

供应链受阻或推升通胀上行风险

3月通胀数据点评

证券研究报告

2022年04月11日

● 核心结论

3月CPI同比1.5%，预期1.2%，前值0.9%；PPI同比8.3%，预期7.8%，前值8.8%。

CPI超预期回升，疫情约束物流供应链或为主因。3月CPI同比超预期回升，涨幅较2月扩大0.6个百分点。食品项方面，3月CPI猪肉下跌41.4%，影响CPI下降约0.83个百分点，是CPI最大拖累项，CPI猪肉环比下降9.3%，主要受节后消费需求回落及供给充足等因素影响。此外，鲜菜、蛋类价格环比分别上涨0.4%和0.3%，两者环比涨幅均大幅领先季节性，或反映出物流受阻对食品供应的负面影响。非食品项方面，CPI交通通信同比上涨5.8%，环比上涨1.6%，同环比均是3月CPI最大拉动项。

基数抬高下，PPI同比增速继续回落；但涨价效应仍在，PPI环比走强。3月PPI同比上涨8.3%，前值8.8%，已连续5个月回落；环比上涨1.1%，较上月再度上涨，主因3月俄乌冲突局势继续冲击国际大宗商品价格，上游产业链成为拉动PPI环比上涨的核心因素。其中，生产资料价格同比上涨10.7%，拉动PPI同比上涨8.1%，环比上涨1.4%；生活资料价格上涨0.9%，拉动PPI上涨0.2%，环比上涨0.2%。

玉米价格或受春耕影响，短期猪价依旧承压。一方面，此次受疫情影响严重的东北地区为玉米主产地，2020年其玉米产量占全国比重合计超过40%，黑龙江占比14.0%，吉林占比11.4%，内蒙古占比10.5%，辽宁占比6.9%。根据牧原股份公开配方，玉米占猪饲料成本比重达56.7%，尽管目前吉林省已开启对春耕进度的保护措施，但后续仍需关注春耕进度对粮食价格与猪价影响。另一方面，短期来看，猪价依旧承压，一旦收储带动散户的短期涨价预期与大型养殖企业集中出栏的现实产生预期差，可能会出现集中抛售现象带动价格继续下跌，因此短期猪价难有明显回升。

供应链受阻或推升CPI上行风险；地缘不确定性或仍支持PPI保持高位。

当前情形下，成本上升与猪肉价格负贡献收敛令CPI温和走高，但疫情导致的国内供应链受阻可能会成为后续推升通胀水平的新变量。我们在报告《国内外供应链现状如何，有何影响？》中指出，若全国疫情短期未能出现拐点，将进一步掣肘国内物流供应链且加剧CPI同比的上行风险。PPI方面，今年全球供应链有所改善，但目前俄乌冲突等国际局势的演绎复杂多变，短期原油等大宗商品价格或维持高位震荡格局，后续PPI回落斜率或将有所放缓。

风险提示：疫情对国内供应链影响超预期；国际局势变化超预期

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn



宋进朝 S0800521090001



15701005636



songjinchao@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、CPI 超预期回升，疫情约束物流供应链或为主因	3
二、高基数下 PPI 同比回落，涨价因素令 PPI 环比走高	5
三、玉米价格或受春耕影响，短期猪价依旧承压	6
四、供应链受阻与地缘不确定性加剧通胀压力	8
五、风险提示	8

