

2022 年 3 月物价数据简评

警惕结构性通胀压力升级

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2022 年 3 月 CPI 同比 1.5%，PPI 同比为 8.3%。

平安观点：

- **3 月 CPI 同比，较上月的提升 0.6 个百分点，环比表现强于季节性规律；剔除食品和能源的核心 CPI 同比持平。**食品、能源相关分项的环比变化均强于季节性规律。一是，尽管猪肉价格大幅下行，但粮食、油脂、鸡蛋、鲜菜食品分项环比变化皆强于季节性规律。二是，油价及成本上行助推下，能源及扣除能源的工业消费品价格均超季节性上行。
- **3 月 PPI 同比增速延续回落，但环比增速 1.1%，相比上月提升了 0.6 个百分点。**PPI 环比增速上行的背后，石化产业、黑色商品及有色金属三大板块皆有贡献。**结构上看：1）生产资料中**，采掘、原材料、加工工业价格环比均上行。由于加工工业是连接生产资料价格和生活资料价格的环节，加工工业 PPI 环比由跌转涨意味着，生产资料价格向生活资料价格的传导在边际增强。**2）生活资料中**，食品类、一般日用品类、耐用消费品类 PPI 分项环比皆有上行；衣着类 PPI 分项环比下跌 0.2%，相比上月下滑 0.1 个百分点，或因下游需求季节性回落且居民消费意愿不足。
- **警惕结构性通胀压力升级。**一是，国际粮价上涨影响下游各行各业。我国 2021 年的粮食自给率仅 80.9%，俄乌冲突加剧了我国粮食的供应风险。二是，国际原油上涨风险尚未消退。俄乌地缘政治冲突尚未妥善解决，原油储备的释放依然难以弥补俄罗斯进一步退出原油市场所带来的潜在的供需缺口。三是，动力煤价格上行速度较快。在国际油气价格的带动下，海外动力煤价格上行较快，国内外动力煤价格明显倒挂，动力煤的保供稳价压力加大。四是，PPI 向 CPI 传导的风险增强。尽管下游消费需求疲弱，但经过去年的原材料价格上涨，中下游行业的毛利已压缩至较低位置，其“缓冲垫”的作用有限，如后续成本进一步攀升，越来越多的消费品将被动涨价，PPI 向 CPI 传导的风险增强。
- **我们认为，当前结构性通胀风险已然凸显，且存在进一步升级的可能性，对货币政策的约束进一步增强。**同时，国内外货币政策的“松紧差”愈发突出，中美十年期国债的名义利差在 4 月 11 日盘中已出现倒挂。短期看，央行或更加重视结构性工具的使用，更突出财政与货币的协调配合，从 4 月 7 日国常会的定调看，未来再贷款、再贴现对重点行业的定向支持可期。

一、猪肉下跌未能抵消 CPI 同比上行

3 月 CPI 同比上涨 1.5%，相比上月提升 0.6 个百分点。其中，CPI 食品项同比-1.5%，跌幅相比上月收窄 2.4 个百分点；非食品项同比 2.2%，相比上月进一步提高 0.1 个百分点；剔除食品和能源的核心 CPI 同比持平于 1.1%。3 月 CPI 环比持平，强于-0.6%的季节性规律。分项来看，食品、能源相关分项的环比变化均强于季节性规律。具体来看：

