

宏观点评

警惕全球大滞胀—兼评2月物价

事件：2月CPI同比0.9%，预期0.8%，前值0.9%；PPI同比8.8%，预期8.7%，前值9.1%。

核心观点：2月CPI持平走低，PPI同比小降、但环比大增，油价涨是主因。往后看，油价大涨的连锁反应将逐步显现，包括拖累全球经济、全球滞胀风险加大、上游再度挤压中下游利润等。通胀走势上，“CPI上、PPI下”仍是2022基准情形，但在高油价带动下，未来两三个月我国PPI有可能会重新拐头向上。

1.CPI同比结束去年11月以来的回落趋势，转为持平，食品分项仍是主要拖累。环比看，由于春节、油价等因素影响，CPI环比涨幅扩大，但仍弱于季节性；其中，食品分项延续上涨，涨幅与上月持平，鲜菜、鲜果等是主要支撑；非食品项涨幅扩大，主因能源价格上涨。具体看：2月CPI同比持平前值0.9%，其中翘尾、新涨价因素分别影响-0.1、1.0个百分点。食品分项同比降幅扩大0.1个百分点至3.9%，影响CPI下降约0.76个百分点；非食品项同比涨幅扩大0.1个百分点至2.1%，拉动CPI上行约1.68个百分点；剔除能源和食品的核心CPI同比回落0.1个百分点至1.1%。

>食品分项环比延续上涨，涨幅与上月持平，但明显弱于季节性。2月CPI食品分项环比涨幅持平上月的1.4%，低于2016-2019年同期（季节性）均值3.4%。重点农产品价格多数弱于季节性，其中：猪肉价格环比降4.6%、粮食价格环比涨0.1%，均创2009年以来同期最低；鲜果价格环比涨3.0%，创2009年以来同期次低；牛肉、羊肉价格分别环比涨0.8%、0.3%，创有数据以来次低；鲜菜价格环比涨6.0%，同样弱于季节性。

>非食品项环比涨幅扩大，略强于季节性；能源涨价是主要拉动，服务价格分化。2月非食品项环比涨幅扩大0.2个百分点至0.4%，高于2016-2019年同期（季节性）均值0.3%。细分项看，工业消费品价格由持平转为上涨0.8%。其中，由于国际油价大涨，汽油、柴油、液化石油气涨幅在1.3%-6.7%之间；服务价格由涨转平，由于春节因素，文娱、出行相关价格上涨；家政、母婴等相关服务价格下跌。

>核心CPI小幅回落0.1个百分点至1.1%；环比涨幅回升0.1个百分点至0.2%，略低于2016-2019年同期均值0.3%，表明我国消费需求仍然偏弱；后续提示关注工业品价格传导、促消费相关举措及局部疫情扰动等。

2.PPI同比延续回落，但降幅从上月的1.2个百分点大幅收窄至0.3个百分点。环比看，由于原油、有色等大宗商品价格上涨，PPI环比由跌转涨；其中：PPI大类行业多数环比上涨，特别是采掘、原材料回升幅度较大；细分行业多数环比上涨。具体看，2月PPI同比回落0.3个百分点至8.8%，其中翘尾、新涨价因素分别影响8.4、0.4个百分点；PPI环比由下跌0.2%转为上涨0.5%。

>生产&生活资料看：上游价格向下游传导有所强化，但仍偏弱。2月生产资料价格环比由跌0.2%转为涨0.7%；生活资料环比由持平转为涨0.1%，预示上游涨价向下游传导有所强化，但整体仍偏弱。

>分七大产业看：多数行业环比涨幅扩大，上游涨幅明显大于中下游。具体看，上游采掘、原材料价格环比分别较前值上升2.6、1.3个百分点至1.3%、1.9%；中游加工工业、下游食品、一般日用品价格环比分别较前值上升0.6、0.3、0.1个百分点至0.1%、0.2%、0.2%；下游衣着、耐用消费品价格环比回落0.3个百分点至-0.1%。