图表目录

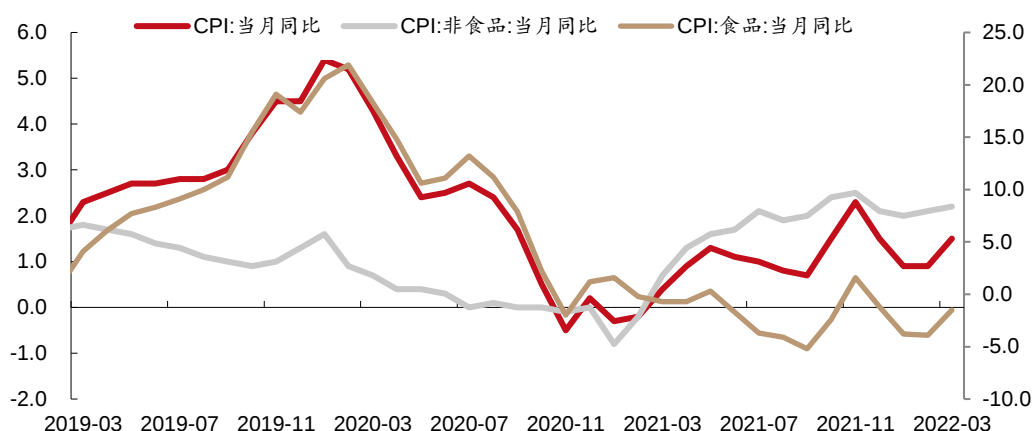
图 1：3 月 CPI 及分项表现 (%)	3
图 2：CPI 主要食品分项同比及对 CPI 拉动 (%)	4
图 3：CPI 主要食品分项环比表现 (%)	4
图 4：3 月鲜菜价格环比涨幅大幅领先季节性 (%)	4
图 5：3 月蛋类价格环比涨幅大幅领先季节性 (%)	4
图 6：CPI 主要分项对同比增速拉动 (%)	5
图 7：CPI 主要分项环比涨跌幅 (%)	5
图 8：PPI 同环比增速表现 (%)	5
图 9：PPI 生产资料和生活资料同比增速 (%)	6
图 10：PPI 各分项对同比增速拉动 (%)	6
图 11：剔除猪肉后的 CPI 同比增速 (%)	7
图 12：年初以来猪肉价格维持下跌趋势 (元/千克)	7
图 13：能繁母猪存栏量 2021 年 7 月开始进入去化阶段 (%)	8
图 14：2020 年前十玉米产地占比	7
图 15：牧原股份 2017-2019 配方比	7

3月CPI同比1.5%，预期1.2%，前值0.9%；PPI同比8.3%，预期7.8%，前值8.8%。对此我们解读如下：

一、CPI超预期回升，疫情约束物流供应链或为主因

受国内疫情和国际大宗商品价格上涨影响，3月CPI同比超预期回升，涨幅较2月扩大0.6个百分点。其中，食品价格下降1.5%，非食品价格上涨2.2%，食品项继续回落，与非食品项表现分化。3月CPI环比持平，其中，食品价格下降1.2%，非食品价格上涨0.3%，核心CPI同比上涨1.1%，涨幅较上月持平。

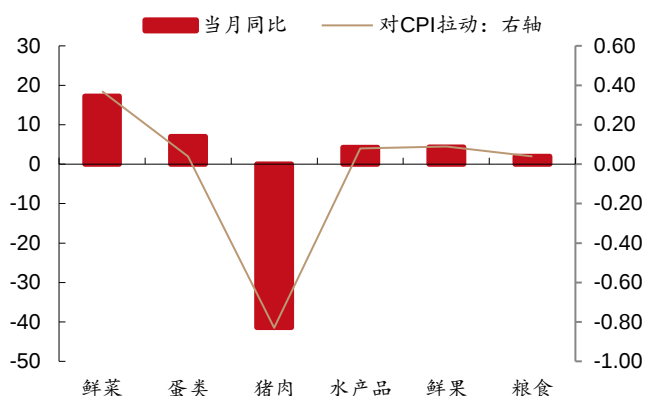
图1：3月CPI及分项表现（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

