

## 总量研究

## 通胀的“内忧”与“外患”

——2022 年 3 月价格数据点评

## 要点

## 事件：

- 1) CPI 同比 1.5%，前值 0.9%，市场预期 1.3%；CPI 环比 0.0%，前值 0.6%；
- 2) 核心 CPI 同比 1.1%，前值 1.1%；
- 3) PPI 同比 8.3%，前值 8.8%，市场预期 8.1%；PPI 环比 1.1%，前值 0.5%。

## 核心观点：

3 月价格数据主要受国内疫情、国外俄乌冲突的双重因素影响。一方面，疫情导致部分食品价格高于季节性，加之油价上涨，推动 CPI 同比涨幅扩大；另一方面，俄乌冲突持续，输入性通胀压力带动国内能源、化工类价格上涨，制约 PPI 同比增速下行速度。

向前看，预计年内 CPI 同比走势仍为前低后高，下半年猪价有望迎来新一轮上涨周期，9 月左右存在破 3% 风险，但疫情反复或将对年内 CPI 中枢构成约束。PPI 方面，在上半年俄乌冲突、下半年稳增长的背景下，预计大宗商品价格回落空间不大，制约 PPI 同比增速回落速度，企业端成本压力仍然较大。

## 3 月 CPI 同比自上月的 0.9% 上行至 1.5%，上行幅度高于市场预期。

疫情扰动是造成 CPI 超预期的原因。目前来看，3 月价格数据，更多反映的是疫情影响下带来的成本端冲击，而需求走弱的影响尚未体现。

一方面，由于局部地区封锁，引发供应链不畅、供需失衡等现象，鲜菜、鸡蛋等部分食品价格上涨，与季节性走势背离。3 月食品分项中，鲜菜、蛋类价格环比为 0.4%、0.3%，高于季节性均值 -7.0%、-3.5%（采用 2014、2017、2019、2020 年同期均值）。

另一方面，由于各地疫情管控趋严普遍在 3 月下旬之后出现，3 月服务业受影响程度相对较小，预计疫情对服务业的拖累或将在 4 月的价格层面进一步体现。同时，由于上游原材料持续处于高位，成本端刚性压力，也使得消费品价格较难回落。

## 3 月 PPI 环比涨幅再度扩大，但高基数推动下，PPI 同比增速仍然维持下行趋势。

俄乌冲突带动国内能源、化工类价格上涨，是推动 PPI 环比涨幅扩大的主因。此外，由于海外煤炭价格上涨，国内外煤炭价差拉大，导致国内煤炭进口数量减少，带动国内煤价上涨，但在保供稳价的主基调下，涨幅相对温和。

近期由于美欧加大战略石油储备的投放，缓解油价上涨压力，3 月末以来油价持续回落。但考虑到俄乌冲突尚未结束，制裁风险仍在，上半年油价仍处在高位波动的环境，继续制约二季度 PPI 同比增速下行速度。而进入下半年，随着稳增长效果逐步显现，预计国内大宗商品价格也将面临上涨压力。

**通胀传导仍在延续，但行业间分化较为严重。**从 3 月 PPI 生活资料结构来看，需求稳定向好的食品、日用品价格涨幅扩大，仍在持续提价；而受疫情等因素影响，需求恢复较慢的衣着、耐用品价格持平于上月或回落，提价幅度受限。其中，食品、日用品价格环比上涨 0.5%、0.4%，均高于上月的 0.2%；衣着价格环比下降 0.2%，上月下降 0.1%；耐用品价格环比为 0%，上月为 -0.1%。

**风险提示：**国际油价超预期上行；新冠肺炎本土疫情大范围扩散。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001  
021-52523880  
liuxc@ebsecn.com

## 相关研报

美国非农维持强劲，加息前置势在必行——2022 年 3 月美国新增非农数据点评（2022-04-02）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

疫情冲击经济动能，稳增长仍需发力——2022 年 3 月 PMI 数据点评（2022-03-31）

如果开放国门：新增测算和经济影响——《全球疫情及疫苗跟踪系列》第九篇（2022-03-29）

近期美债收益率跳升的三大原因——美联储观察系列七（2022-03-27）

盈利增速延续回落，结构分化亟待缓解——2022 年 1-2 月企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2022-03-27）

