

总量研究

物价环境不理想的态势短期仍将持续

——2022 年 3 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点

要点

事件

2022 年 4 月 11 日，国家统计局发布 2022 年 3 月 CPI 和 PPI 数据：2022 年 3 月 CPI 同比上涨 1.5%（前值为 0.9%），核心 CPI 同比增长 1.1%（前值为 1.1%）；PPI 同比上涨 8.3%（前值为 8.8%）。

点评

CPI 整体仍相对低迷，核心 CPI 目前表现较稳。3 月 CPI 同比上涨 1.5%（前值为上升 0.9%）；环比为 0（前值为上升 0.6%）。CPI 同比增速上升而环比增速下降的情况其实并不多见，主要是各分项分化所致。3 月 CPI 环比增速下降具有一定的季节性，核心 CPI 目前表现较为稳定。目前供给端对 CPI 的影响处于此消彼长态势，决定 CPI 高度的因素主要还是需求端。居民资产负债表的修复并不顺畅，将制约居民消费的修复速度，也使得消费端物价难有太好的表现。

PPI 表现仍然强劲，后续预计难以快速回落。3 月 PPI 同比上升 8.3%（前值为 8.8%），涨幅连续 5 个月回落；环比上升 1.1%（前值为上升 0.5%），环比连续两个月上升。结合消费品端的低迷，目前价格环境并不乐观。3 月生产资料和生活资料价格环比增速则分别为 1.4% 和 0.2%（前值分别为 0.7% 和 0.1%），环比增速均有所上升。展望后续，俄乌事件短期内走势并不明朗，国际原油价格居高不下，相关原材料价格走势仍有较大的不确定性，PPI 增速短期内快速下降的难度较大，国内物价环境不理想的态势仍将持续一段时间。

债市观点

当前国内疫情有所反复，但全年经济工作目标已在政府工作报告中明确，后续更多是看政策的发力情况以及基本面的走势。宏观政策方面，从近期财政活动情况来看，财政政策正处于发力途中，后续仍有继续加强的空间。货币政策方面，4 月 6 日国务院常务会议提出，“部署适时运用货币政策工具，更加有效支持实体经济发展”；央行货币政策委员会 2022 年第一季度例会也提出，“强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度”，后续货币政策将是总量政策和结构性政策的结合，有操作空间。

对于债市，目前外部干扰因素较多，如美联储加息带来美债收益率快速上升、俄乌事件等，但从近 1 个多月债市走势来看，影响国内债市的主要矛盾还是在国内。

我们一直强调，2022 年基本面的最大特征可能是“需求再修复”。政策的适度宽松与基本面的修复结合在一起，债市可能很难出现大的交易机会，择机入场也要适时退场。对于配置型机构来说，后续可以适时配置，10Y 国债收益率在 2.9% 时具有较强的配置价值。

风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebsecn.com

相关研报

CPI 难升，PPI 难降——2022 年 2 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点（2022-03-09）

核心 CPI 不弱亦不强，后续 PPI 可能仍将快速回落——2022 年 1 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点（2022-2-16）

全球供应链视角下的通胀观察与后续展望——通胀再研究系列之六（2021-11-21）

从 3 种理论框架和 6 个特征事实看本轮全球通胀——通胀再研究系列之五（2021-08-06）

1、事件

2022年4月11日，国家统计局发布2022年3月CPI和PPI数据：2022年3月CPI同比上涨1.5%（前值为0.9%），核心CPI同比增长1.1%（前值为1.1%）；PPI同比上涨8.3%（前值为8.8%）。

