

# 通胀压力或被平稳消化

## 3 月通胀数据点评

食品、能源驱动通胀超季节性上涨，但外部货币环境和疫情反复或阻碍通胀传导。

- 3 月份 CPI 环比涨幅超出季节性，高于此前 10 年同期涨幅均值 0.6 个百分点，主要驱动因素是食品和能源价格。食品价格超过季节性的主因是猪肉价格大幅下跌后触底企稳；能源价格则与俄乌冲突后的国际油价上涨有关。这两方面因素都不反映通胀的趋势性抬头。
- 短期来看，西方抛储和俄原油减产有限，或将打压油价涨势。由于西方对俄罗斯能源贸易的制裁难以形成闭环，美国及盟友抛售储备的规模在短期内甚至可能超过俄罗斯减产的规模。
- 长期来看，全球货币购买力见顶回落，可能改变国际油价趋势。从历史数据看，欧元汇率与油价周期关系紧密。近期欧元以及日元的贬值正在消耗以美元衡量的全球过剩购买力。
- 通胀压力终将从上游原材料传导到终端消费品价格的假设可能将面临修正。在外部货币购买力回落、内需受到疫情反复影响的条件下，上游通胀压力或较为平缓的被中下游消化，而不形成终端的剧烈通胀。截止今年 3 月份，国内非食品 CPI 指数较 2010 年底累计上涨约 18.8%，而同期 PPI 指数上涨约 10.8%。这种消化空间可能是存在的，但需要继续给予中下游企业融资支持，保障其资金链安全。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

### 相关研究报告

《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》 20210617  
《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》 20210809  
《跨周期的“两阶段宽信用”》 20210825  
《单向度的宽信用并不容易》 20210908  
《跨周期的长债收益率分析》 20210930  
《如何看待“宽松预期落空”》 20211021  
《货币条件率先启动》 20211111  
《降息的宽信用作用——MLF 降息点评》 20220117  
《宽信用趋势进一步明确——LPR 降息点评》 20220120

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 固定收益

证券分析师: 肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060005

证券分析师: 张鹏

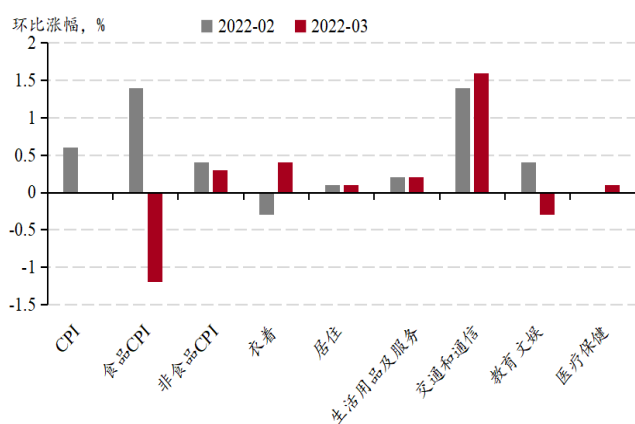
peng.zhang\_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090001

**事件:**据国家统计局4月11日发布的数据,2022年3月全国居民消费价格指数CPI同比上涨1.5%,环比与前月持平;全国工业生产者出厂价格指数PPI同比上涨8.3%,环比上涨1.1%。分项来看,食品类CPI环比回落1.2%,其中猪肉价格环比回落9.3%。非食品类CPI环比温和上涨0.3%,其中仍以交通和通信类价格指数上涨最为明显,环比涨1.6%,主要反映交通燃料价格明显上涨(环比涨7.1%)的影响;其他项目中仅衣着类价格在连续两月下滑后反弹0.4%,涨幅略高,其他项目的变动较为温和。

