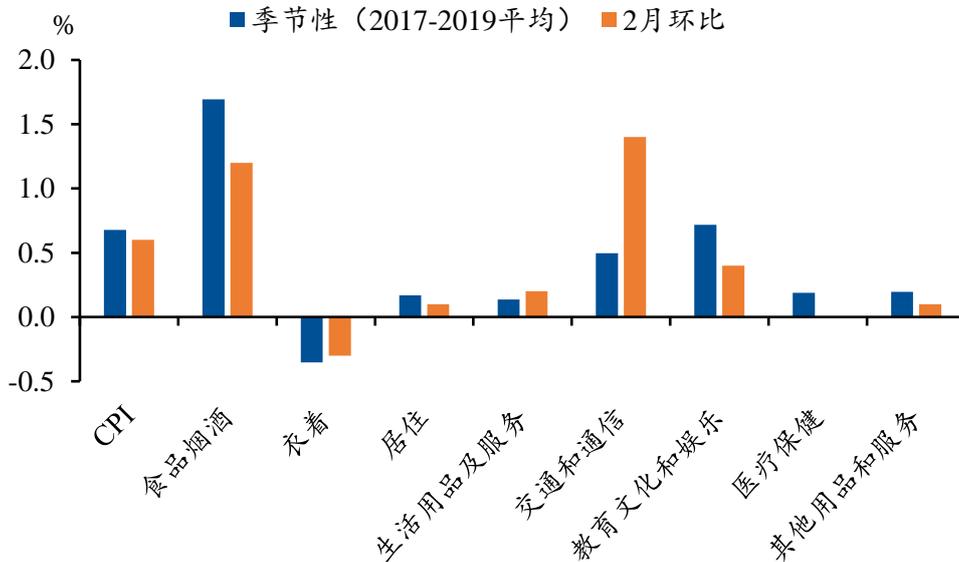
CPI 同比涨幅持平，环比涨幅扩大。2月CPI同比上涨0.9%，涨幅与上月相同。去年价格变动的翘尾影响约为-0.1个百分点，新涨价影响约为1.0个百分点。从环比看，CPI上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.2个百分点。

图 1: CPI 涨幅持平，核心 CPI 小幅回落



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 2: 环比来看, CPI 八大分项有五项目低于季节性水平



资料来源:万得, 信达证券研发中心

食品价格环比涨幅弱于季节性。2月食品价格上涨1.4%，涨幅与上月相同，影响CPI上涨约0.26个百分点。受春节效应影响，鲜菜、水产品 and 鲜果价格分别上涨6.0%、4.8%和3.0%，但整体弱于季节性水平；猪肉和鸡蛋供应充足，价格分别下降4.6%和3.7%。春节后猪肉进入消费淡季，尽管1月末数据显示能繁母猪存栏量为4290头，已回调到绿色合理区域，但生猪出栏仍惯性增长，生猪价格目前处于下行通道。2022年的中央一号文件中提到，“稳定生猪生产支持性正常，稳定基础产能”，加之各省市开始陆续实施生猪产能调控政策，我们维持2022年二季度末猪肉价格开启新一轮上升周期的判断。

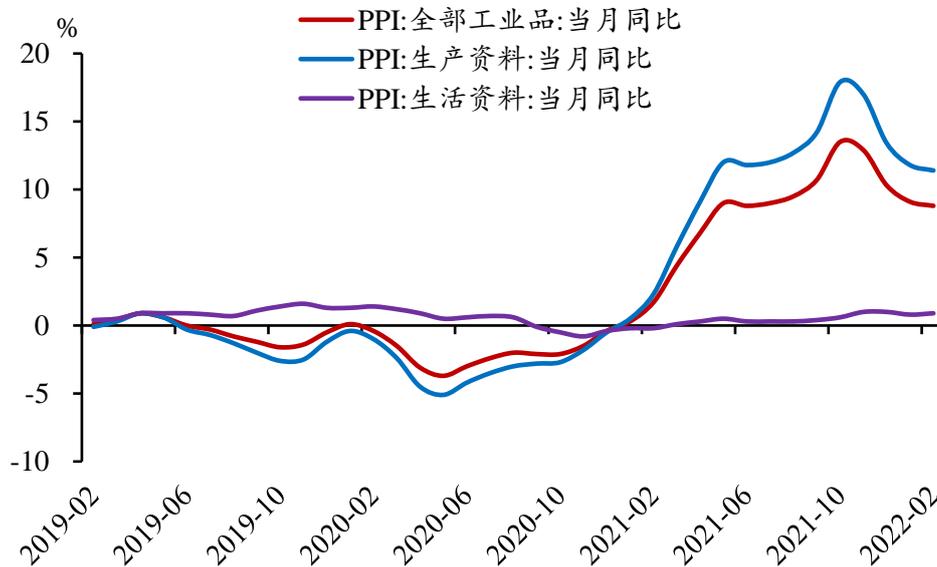
非食品方面，原油价格飙升助推工业消费品价格上涨。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.34 个百分点。全球原油价格持续上升，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 6.2%、6.7% 和 1.3%，拉动 CPI 相关分项，如交通工具用燃料、水电燃料等价格上涨。但另一方面，节后务工人员陆续返城，服务供给有所增加，家政服务和母婴护理服务价格分别下降 6.8% 和 1.9%。