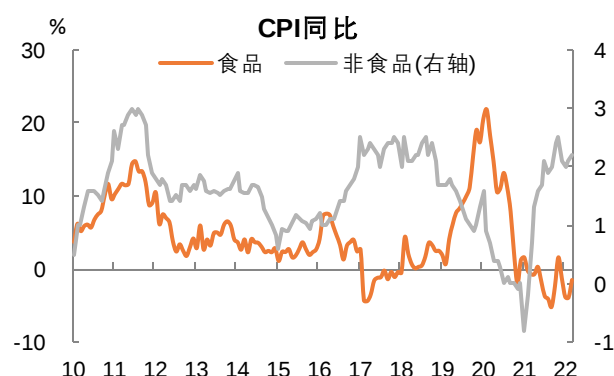
一是，尽管猪肉价格环比大跌，但食品分项环比变化强于季节性规律。

- **粮食、食用油、鸡蛋价格环比上涨，强于季节性规律。**俄乌冲突以来，国际小麦、玉米和大豆等价格上涨较快，国内面粉、食用植物油价格 3 月环比分别上涨 1.7%、0.6%，同比分别上涨 6.1%、4.6%。粮价上涨推升蛋鸡的饲料成本，鸡蛋价格环比小幅上升 0.3%，而 3 月历史季节性规律趋于回落。
- **鲜菜价格环比上涨，而 3 月季节性规律显示蔬菜价格往往回落。**鲜菜的价格上涨主要有三个原因：一是，多地疫情封控对蔬菜的收购和运输产生较大扰动；二是，国际原油价格上涨，国内汽柴油价格的上涨推升运输成本；三是，石油化工产业链下游的农药、化肥等产品价格上涨，推升蔬菜的生产成本。
- **猪肉价格环比下跌，禽肉类价格普遍弱于季节性规律。**3 月 CPI 猪肉分项环比下跌 9.3%，超季节性大幅下行；替代品牛肉和羊肉价格的环比下行幅度也大于季节性规律。当前生猪供给整体仍处过剩状态，而春节后往往是猪肉需求的淡季，高频猪肉批发价格近期回落至 2021 年 10 月的低点附近。往后看，基于对 2021 年 7 月以来能繁母猪存栏去化情况的观察，预计 2022 年中猪肉价格将有所反弹，不过幅度还有待观察。

二是，油价及成本上升助推下，工业消费品价格超季节性上涨。3 月工业消费品价格环比上涨 0.2%，而 2015 年-2021 年同期的工业消费品环比均值为下跌 0.8 个百分点。

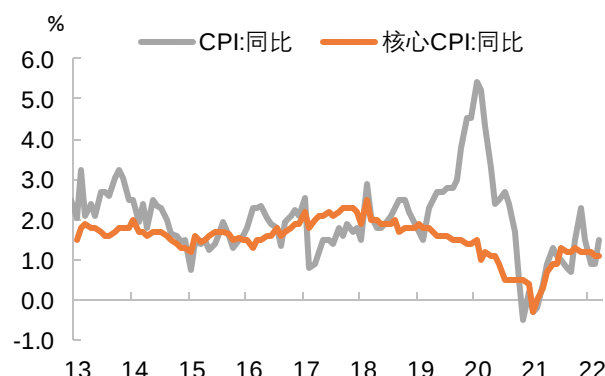
- **一方面，能源相关分项中，交通工具用燃料、水电燃料分别环比上涨 7.1%、0.7%。**俄乌地缘政治冲突升级，国际油气价格快速上涨，布油价格一度逼近 140 美元/桶。受此影响，国内成品油在 3 月 4 日、3 月 18 日继续调升，汽油、柴油出厂价相比 2 月 18 日分别上涨了 11.2%、12.3%。
- **另一方面，扣除能源的工业消费品价格上涨 0.3%，工业品价格高位下，PPI 向 CPI 传导有所加快。**

图表1 3 月 CPI 食品项低迷，非食品项高位继续上行



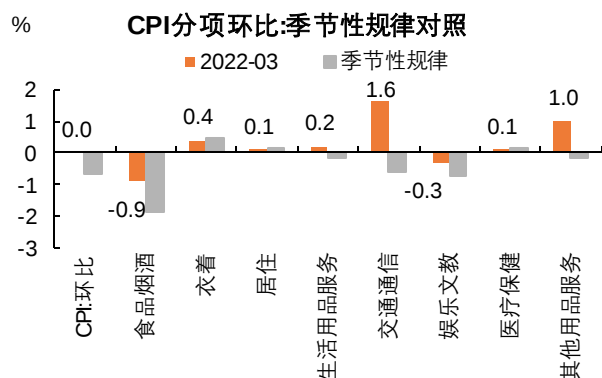
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 3 月核心 CPI 同比持平于上月



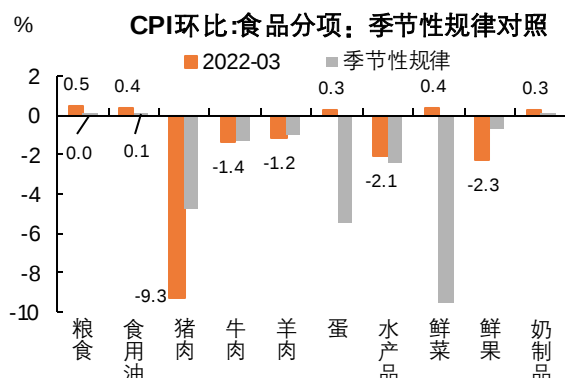
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 3月CPI环比强于季节性规律