新一轮猪周期的起点何时出现？——《见微知著》第五篇（2022-03-24）

开年财政：基建升温、土地降温——光大宏观周报（2022-03-20）

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022 年 3 月美联储议息会议点评（2022-03-17）

俄乌冲突下，油价如何演绎？——《大国博弈》系列第十七篇（2022-03-03）

专项债发行持续提速，基建发力逐步显现——光大宏观周报（2022-02-27）

从重大项目看地方稳增长的力度和方向——《见微知著》第四篇（2022-02-10）

## 目 录

|    |                               |   |
|----|-------------------------------|---|
| 一、 | 3 月 CPI 涨幅扩大，PPI 延续回落.....    | 3 |
| 二、 | CPI 同比加快上行，成本冲击大于需求 .....     | 3 |
| 三、 | 输入性风险仍在，拖累 PPI 同比增速下行速度 ..... | 4 |
| 四、 | 通胀的“内忧”与“外患” .....            | 6 |
| 五、 | 风险提示.....                     | 6 |

## 图目录

|      |                                   |   |
|------|-----------------------------------|---|
| 图 1: | 3 月 CPI 同比回升，核心 CPI 同比持平于上月 ..... | 4 |
| 图 2: | 3 月核心 CPI 环比基本符合季节性 .....         | 4 |
| 图 3: | 3 月鲜菜、蛋类等食品价格环比增速高于季节性.....       | 4 |
| 图 4: | 3 月除交通通信外，多数非食品价格环比增速低于季节性 .....  | 4 |
| 图 5: | 3 月 PPI 生产资料环比上行 .....            | 5 |
| 图 6: | 3 月 PPI 生产资料中，采掘、原材料价格环比涨幅较高..... | 5 |
| 图 7: | 3 月 PPI 生活资料中，食品类、日用品价格环比上行 ..... | 6 |
| 图 8: | 3 月能源、化工、有色行业产品价格环比涨幅较大 .....     | 6 |

## 表目录

|      |                                   |   |
|------|-----------------------------------|---|
| 表 1: | 3 月 CPI 同比涨幅扩大，PPI 同比增速延续回落 ..... | 3 |
|------|-----------------------------------|---|

## 一、3 月 CPI 涨幅扩大，PPI 延续回落

### 事件：

- 1) CPI 同比 1.5%，前值 0.9%，市场预期 1.3%；CPI 环比 0.0%，前值 0.6%；
- 2) 核心 CPI 同比 1.1%，前值 1.1%；
- 3) PPI 同比 8.3%，前值 8.8%，市场预期 8.1%；PPI 环比 1.1%，前值 0.5%

### 核心观点：

3 月价格数据主要受国内疫情、国外俄乌冲突的两重因素驱动。一方面，疫情导致部分食品价格高于季节性，加之油价上涨，推动 CPI 同比涨幅扩大；另一方面，俄乌冲突持续，输入性通胀压力带动国内能源、化工类价格上涨，制约 PPI 同比增速下行速度。

向前看，预计年内 CPI 同比走势仍为前低后高，下半年猪价有望迎来新一轮上涨周期，9 月左右存在破 3% 风险，但疫情反复或将对年内 CPI 中枢构成约束。PPI 方面，在上半年俄乌冲突、下半年稳增长的背景下，预计大宗商品价格回落空间不大，制约 PPI 同比增速回落速度，企业端成本压力仍然较大。

表 1：3 月 CPI 同比涨幅扩大，PPI 同比增速延续回落

| 月份（2022 年） | CPI 同比 | CPI 环比 | 核心 CPI 同比 | PPI 同比 | PPI 环比 |
|------------|--------|--------|-----------|--------|--------|
| 1 月 实际值    | 0.9%   | 0.4%   | 1.2%      | 9.1%   | -0.2%  |
| 2 月 实际值    | 0.9%   | 0.6%   | 1.1%      | 8.8%   | 0.5%   |
| 3 月 实际值    | 1.5%   | 0.0%   | 1.1%      | 8.3%   | 1.1%   |
| 3 月 市场预期   | 1.3%   |        |           | 8.1%   |        |