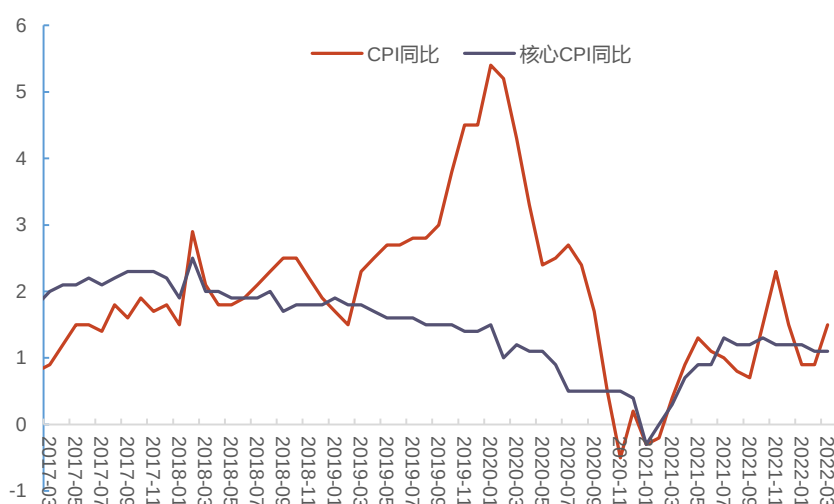
2、点评

2.1、CPI 整体仍相对低迷，核心 CPI 目前表现较稳

2022年3月CPI同比上涨1.5%，增速与上月相比，提升0.6个百分点；环比为0（前值为上升0.6%），下降0.6个百分点。在此前报告中，**我们曾提到，CPI同比增速上升而环比增速下降的情况其实并不多见，主要是各分项分化所致。**食品价格方面，3月环比由2月上涨1.4%转为下降1.2%，而同比则为降1.5%（降幅比2月收窄2.4个百分点）；非食品中，主要是体现在工业消费品（其中又主要是能源品）的价格变化上。从环比来看，3月工业消费品价格上涨1.1%，涨幅比2月扩大0.3个百分点；从同比来看，3月工业消费品价格上涨3.5%，涨幅比2月扩大0.4个百分点，而扣除能源项的工业消费品价格仅仅上涨0.7%。

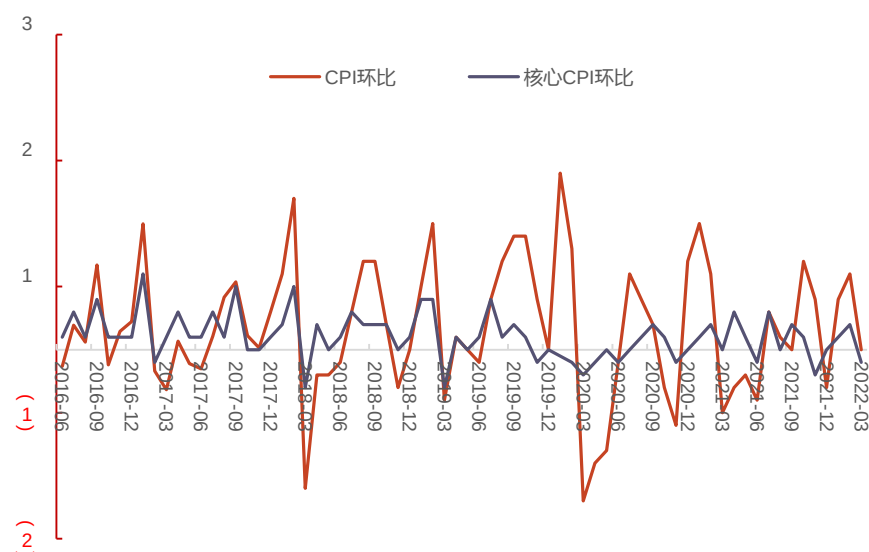
从核心CPI的角度来看，3月核心CPI同比增速为1.1%，与2月持平。2021年7月至2022年3月，核心CPI同比增速波动很小，最高、最低分别为1.3%和1.1%，稍低于疫情前水平（2019年4季度核心CPI同比增速均值为1.4%）。3月核心CPI同比增速与2月持平，但环比增速下降-0.1%（2月为上升0.2%），数据表现上核心CPI稍有走弱。但需要注意的是，2017-2019年以及2021年（不考虑2020年是为了剔除当时疫情的影响）3月核心CPI环比增速分别为0.1%、-0.3%、-0.3%、0%，均值为-0.1%，说明3月核心CPI环比下降具有一定的季节性（可能与3月一般是春节过后的第一个月份有关）。从这个角度来看，核心CPI目前表现较为稳定。