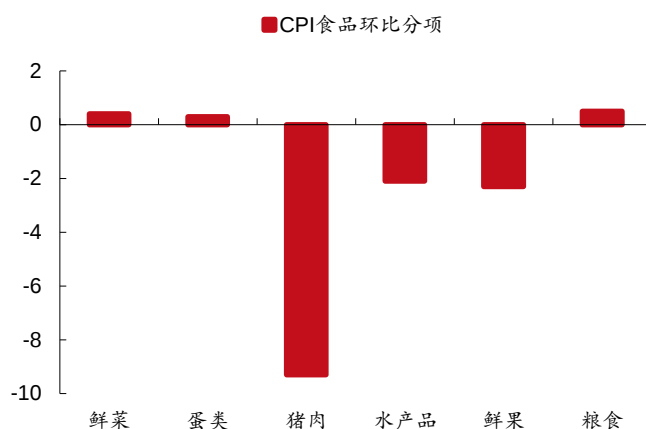
食品项方面，3月CPI猪肉下跌41.4%，影响CPI下降约0.83个百分点，是CPI最大拖累项，CPI猪肉环比下降9.3%，主要受节后消费需求回落及供给充足等因素影响。3月上海、吉林等疫情严重地区采取了较为严厉的封控举措，部分高速公路关闭导致货物运输不畅，鲜菜、蛋类价格环比分别上涨0.4%和0.3%。一般情况下，在春节后由于天气转暖会有大量鲜菜上市，加之节后需求回落，蔬菜、鸡蛋等食品价格环比通常会出现较大幅度的回落，但今年3月两者环比涨幅均大幅领先季节性（2016-2021，剔除2020年），或反映出物流受阻对食品供应的负面影响。此外，在俄乌冲突等国际局势变化影响下，玉米、小麦、大豆等上游农产品价格大幅上行，推升国内面粉、食用植物油价格环比上涨1.7%和0.6%。此外，3月CPI鲜果环比上涨0.5%。

图 2: CPI 主要食品分项同比及对 CPI 拉动 (%)



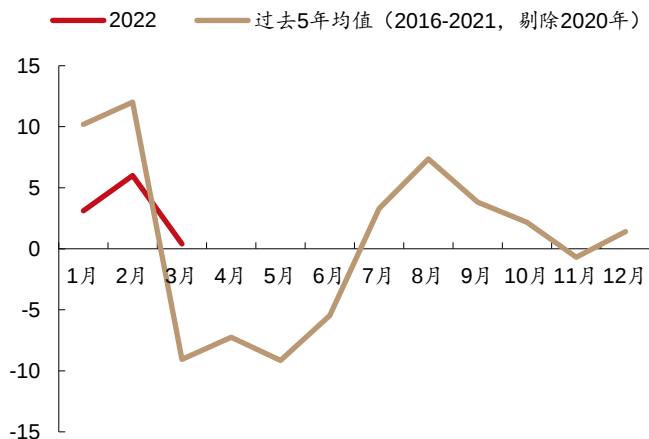
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 3: CPI 主要食品分项环比表现 (%)



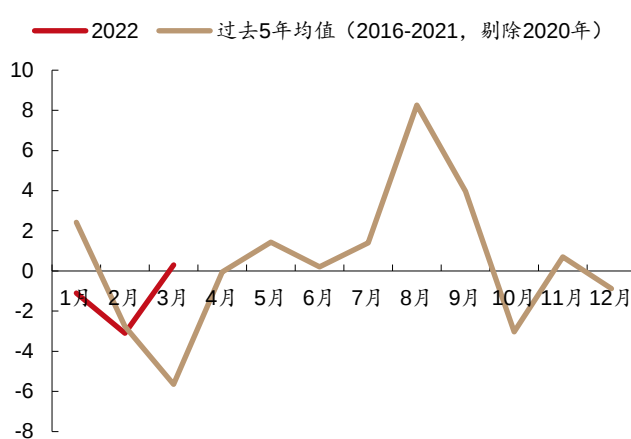
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 4: 3 月鲜菜价格环比涨幅大幅领先季节性 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

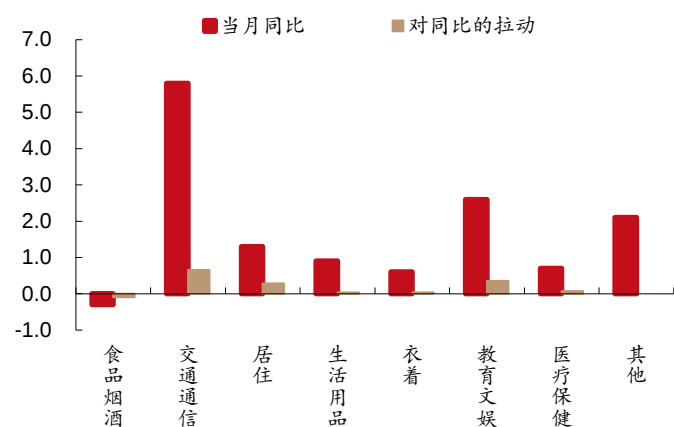
图 5: 3 月蛋类价格环比涨幅大幅领先季节性 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