核心 CPI 环比小幅回落，反映需求偏弱的格局尚未改善。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。2 月以来国内疫情此起彼伏，一定程度上对居民消费，尤其是服务型消费产生抑制。

二、输入性通胀压力有所加大

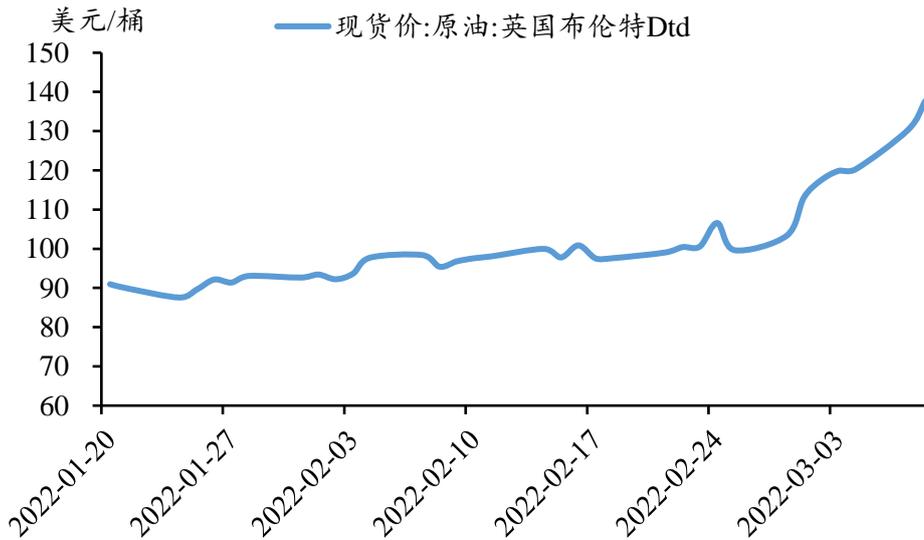
PPI 同比延续下降趋势，但下降幅度低于市场预期。PPI 上涨 8.8%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。其中，生产资料价格上涨 11.4%，涨幅回落 0.4 个百分点，生活资料价格上涨 0.9%，涨幅扩大 0.1 个百分点。从环比看，PPI 由上月下降 0.2% 转为上涨 0.5%。其中，生产资料价格由下降 0.2% 转为上涨 0.7%，生活资料价格由持平转为上涨 0.1%。

图 3：PPI 同比延续下降趋势



资料来源:万得, 信达证券研发中心

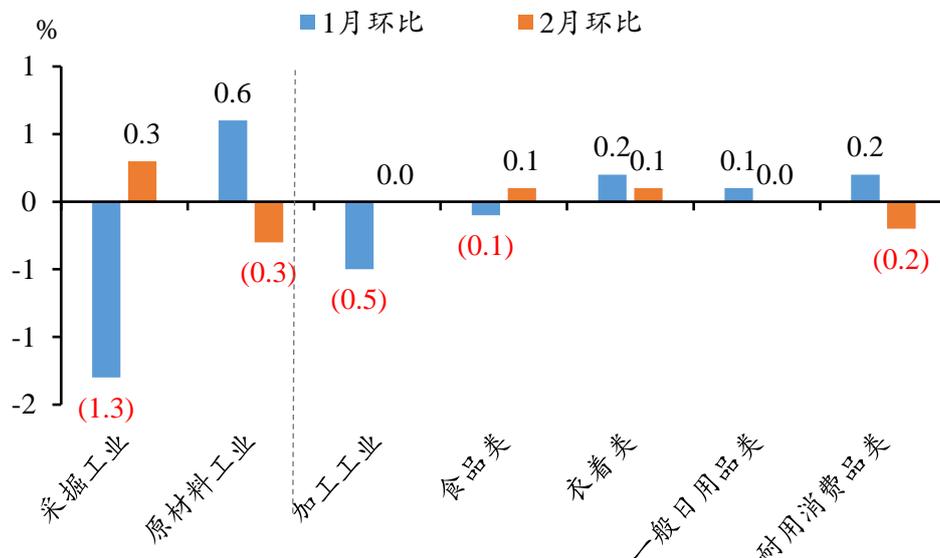
由于俄乌争端持续发酵，输入性通胀愈演愈烈。PPI 采掘工业环比由负转正，增长 1.3%，上月为 -1.3%，原材料工业环比 1.9%，涨幅较上月扩大 1.3 个百分点。俄乌局势紧张增加了原油供给的不确定性，再加上 OPEC+ 坚持 4 月增产 40 万桶/日的计划，国际原油价格自 2 月以来大幅上涨，截至 3 月 8 日布伦特原油现货价格达到了 137.7 美元/桶，较 2 月初上涨 47.4%。石油开采价格上涨 13.5%，精炼石油产品制造价格上涨 6.5%，有机化学原料制造价格上涨 2.9%。同一时段，俄乌冲突也推动有色金属（铝、铜、镍），以及部分稀有气体（氦）等重要工业品价格上涨。