图表 1：3 月 CPI 同比增速较 2 月有所上升



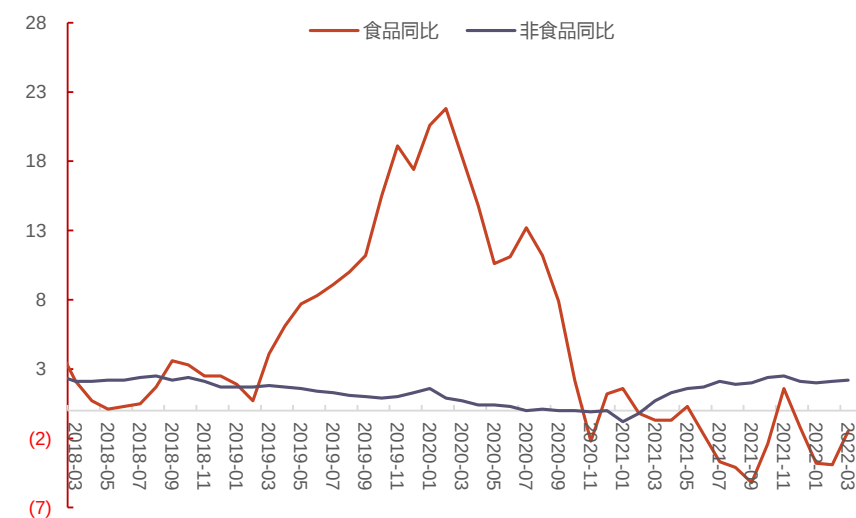
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：3 月 CPI 环比持平而核心 CPI 环比稍有下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：3 月 CPI 中食品项同比降幅收窄而非食品项同比增速继续提升



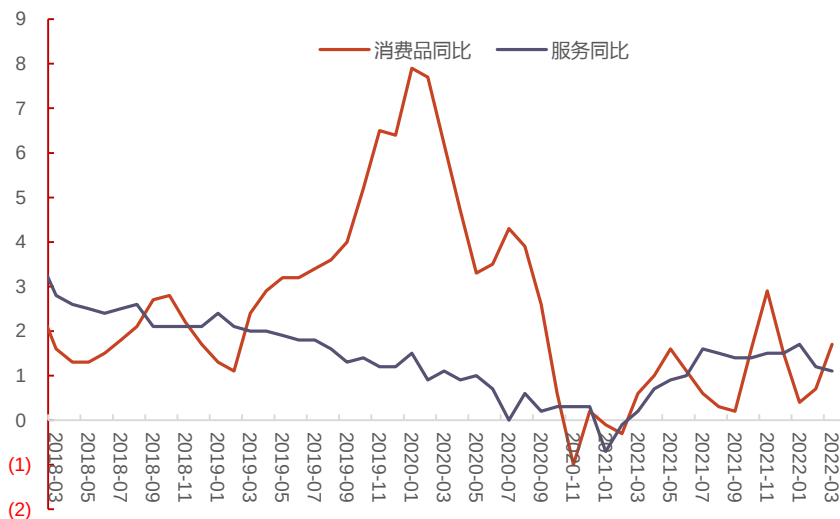
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

结合近几个月食品、非食品、核心 CPI 以及相关指标的表现，大致可以判断：

- 1) CPI 目前整体表现仍相对低迷。供给端对 CPI 的影响处于此消彼长态势，食品类价格整体在低位运行，而能源类价格则高位震荡。后续决定 CPI 高度的因素主要还是需求端。核心 CPI 近期修复较慢，后续是否进一步提升，同样取决于需求的改善。
- 2) 在前期多篇报告中，我们均指出，疫情出现使得居民杠杆率持续上升，而收入增速放缓，以及房价的上涨均制约了居民资产负债表的修复。因此消费品端 CPI 尤其是核心 CPI 的疲弱，以及 2021 年以来消费持续修复不及预期，均是居民资产负债表修复不畅的侧面表现。2021 年 Q1、Q2，居民部门杠杆率出现了小幅下降（与经济增速有关），Q3、Q4 则继续回升，表明居民资产负债表的修

