

宏观点评

全球正滞胀，我国“滞”大于“胀”——兼评3月物价

事件：3月CPI同比1.5%，预期1.3%，前值0.9%；PPI同比8.3%，预期8.1%，前值8.8%。
核心观点：CPI回升，但核心CPI连续5个月持平或下降，表明内需仍弱；PPI同比强于预期、环比涨幅再度扩大，主因高油价，但近期高频指向PPI拐头向上的风险缓解。总体看，全球正迎来大滞胀，我国则是“滞”的压力大于“胀”，政策当务之急仍是全力稳增长，短期有5大关注。

1、CPI同比超预期上行，非食品项是主要支撑。环比看：食品项由涨转跌，主因春节之后食品价格季节性回落；非食品项涨幅收窄，服务价格季节性回落是拖累，但工业消费品表现偏强。具体看：3月CPI同比涨幅扩大0.6个百分点至1.5%，其中翘尾、新涨价因素分别影响0.4、1.1个百分点；食品项同比降幅收窄2.4个百分点至1.5%，影响CPI约0.28个百分点；非食品项同比涨幅扩大0.1个百分点至2.2%，影响CPI上涨约1.77个百分点；核心CPI持平1.1%。

>食品项环比由涨转跌，但显著强于季节性，粮食、蔬菜价格是主要支撑。3月CPI食品项环比由上涨1.4%转为下跌1.2%，强于季节性（2016-2019年同期均值为下跌2.2%）。重点农产品价格分化。其中：由于节后需求下降，生猪存栏仍高、供应充足，猪肉价格环比降9.3%，创历史新高；但由于俄乌冲突导致国际粮价上涨，部分地区疫情封控、囤积生活物资，道路运输受阻、供给受限，粮食价格环比逆势上涨0.5%，创近10年同期新高（2016-2019年同期均值为降0.02%）；蔬菜价格环比上涨0.4%，也创近10年同期新高。

>非食品项环比涨幅回落0.1个百分点至0.3%，强于季节性（2016-2019年同期均值为降0.2%），但结构发生分化。一方面，由于春节过后需求回落、全国多地疫情反复，服务消费价格由持平转为下降0.2%，特别是出行相关消费降幅较大，机票、电影演出、交通工具租赁、旅游等服务消费价格降幅在2.6%-10.0%之间。另一方面，由于俄乌冲突导致能源价格大幅上涨，工业消费品价格环比涨幅扩大0.3个百分点至1.1%，其中汽油、柴油、液化石油气价格分别上涨7.2%、7.8%和6.9%，影响CPI上涨约0.29个百分点。

2、PPI同比强于预期、环比涨幅也再度扩大，主因俄乌冲突导致国际油价大幅上涨，稳增长推升国内大宗商品价格也有所上行，其中：PPI大类行业环比多数上涨、且除衣着类外，涨幅均有所扩大，特别是上游采掘、原材料价格环比升幅较大；细分行业PPI多数涨幅扩大。具体看，3月PPI同比涨幅回落0.5个百分点至8.3%，其中翘尾、新涨价因素分别影响6.8、1.5个百分点，PPI环比涨幅扩大0.6个百分点至1.1%。

>分生产&生活资料看：上游涨价向下游传导有所强化。3月生产资料价格环比涨幅扩大0.7个百分点至1.4%，主因原油、煤炭等大宗商品价格大幅上涨；生活资料价格环比涨幅扩大0.1个百分点至0.2%，创近10年同期新高，表明上游涨价向下游传导有所强化。

>分7大产业看：PPI环比多数上涨、且除衣着类外，涨幅均有所扩大，上游升幅明显大于中下游。具体看，上游采掘、原材料价格环比分别较前值回升3.5、1.0个百分点至4.8%、2.9%；中游加工工业、下游食品、一般日用品、耐用消费品环比分别较前值回升0.3、0.3、0.2、0.1个百分点至0.4%、0.5%、0.4%和0.0%，下游衣着类环比较前值回落0.1个百分点至-0.2%。