图 4：2 月中旬以来原油价格飙升


资料来源:万得, 信达证券研发中心

另一方面，保供稳价大力推进，国内大宗商品价格多数回落。2022 年政府工作报告提到，要“加强大宗商品保供稳价，着力解决煤炭电力供应紧张问题”。2 月 24 日国家发改委印发的《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，明确了煤炭的合理交易区间，强调保障能源安全稳定供应。在煤炭保供稳价的大力推进下，2 月煤炭开采和洗选业、煤炭加工价格均下降 2.4%。但需要注意的是，2 月黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.7%，这是该行业 2021 年 10 月以来首次环比转正。

中上游价格反弹的同时，对下游价格的传导仍然不畅。代表下游制造业的 PPI 加工工业与上月持平，涨幅较上月回升 0.5 个百分点，对应 2 月出口维持较高增速。下游消费品中 PPI 食品环比增速上升，增速为 0.1%，前期为 -0.1%；衣着、一般日用品、耐用消费品价格环比增速均小幅下滑。从 PPI 数据判断，2 月中上游行业挤压下游消费品行业利润的情况大概率会再次发生。

图 5：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅


资料来源:万得, 信达证券研发中心

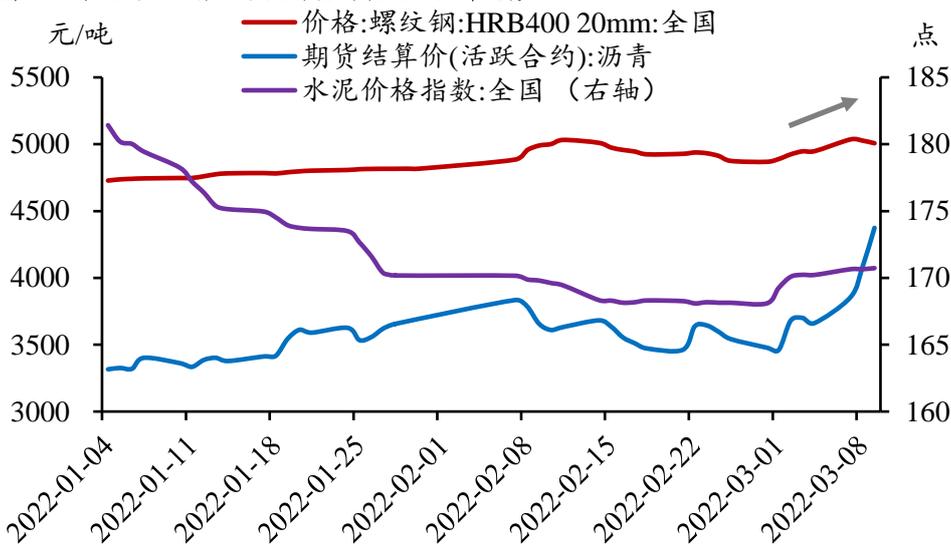
三、价格变化传递出的“稳增长”信号

一季度“拉基建，稳地产”是达成年度经济增长目标的必然路径。2022年政府工作报告将年度经济增长目标设为5.5%，这是一个具有挑战性的目标。中央将该目标形容为“高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现”。《报告》还强调“政策发力适当靠前”，可见一季度是各方面积极部署“稳增长”政策的关键窗口期。同时，为了达到年度增长目标，一季度的经济增速也需要尽量高一些。然而1月份由于冬季天气寒冷开工受限，加之举办冬奥会，大多数中频、高频指标都没有明显体现出“稳增长”的迹象。而2月份为我们提供了一个更合适的观测时点。

首先，2月黑色金属冶炼的价格环比时隔三个月由跌转涨。基建方面，1月以来江西、湖北、上海等多地举行重大项目集中开工仪式，1-2月专项债发行超过了提前批额度的六成（61%）；房地产方面，近期各地房地产监管政策出现了积极的变化，如郑州表示要大力推进货币化安置。在“拉基建，稳地产”的政策基调下，建筑业预期显著转好，体现在2月建筑业PMI录得57.6%，较上月上升2.2个百分点。本月PPI中，黑色金属冶炼的价格环比时隔三个月由跌转涨，也对“稳增长”发力做出了验证。

再次，从高频指标来看，螺纹钢、沥青、水泥等工业品价格均表现出上升趋势。螺纹钢、沥青、水泥价格均与基建投资有着密切的关系。2月中旬以来，这三类工业品价格都出现了不同程度的上涨，由此可以判断基建投资的力度正在逐步加大。其中沥青价格上涨一部分受到了原油价格抬升的影响，但从沥青开工率2月中以来持续上升这条线索来看，基建需求也对沥青价格起到了拉动作用。沥青价格和开工率这两个指标可以互相验证。

图 6：螺纹钢、沥青、水泥价格均表现出上升趋势



资料来源:万得, 信达证券研发中心

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_39341