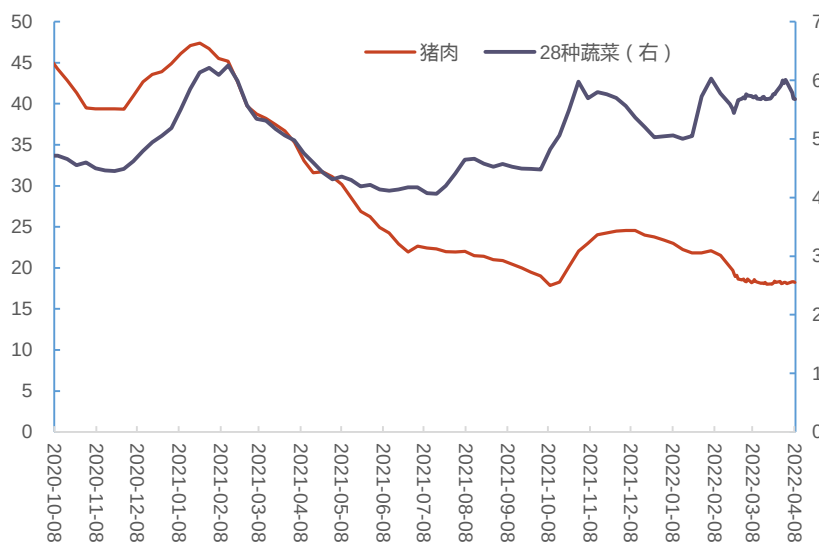
复并不顺畅，我们认为，这都将制约居民消费的修复速度，也使得消费品端物价难有太好的表现。

图表 4：3 月消费品同比增速上升，而服务价格同比增速稍有下降



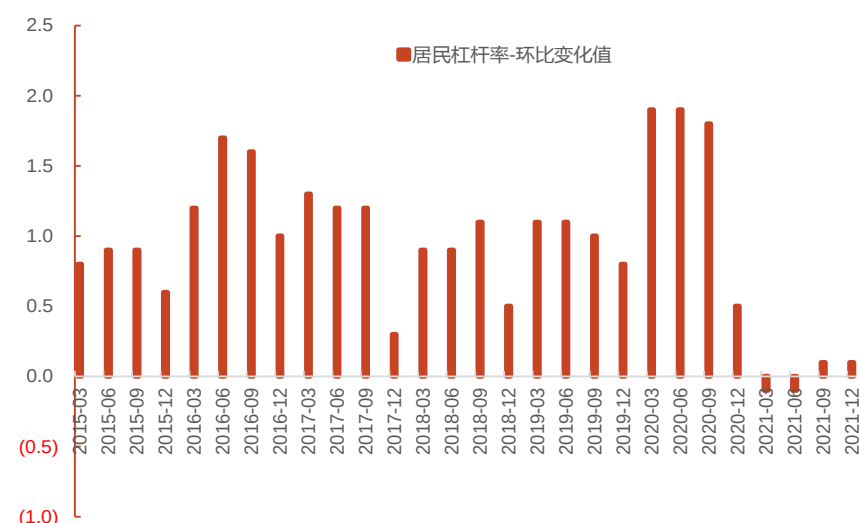
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 5：近期猪肉价格有所平稳，而蔬菜价格则整体高位震荡



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：元/每公斤 统计截至 2022 年 4 月 8 日

图表 6：2020 年居民杠杆率持续提升，2021 年 Q1、Q2 稍有下降，但 Q3、Q4 上升



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：纵轴统计的是居民部门杠杆率季度之间变动值，单位为百分点