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 二、CPI 同比加快上行，成本冲击大于需求

3 月 CPI 同比自上月的 0.9% 上行至 1.5%，高于市场预期的 1.3%。CPI 同比涨幅扩大，主要与油价上涨、食品价格高于季节性有关。其中，CPI 环比为 0%，高于季节性均值-0.6%（为剔除一季度春节因素影响，采用与今年春节时点相近的 2014、2017、2019、2020 年同期均值，下同）；食品、非食品 CPI 环比分别为-1.2%、0.3%，分别高于季节性均值-2.0%、-0.1%；核心 CPI 环比为-0.1%，持平于季节性。

3 月疫情扰动是造成 CPI 超预期的原因，目前来看，3 月价格数据，更多反映的是疫情影响下带来的成本端冲击，需求走弱的影响尚未体现。

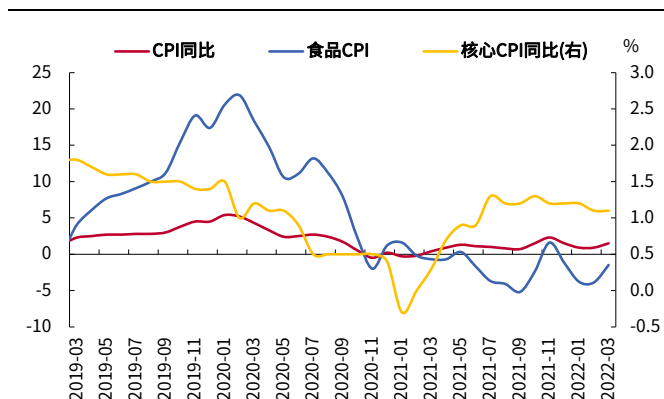
一是，疫情冲击下，局部地区封锁，引发供应链不畅、供需失衡等现象，鲜菜、鸡蛋等部分食品价格上涨，与季节性走势背离。3 月食品分项中，鲜菜、蛋类价格环比为 0.4%、0.3%，高于季节性均值-7.0%、-3.5%。

而肉类价格在供应充足、需求回落的背景下，仍然保持回落态势，符合我们此前的预期。其中，猪肉价格下降 9.3%，鸡肉、鸭肉、牛肉、羊肉、水产品 and 鲜果价格降幅在 1.0%—2.3% 之间。

此外，受俄乌局势影响，小麦、玉米等国际农产品价格快速上涨，并持续向国内传导，3月粮食、食用油价格环比分别上涨0.5%、0.4%，高于季节性均值0.1%、-0.1%。

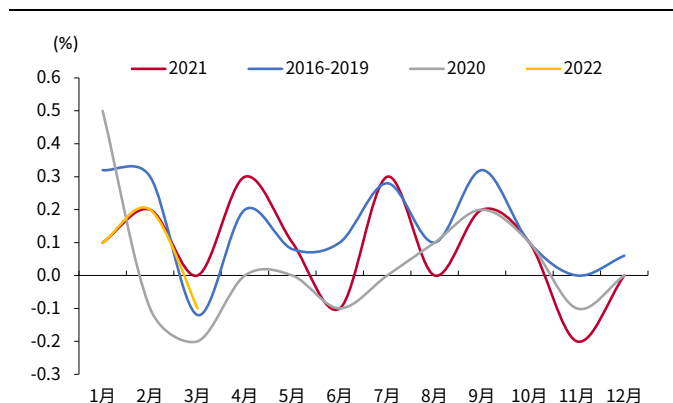
二是，3月疫情对需求端的冲击有限，核心CPI、服务价格仍持平于季节性。我们认为，一方面，各地疫情管控趋严普遍在3月下旬之后出现，3月服务业受影响程度相对较小，服务价格环比为-0.2%，与2020-2021年同期均值持平，预计疫情对服务业的拖累将在4月的价格层面进一步体现。另一方面，上游原材料持续处于高位，成本端刚性压力，也使得消费品价格较难回落。

图1：3月CPI同比回升，核心CPI同比持平于上月



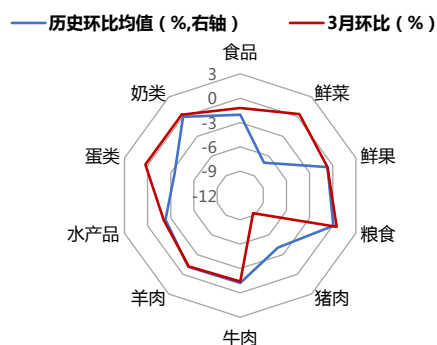
资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：3月核心CPI环比基本符合季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