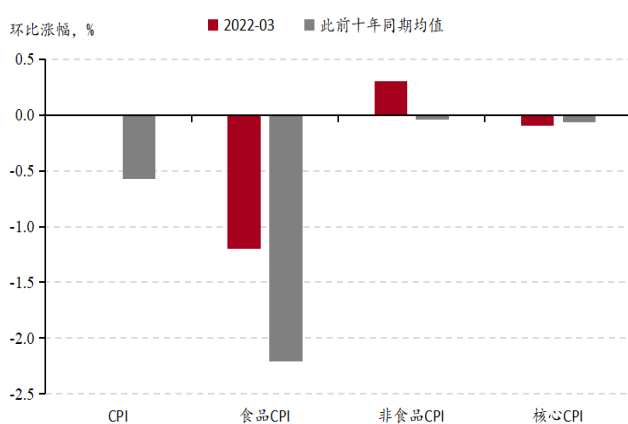
**点评:**CPI上涨超季节性,食品和能源是主要驱动因素。此前10年(2012年-2021年)的3月份CPI环比涨幅均值约为-0.57%,今年3月份该涨幅为0,超出季节性,其主要的驱动因素是食品和能源价格。其中,食品类CPI环比涨幅较此前10年同期均值高约1个百分点,是CPI涨幅超季节性的主要原因。剔除食品和能源的核心CPI环比涨幅则较此前10年的同期均值低0.04个百分点。

图表 1. CPI 主要分项环比涨幅



资料来源: 万得, 中银证券。

图表 2. CPI 主要成份与季节性对比



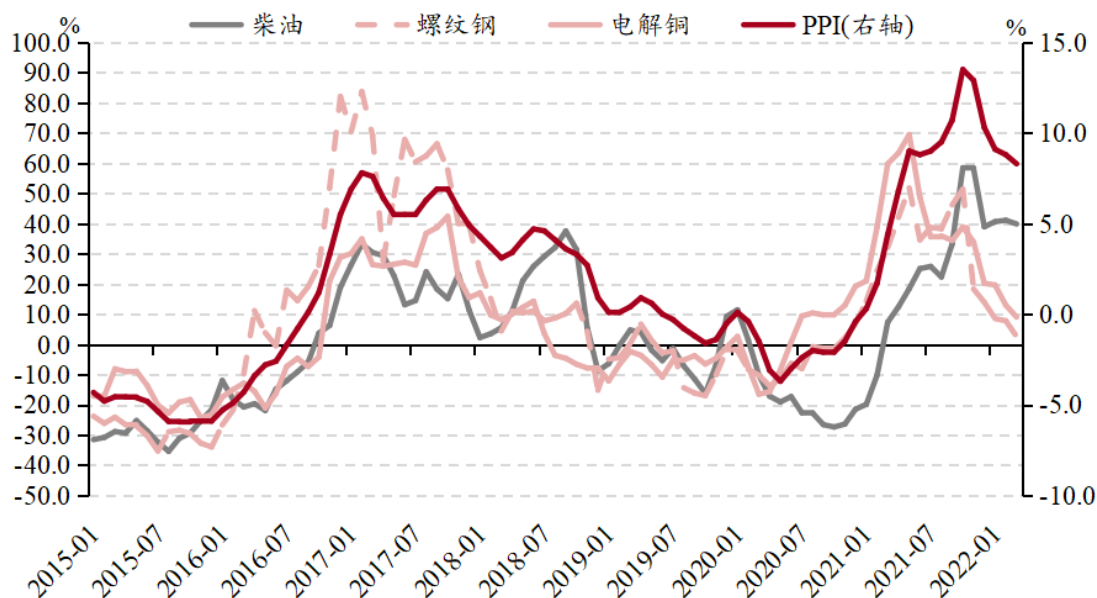
资料来源: 万得, 中银证券。注: 核心CPI从2013年开始公布, 因此其历史同期均值取2013年到2021年数据计算。

综合来看, 食品和能源两方面因素都不代表通胀的趋势性抬头: 食品价格涨幅超季节性的主要原因是猪肉价格持续下降后的止跌企稳。由于2月底以来大中城市猪粮比价持续低于5:1, 3月份发改委连续进行两轮中央冻猪肉收储, 遏止肉价下滑势头。但在前期存栏压力尚未消解、疫情反复又影响人员流动和聚集型消费的情况下, 上半年猪肉供过于求状况难改。此外, 本轮能繁母猪的快速补栏阶段主要发生在2020年2季度, 距今仅过两年左右, 去库存的难度也很大。