>分40个工业行业看：细分行业环比涨幅多数回升，其中原油产业链、有色、煤炭等涨幅明显扩大，背后指向的是3月俄乌冲突加剧、稳增长预期升温以及寒潮天气等因素的影响。具体看：1）**地缘政治因素带动国际油价上涨。**3月由于俄乌冲突、欧美对俄制裁加剧，布伦特原油价格环比上涨19.5%，带动PPI油气开采、燃料加工、化工、化纤行业环比涨幅分别扩大3.7、2.9、0.8、0.9个百分点至14.1%、7.9%、1.8%、2.0%。2）**有色价格续涨。**3月LME铜、铝价格分别环比涨3.0%、8.5%，带动PPI有色采矿、有色冶炼分别环比上涨0.1、0.7个百分点至1.5%、2.7%。3）**煤价再度明显上涨。**由于3月寒潮、居民用电增加，保供措施导致煤炭供应向长协煤倾斜等，导致市场煤价大幅上涨，3月Q5500动力煤价环比上涨39.7%，带动PPI煤炭采选行业环比增速回升4.9个百分点至2.5%。4）**钢价小幅上涨，钢铁产业链上下游分化。**3月螺纹钢现货价环比涨2.1%，带动PPI黑色冶炼行业环比涨幅扩大0.7个百分点至1.4%，但产业链上游黑色采矿PPI环比涨幅回落0.8个百分点至4.2%。

3、展望：“CPI上、PPI下”仍是2022基准情形，油价回落带动PPI拐头向上风险缓解

>CPI：高频数据看，4月第1周猪肉价格环比降幅收窄至0.2%，鸡蛋价格涨幅扩大、蔬菜价格涨幅收窄，水果、水产品价格分别由下跌转为上涨6.0%、3.6%，预计4月CPI食品分项环比可能小升。非食品项中油价相关分项支撑可能弱化，服务价格可能小升、但受疫情影响应会弱于季节性。因此，预计4月CPI环比可能持平，同比可能持平或小幅上行。全年看：CPI预计前低后高，幅度取决于生猪去化、疫情以及油价等，基准情形下全年中枢可能在2.2%左右。

>PPI：高频数据看，4月第1周南华工业品指数环比上涨1.8%，CRB现货指数环比上涨2.1%，原油、煤炭价格分别环比跌7.7%、12.7%，螺纹钢价格小幅上涨2.3%。往后看，考虑到地产松动、基建发力等因素影响，预计4月PPI环比仍有可能小升，但涨幅应会明显收窄，叠加去年同期基数抬升，4月PPI同比应会延续回落。全年看：维持此前判断，能源价格仍是最大的不确定性，基准情形下如果全年油价中枢维持95美元/桶左右（截至4月8日，今年布油价格均值为98.4美元/桶），叠加国内大宗价格总体可控，预计2022年PPI中枢为4.3%左右。

4、短期关注：全球滞胀风险、疫情扰动、俄乌冲突、基建发力&地产松动、盈利的上下游传导

>警惕全球滞胀风险：海外看，2月美国CPI同比7.9%，创近40年来新高；3月欧元区CPI同比增7.5%，也创有数据以来新高。国内看，核心CPI同比自去年10月以来已连续5个月持平或下降；叠加局部疫情反复，3月PMI全线回落，表明国内经济景气仍然偏弱，预计经济1-2月“高开”后，3-4月大概率“低走”。继续提示，鉴于全球能源价格高位，叠加全球经济放缓预期，全球滞胀风险加剧，其中：美国更接近“胀而不滞”，中国更接近“滞而不胀”。

>疫情冲击物流和供应链：前期报告我们指出，本轮疫情可能扰动物流和部分行业供给：一方面，3月以来东北、长三角地区物流大幅下降；另一方面，3月重点蔬菜、水果价格强于往年同期，4月第1周进一步上行，应和部分地区疫情封控、囤积生活物资，道路运输受阻等因素有关。

>俄乌冲突：目前欧美对俄罗斯的制裁仍在加码、俄乌双方谈判和交战都在继续，对全球经济、油价、国内通胀等的影响不确定性仍强，短期仍需关注谈判进展、欧美制裁、油价。相关情景假设及影响测算可参考前期报告《警惕全球大滞胀——兼评2月物价》。

>基建发力&地产松动：地产和基建是当前稳增长的主要抓手，将对上游采掘、原材料需求端形成支撑，从而导致PPI下行斜率可能慢于预期，后续紧盯地产链和基建链的高频表现。

>盈利的上下游传导：继续提示，鉴于近期大宗商品价格上涨、疫情冲击消费等因素，今年企业盈利从上游向中下游传导的幅度、时间，可能均慢于预期。我们预计，短期上游盈利占比仍将处于高位（比如高于50%），中下游盈利实际改善程度尚待观察。