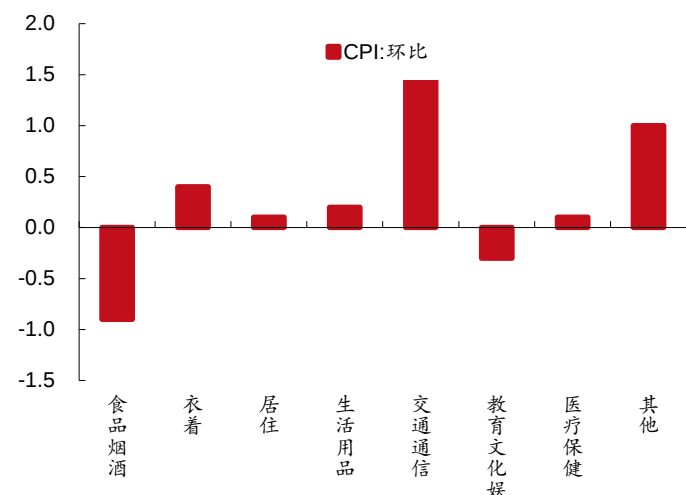
非食品项方面, CPI 交通通信同比上涨 5.8%, 环比上涨 1.6%, 同环比均是 3 月 CPI 最大拉动项。CPI 教育文娱分项同比上涨 2.6%, 环比下降 0.3%。CPI 居住项同比上涨 1.3%, 环比上涨 0.1%。疫情影响下, 民航、电影、出行、旅游等接触式行业受冲击较大: 3 月执飞航班数量仅有 5733 架次, 环比大幅下降 51.94%; 灯塔专业版数据显示, 今年清明档票房为 1.22 亿元, 同比萎缩 85%; 截至 9 日, 4 月百度迁徙指数较 3 月日均环比回落 17%; 文旅部发布数据显示, 今年清明假期国内旅游出游 7541.9 万人次, 同比减少 26.2%, 实现国内旅游收入 187.8 亿元, 同比减少 30.9%。需求萎缩导致飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费和旅游价格环比分别下降 10.0%、7.6%、3.5%和 2.6%。

图 6: CPI 主要分项对同比增速拉动 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 7: CPI 主要分项环比涨跌幅 (%)