从对利率影响更直接的非食品价格来看, 3月俄乌冲突搅动国际能源市场, 带动国内油价较快上行, 但包括油价在内的国内部分重要工业品价格涨幅已趋于收敛。3月, 国内柴油市场价同比涨幅平均从2月的41.1%小幅降至39.9%, 电解铜同比涨幅从2月的13%降至9%, 螺纹钢价格同比涨幅更是从2月的7.8%较快回落至2.6%。

向后看, 以油价为代表的大宗商品价格可能面临变局。短期来看, 西方抛储和俄石油减产有限, 或将打压油价涨势。从基本面来看, 俄乌冲突对原油供给缺口的实际影响仍未得到充分验证。如我们在此前一系列的高频数据报告中提到的, 美欧等西方国家在初期的对俄制裁中, 一直在竭力降低对国际能源贸易的影响; 3月下旬在俄罗斯与部分欧洲客户的天然气“卢布结算之争”中, 俄欧双方虽有分歧, 但也保持了沟通, 反映双方或在能源贸易上仍有“斗而不破”的意愿。此外, 多数新兴市场国家并未参与美欧对俄罗斯的经济制裁, 从而使制裁难以形成“闭环”。

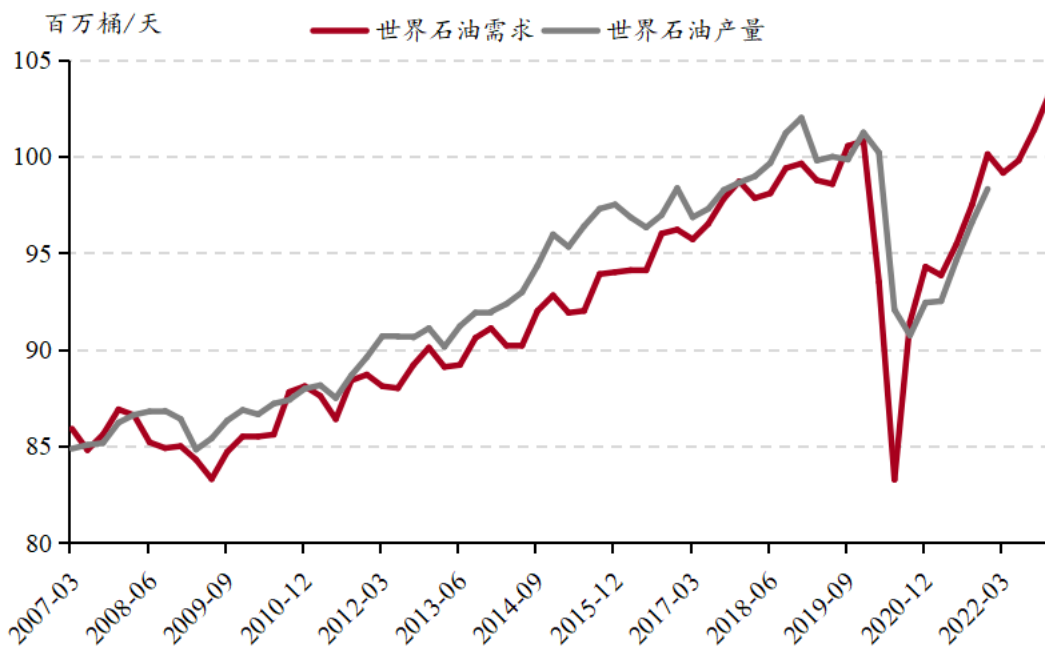
图表 3.重要工业品价格与 PPI 同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

因此，国际市场上俄罗斯石油供给的减少幅度可能不及市场最初预期。4月7日，俄罗斯副总理诺瓦克对俄罗斯电视台表示，俄4月石油产量可能环比下降4-5%。这个幅度约合50万桶/天产量，下降幅度远小于市场预期。而另一边，美国已宣布未来6个月内释放1.8亿桶石油储备、其盟友也宣布将额外释放6000万桶石油储备。若都以6个月为期限，则美国及其盟友宣布的储备抛售预计将在未来6个月，平均每天为市场带来130万桶以上的额外石油供给。因此，短期内新增的石油供给甚至可能超过俄罗斯供给的减少，反而导致供求缺口缩小。根据EIA、OPEC等组织的估算，截止2021年底国际石油供求的缺口接近200万桶/天。