风险提示：疫情变化、政策力度等超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

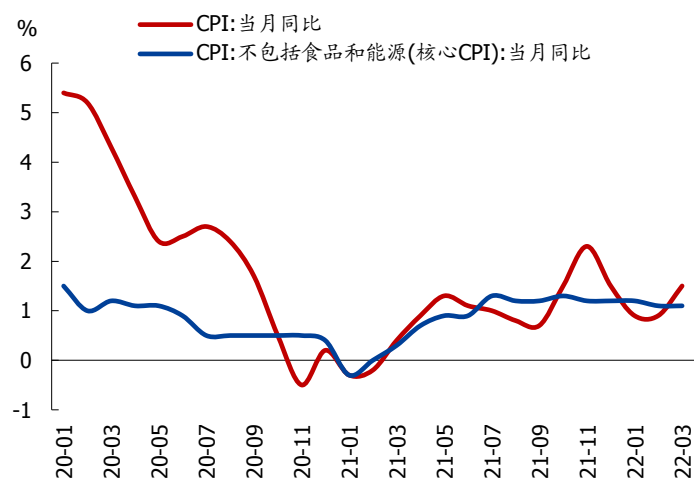
执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

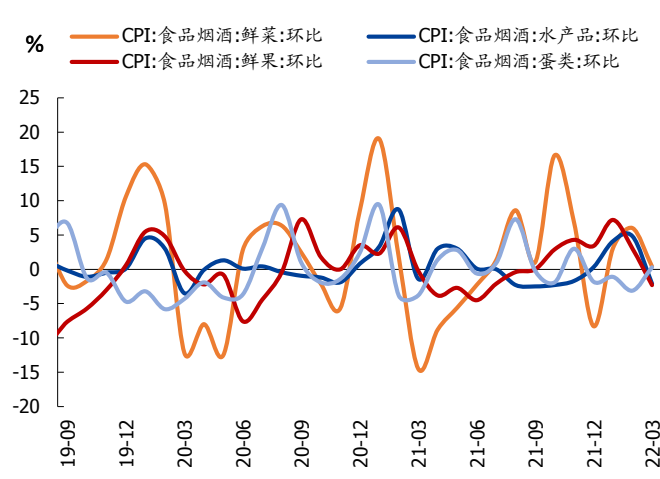
- 1、《警惕全球大滞胀——兼评2月物价》2022-03-09
- 2、《高频与政策半月观：短期紧盯降准降息和房地产放松》2022-04-05
- 3、《经济底还没到——3月PMI的5大信号》2022-03-31
- 4、《政策底再确认，哪些“绝招”可期？》2022-03-30
- 5、《上游重新挤压下游——2022首份企业盈利的5大信号》2022-03-27
- 6、《2022年基建大概率高增，有哪些发力点？》2022-01-05

图表 1: 3月CPI同比超预期上行, 核心CPI持平前值



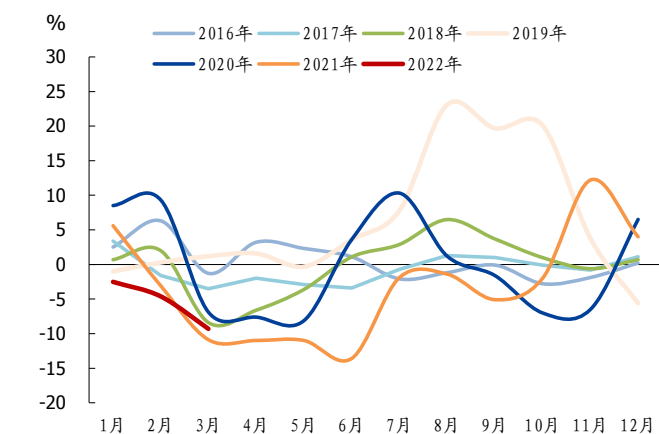
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 3月食品价格环比涨幅多数回落



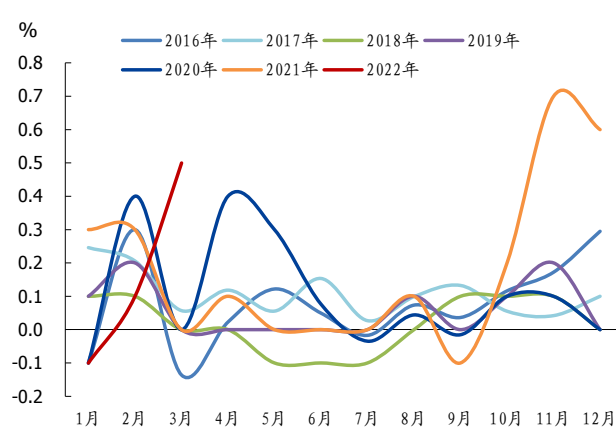
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 3月猪肉价格环比创近10年次低