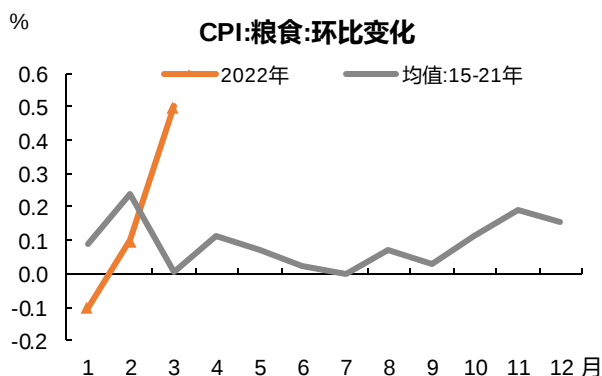
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 粮油、鸡蛋、鲜菜等价格环比上行推升食品分项



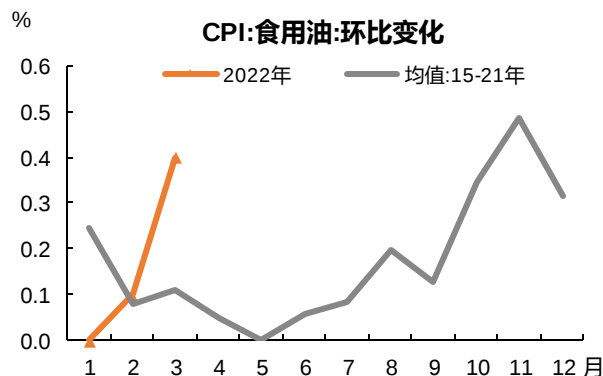
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 CPI粮食分项环比上行幅度较大,超季节性规律



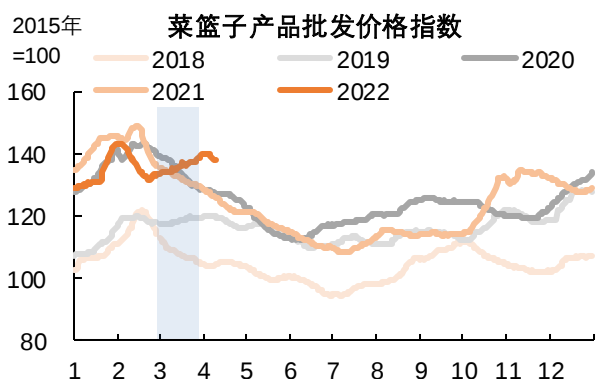
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 CPI食用油分项环比表现超季节性



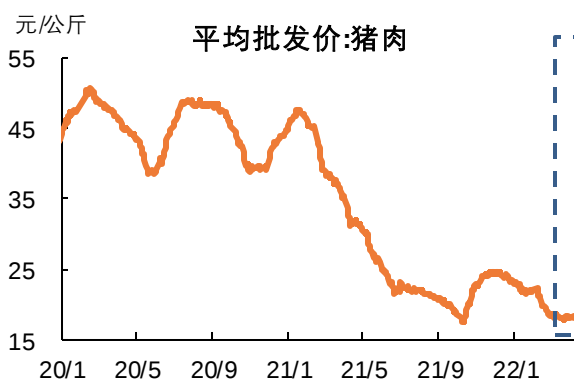
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 3月以来蔬菜批发价指数反季节性上行