2.2、 PPI 表现仍然强劲，后续预计难以快速回落

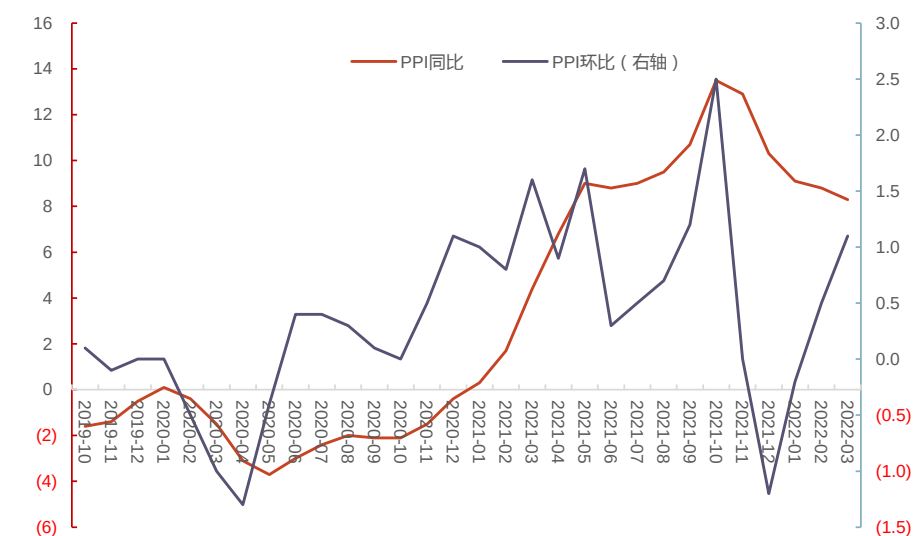
3 月 PPI 同比上升 8.3%，较 2 月回落 0.5 个百分点，涨幅连续 5 个月回落；环比上升 1.1%（前值为上升 0.5%），环比连续两个月上升。从同比和环比的组合来看，PPI 同比增速回落主要是由于去年基数相对较高所致，实际上 PPI 价格有所走强。而结合消费品端的低迷，目前价格环境并不乐观。

从结构来看，3 月生产资料价格同比增速为 10.7%，继续回落（前值为 11.4%）；生活资料价格同比增速为 0.9%（前值为 0.9%）；3 月生产资料和生活资料价格环比增速则分别为 1.4%和 0.2%（前值分别为 0.7%和 0.1%），环比增速均有所上升。

生产资料的三大具体分项中，3 月三个分项，采掘业、原材料、加工业出厂价格同比增速分别较 2 月变动 5、-1.2 和-0.9 个百分点。从环比来看，生产资料的三大具体分项中，采掘业、原材料、加工业价格 3 月环比增速分别为 4.8%、2.9%和 0.4%（2 月环比增速分别为 1.3%、1.9%和 0.1%），采掘、原材料价格环比上升明显，主导当前 PPI 演变。从具体行业来看，由于国际原油价格居高不下，带动国内石油相关行业价格上行，其中石油开采价格环比上涨 14.1%（3 月为 10.4%），石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 7.9%，煤炭开采和洗选业价格上涨 2.5%。

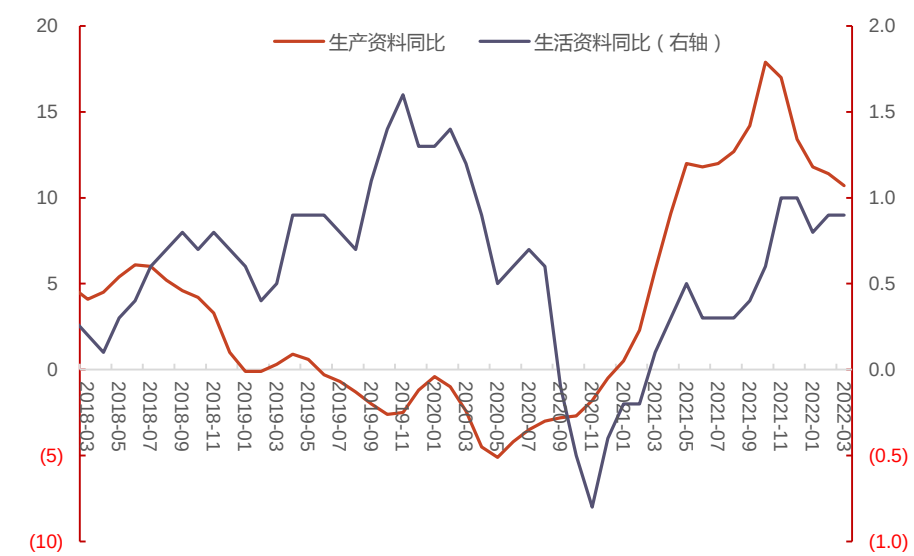
展望后续，俄乌事件短期内走势并不明朗，国际原油价格居高不下，相关原材料价格走势仍有较大的不确定性，PPI 短期内快速下降的难度较大，国内物价环境不理想的态势仍将持续一段时间。

图表 7: 3 月 PPI 同比增速继续回落, 但环比增速上升



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

图表 8: 3 月生产资料价格同比增速下降而生活资料格同比增速与上月持平



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_40117