图表 4.世界石油供求



资料来源：万得，中银证券。世界石油产量由EIA估算，世界石油需求量由OPEC组织估算。

长期来看，全球货币购买力见顶回落可能改变国际油价趋势。本轮资源价格大涨的根本原因是发达经济体的货币超发、形成过剩购买力。但若依赖资源进口的经济体出现本币贬值，实际上会消化这些经济体以美元计量的购买力，这可能是结束资源价格飙升的一种方式。近期，欧元和日元兑美元汇率均已出现贬值趋势。这一过程实际上正在消耗以美元衡量的全球过剩购买力。从历史数据看，欧元汇率与油价周期关系紧密。当前二者呈分化趋势，或预示着油价的运行趋势将出现变化。

图表 5. 近期欧元和日元贬值明显



资料来源：万得，中银证券。

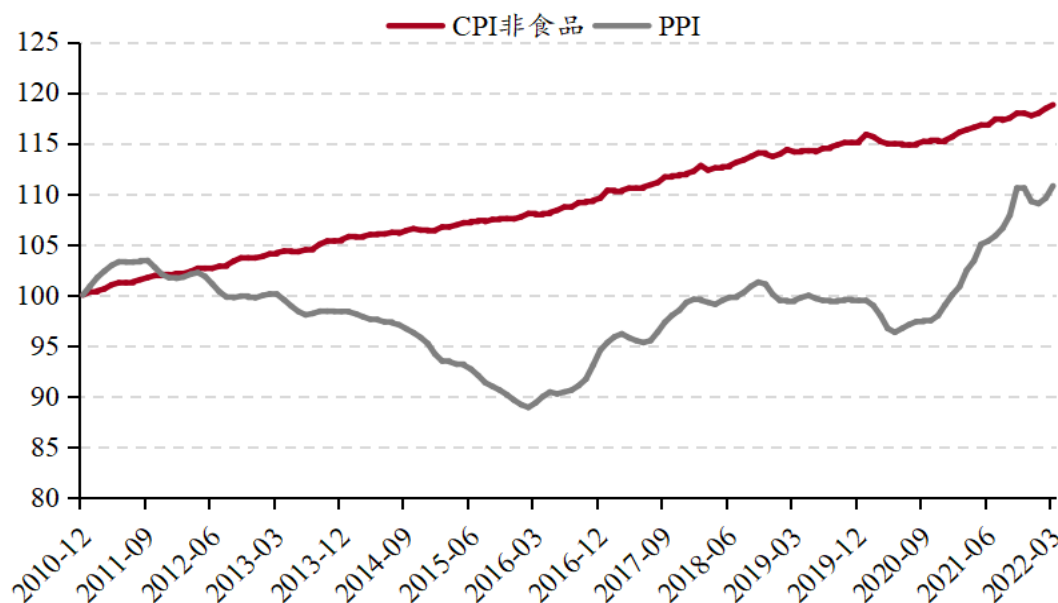
图表 6. 欧元汇率与国际油价周期关系密切



资料来源：万得，中银证券。

综上所述，3 月通胀上涨超出季节性并不意味着通胀趋势性抬头。而且从内外部环境判断，“通胀压力终将从上游原材料传导到终端消费品价格”的预设情景或需进行修正。在外部货币购买力回落、内需受到疫情反复影响的条件下，上游通胀压力可能在中下游被较为平缓的消化，而不形成终端的剧烈通胀。截止今年 3 月，国内非食品 CPI 指数较 2010 年底累计上涨约 18.8%，而同期 PPI 指数上涨约 10.8%。这种消化空间可能是存在的，但需要继续给予中下游企业融资支持，保障其资金链安全。

图表 7. CPI 非食品和 PPI 定基指数



资料来源：万得，中银证券

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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\\_40185](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40185)