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 3月以来猪肉批发价低位徘徊



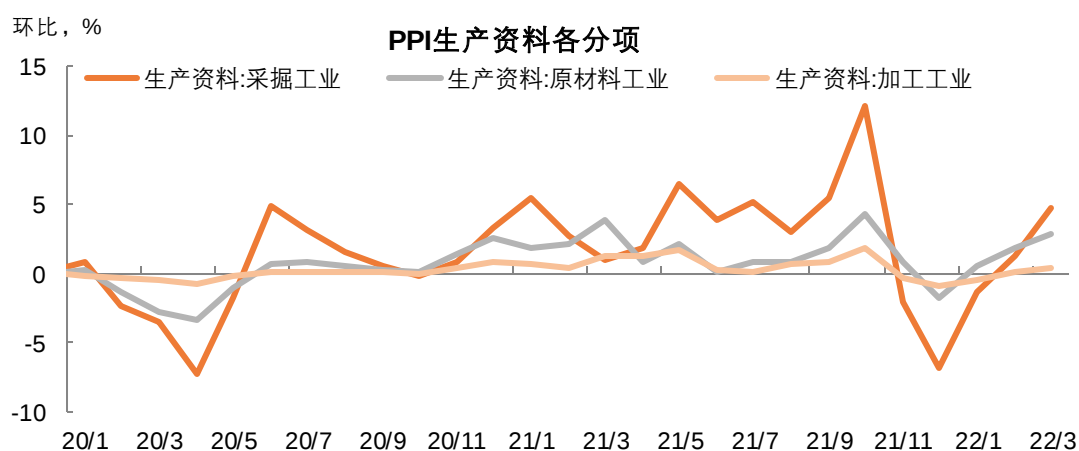
资料来源:wind, 平安证券研究所

二、PPI 环比加速上行

3月 PPI 同比上涨 8.3%，自历史高位已连续 5 个月回落；环比涨幅 1.1%，比上月扩大 0.6 个百分点，已连续两个月环比提高。其中，生产资料、生活资料价格环比分别上涨 1.4%、0.2%，相比上月分别扩大 0.7、0.1 个百分点。在石化产业、黑色商品及有色金属三大板块涨价的推动下，3 月 PPI 环比加速上行。

生产资料中，采掘、原材料、加工工业价格环比分别上涨 4.8%、2.9%、0.4%。采掘工业的 PPI 环比上行主因油气、煤炭及铁矿石等价格上涨。原材料工业环比上行或受石化产业链中游的化学原料及化学制品、化学纤维等相关行业涨价助推。由于加工工业是连接生产资料价格和生活资料价格的环节，加工工业 PPI 环比继续上行，生产资料价格向生活资料价格的传导边际增强。

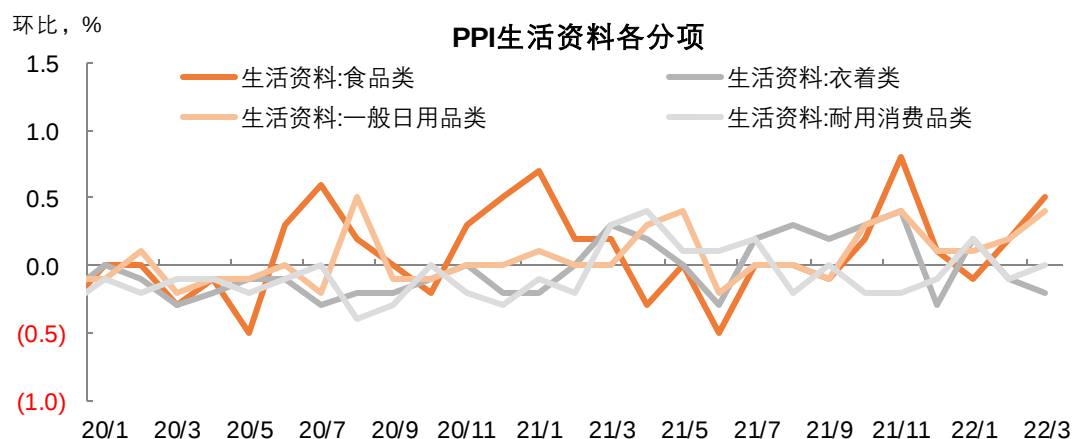
图表9 3 月 PPI 生产资料的各分项环比增速全部上行



资料来源: Wind、平安证券研究所

生活资料 PPI 环比多有上行。其中，食品类 PPI 分项环比分别上涨 0.5%，相比上月扩大 0.3 个百分点，或因上游粮食价格上涨较多。一般日用品类、耐用消费品类 PPI 分项环比分别上涨 0.4% 和持平，相比上月分别提升 0.2、0.1 个百分点。尽管下游需求疲弱，但一般日用品与耐用消费品的毛利在去年的原材料价格上涨中已压缩至较低位置，近期生产资料价格再度攀升，相关产品在成本压力下被动涨价。衣着类 PPI 分项环比下跌 0.2%，相比上月下滑 0.1 个百分点，或因下游需求季节性回落且居民消费意愿不足。