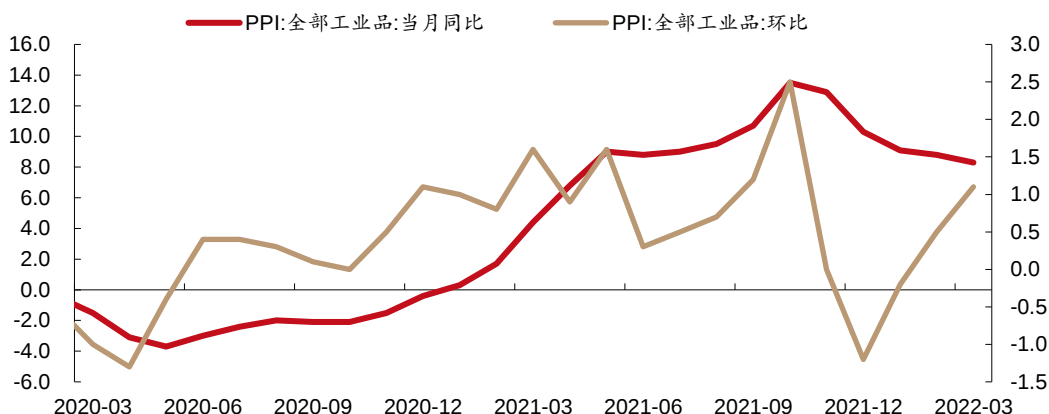


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

二、高基数下PPI同比回落，涨价因素令PPI环比走高

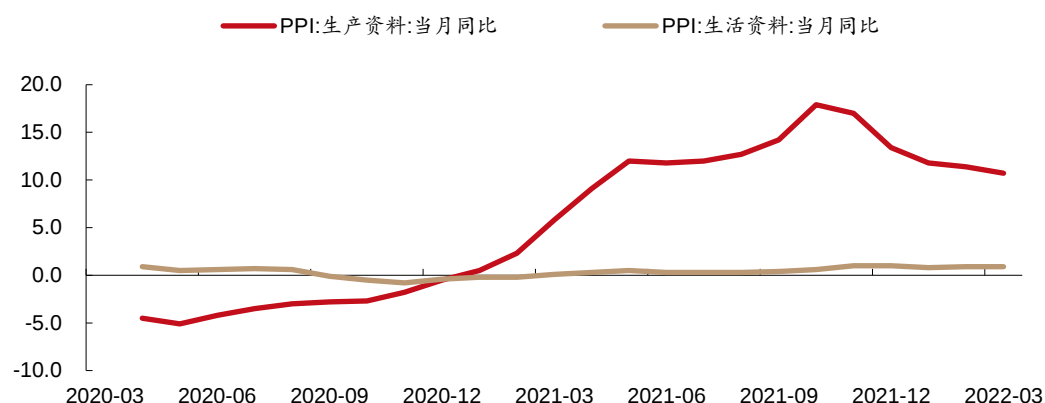
3月PPI同比上涨8.3%，前值8.8%，主要受去年同期高基数影响，同比已连续5个月回落；环比上涨1.1%，继续维持回升态势。3月俄乌冲突局势继续冲击国际大宗商品价格，环比继续维持升势。我们在报告《复盘：哪些行业对高通胀最敏感？》中通过复盘5轮滞胀期和7轮PPI上行期，观察到PPI同比与上游盈利正相关，中下游盈利负相关，本轮同样如此。从3月通胀数据中可以看出，PPI环比拉动主要向上游产业链集中。其中，生产资料价格同比上涨10.7%，拉动PPI同比上涨8.1%，环比上涨1.4%；生活资料价格上涨0.9%，拉动PPI上涨0.2%，环比上涨0.2%。

图 8: PPI 同环比增速表现 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

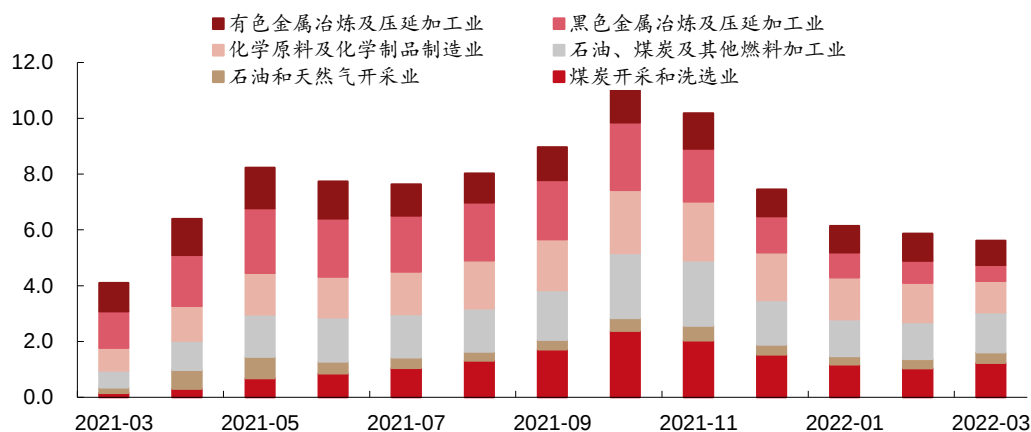
图 9: PPI 生产资料和生活资料同比增速 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

结构方面, 3 月部分上游产业对 PPI 拉动作用依然显著。具体来看, 和 2 月相比煤炭开采和洗选业对 PPI 同比拉动从 1.0% 上涨至 1.2%, 石油、煤炭及其他燃料加工业对 PPI 同比的拉动从 1.3% 上涨至 1.4%。此外, 化学原料及化学制品制造业从 1.4% 下降至 1.1%, 黑色金属冶炼及压延加工业对 PPI 同比的拉动从 0.8% 下降至 0.6%, 有色金属冶炼及压延加工业对 PPI 同比的拉动从 1.0% 下降至 0.9%。

图 10: PPI 各分项对同比增速拉动 (%)



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_40114