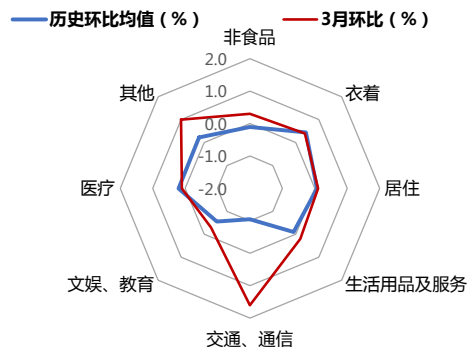
图3：3月鲜菜、蛋类等食品价格环比增速高于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为2014、2017、2019、2020年各年3月环比均值

图4：3月除交通通信外，多数非食品价格环比增速低于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为2014、2017、2019、2020年各年3月环比均值

### 三、输入性风险仍在，拖累PPI同比增速下行速度

3月PPI环比增速再度扩大，但在高基数推动下，PPI同比增速仍然维持下行趋势，属于预期范围之内。3月PPI同比自上月的8.8%回落至8.3%，环比自上月

的 0.5% 上行至 1.1%。其中，生产资料价格环比由 0.7% 升至 1.4%，生活资料价格环比由 0.1% 升至 0.2%。

**俄乌冲突带动国内能源、化工类价格上涨，是推动 PPI 环比涨幅扩大的主因。**

一是，原油、有色等国际大宗商品价格延续上涨，贡献本月 PPI 环比涨幅的 7 成。2 月以来，在原油供需紧平衡背景下，俄乌冲突带来的战争风险溢价、以及欧美对俄原油出口制裁风险，持续推高国际油价。布伦特原油价格自 2 月初的 90 美元/桶附近，最高升至接近 140 美元/桶，3 月保持在 100 美元/桶以上的高位，符合我们前期的预判。（详见 2022 年 3 月 3 日外发报告《俄乌冲突下，油价如何演绎？》）

国际油价的高位上行，带动国内石油、化工等相关行业产品价格上行，3 月石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比分别上涨 14.1%、7.9%，高于上月的 10.4%、5.0%；化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业价格环比分别上涨 1.8%、2.0%，均高于上月的 1.0%、1.1%。同时，俄乌局势冲突，也引发市场对于海外铜供给的担忧，3 月国内有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 2.7%，高于上月的 2.0%。

二是，由于海外煤炭价格上涨，国内外煤炭价差拉大，导致国内煤炭进口数量减少，带动国内煤价上涨，但在保供稳价的主基调下，涨幅相对温和。3 月，煤炭开采和洗选业价格环比上涨 2.5%，上月为环比下降 2.4%。

**从上下游价格传导角度看，通胀传导仍在延续，但行业间分化较为严重，需求是决定传导效率的主因。例如，食品、日用品等必需品价格涨幅扩大，而衣着、耐用品价格持平于上月或回落。其中，食品类价格环比上涨 0.5%，高于上月的 0.2%；一般日用品价格环比上涨 0.4%，高于上月的 0.2%；衣着价格环比下降 0.2%，上月下降 0.1%；耐用品价格环比为 0%，上月为 -0.1%。**

图 5：3 月 PPI 生产资料环比上行

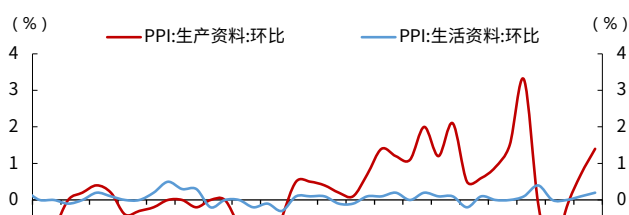
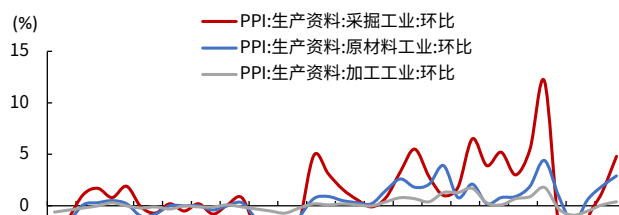


图 6：3 月 PPI 生产资料中，采掘、原材料价格环比涨幅较高



**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\\_40205](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40205)