图表10 除衣着外，3 月 PPI 生活资料各分项环比增速均有上行

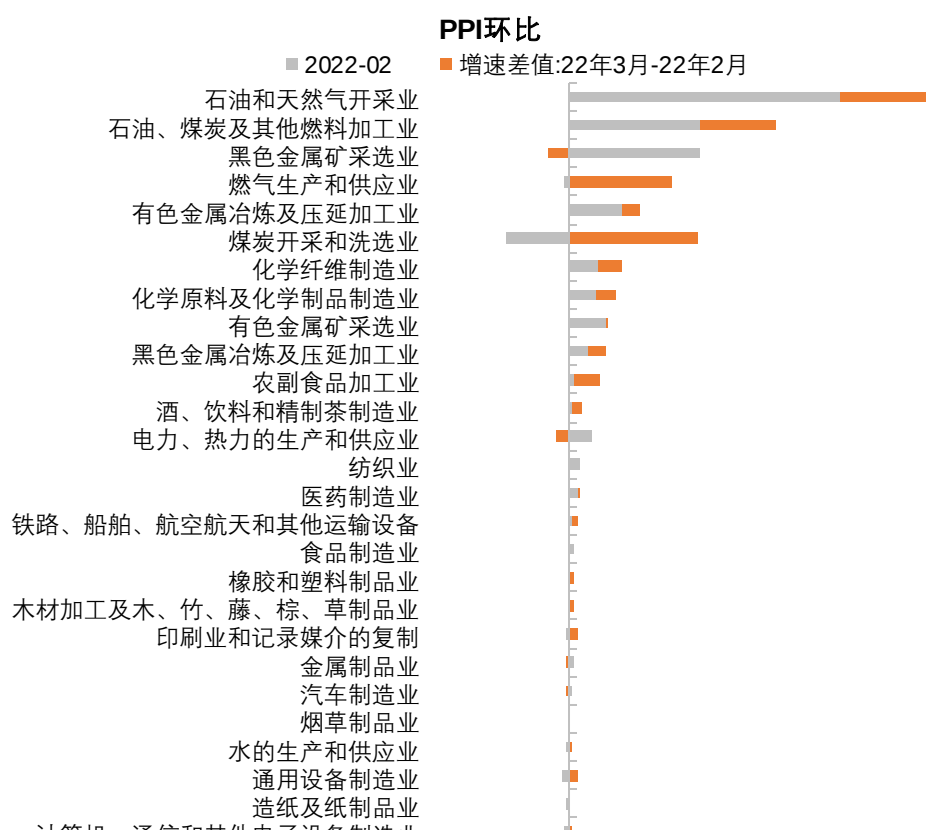


资料来源: Wind、平安证券研究所

分行业看，3月 PPI 环比涨幅较高的行业集中于石化产业、黑色商品及有色金属三大板块：1) 石化产业：国际能源价格续涨，布伦特原油、IPE 英国天然气期货合约活跃 3 月分别上涨 6.9%、25.9%，年初至 3 月累计上涨 34.6%、75.4%，带动产业链中下游的石油加工、化学纤维、化学原料及化学制品等行业价格上行。2) 有色金属：3 月有色矿选、加工行业 PPI 环比分别上涨 1.5%、2.7%，除国际有色金属价格上涨的带动外，能源及工业用电价格的上行也推高了有色金属的加工成本。3) 黑色商品：从统计局公布的流通领域重要生产资料市场价格看，煤炭相关的山西优混(Q5500)、焦煤(主焦煤)、焦炭(准一级冶金焦)3月环比分别上涨 48.3%、25.9%、26.9%；黑色金属相关的螺纹钢、线材、普通中板 3 月环比分别上涨 2.8%、2.5%、2.4%。从 3 月的边际变化看，石化产业链 PPI 加速上涨，煤炭产业链 PPI 由跌转涨；黑色及有色金属中，矿选采掘相关的 PPI 上行势头略有放缓，但原材料冶炼及压延加工 PPI 加速上行。

此外，30 个主要行业中仅有 5 个行业 PPI 环比下跌，包括纺服、计算机通信电子、造纸及纸制品三个下游行业，以及非金属矿物、非金属矿采选两个中上游行业，印证了国内下游消费需求低迷、传统基建开工并不强劲。

图表11 3月 PPI 环比涨幅较高的行业集中于石化产业、黑色商品及有色金属三大板块



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_40210