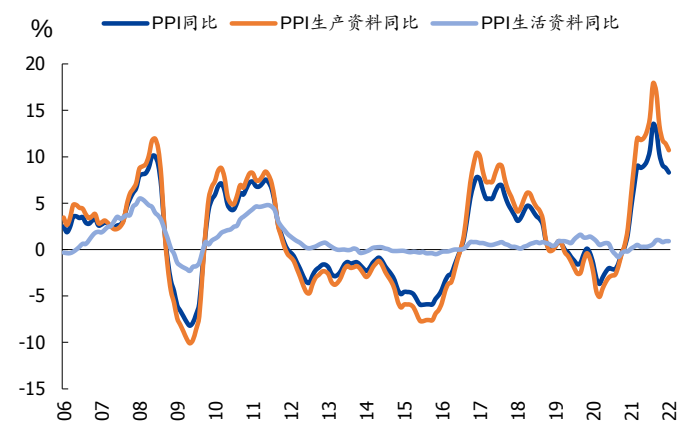
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 3月粮食价格逆势上涨



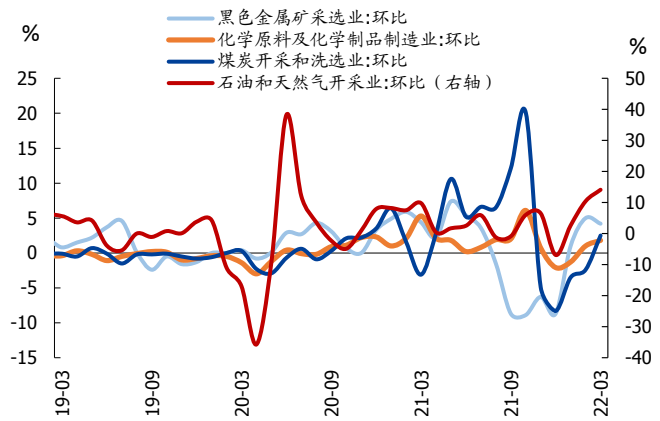
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: PPI同比延续回落



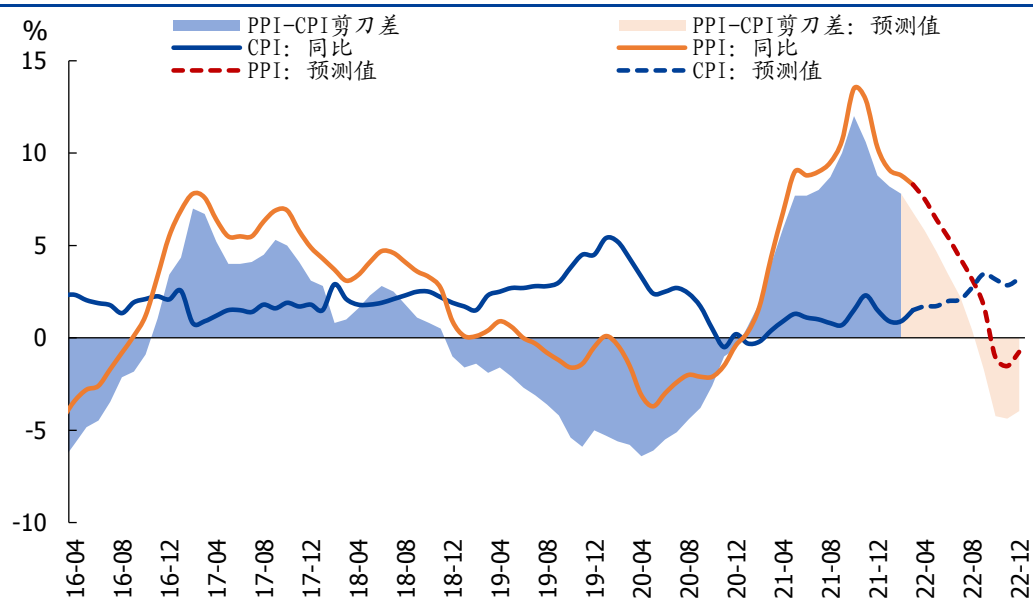
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 3月上游原材料价格环比多数上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: CPI、PPI 以及 PPI-CPI 剪刀差预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_40207