>40个工业行业看：细分行业环比涨幅多数回升，原油链、黑色、有色等行业涨幅较大，消费品制造相关行业价格环比降幅扩大。具体看：1) 煤价环比由跌转涨。2月秦皇岛Q5500动力煤价环比由下跌7.2%转为上涨4.6%，带动PPI煤炭采选行业环比增速回升1.1个百分点至-2.4%。2) 国际油价大幅上涨。由于俄乌冲突加剧，2月布伦特油价大幅上涨10.0%，带动PPI油气开采、燃料加工、化工、化纤行业环比增速分别回升7.8、4.6、2.3、1.2个百分点至10.4%、5.0%、1.0%、1.1%。3) 钢铁价格由跌转涨。2月螺纹钢现货价环比由下跌1.0%转为上涨3.0%，带动PPI黑色冶炼、黑色采矿业环比增速扩大2.6、4.0个百分点至0.7%、5.0%。4) 下游消费品价格涨幅多数收窄。农副食品制造等9个下游消费品制造行业中6个PPI环比涨幅收窄，收窄幅度在0.1-0.4个百分点之间，也可从侧面反映国内需求仍偏弱。

3.油价持续飙升，将很可能带来全球大滞胀，重点关注3大影响：

截至3月8日，布伦特原油收市128美元/桶，并一度冲高至139.1美元/桶，今年以来涨幅达到64.5%；叠加全球经济放缓预期，资本市场对于全球是否会陷入1970s的滞胀存在担忧。我们认为，油价大幅上涨，确实可能加剧全球滞胀风险（中国偏“滞”，欧美偏“胀”），重点关注3方面的影响：

>对全球经济：根据央视新闻报道，美国总统拜登“已正式签署了禁止美国从俄罗斯进口能源的行政令”，俄罗斯此前则以断供北溪1号天然气作为威胁，如果相关措施落地，全球能源短缺可能继续加剧，从而拖累全球经济。比如以天然气为例，2020年俄罗斯天然气出口约1999亿立方米，占全球天然气出口的份额约16.2%，其中约80%出口欧洲，占欧洲天然气进口、消费的比例分别达到41%、27%，如果俄罗斯断供北溪1号的天然气供应，则会进一步加剧欧洲能源供应短缺，进而拖累欧洲及全球经济。比如2021Q4，由于能源价格上涨，就造成欧洲电解铝行业减产超60万吨，占西欧建成产能的15%。

>对通货膨胀：按照我们前期测算，如果油价上涨10%，大概拉动PPI同比上行0.4个百分点（测算过程详见《俄乌冲突升级的4点影响》）。假设3-5月油价都保持在120美元/桶，那么油价对PPI同比的拉动将由2月的1.9个百分点分别上升至3.1、3.2、2.9个百分点，即在2月基础上还将带来1.2、1.2、0.9个百分点的增量（由于四舍五入导致具体数据存在差异）。考虑翘尾因素，3-5月基数效应对PPI的影响分别为1.7、1.0、1.7个百分点；换言之，这种情形下4月PPI可能出现阶段性上行。如果3-5月油价都保持在140美元/桶，油价对PPI同比的拉动将会分别上升至4.3、4.3、4.0个百分点，即在2月基础上进一步带来2.4、2.4、2.0个百分点的增量，这种情形下3月PPI就可能出现阶段性上行。另外，近期国内黑色（煤炭、铁矿石、螺纹钢）、有色价格也明显上涨，如果未来三者共振上行，将进一步加大PPI的阶段性压力（后附详细测算，详见图表5）。

>对企业盈利：参照过去PPI-CPI剪刀差收窄的经验，继续提示上游盈利向中下游传导应是今年企业盈利的主线之一；但鉴于近期大宗价格上涨、疫情冲击消费等因素，幅度、时间可能慢于预期。预计短期上游盈利占比仍将处于高位（比如高于50%），甚至不排除再度阶段性上行的可能；中下游盈利实际改善程度尚待观察。

4.通胀展望：“CPI上、PPI下”仍是2022基准情形，但高油价下不排除未来2-3个月PPI拐头向上

>PPI：高频数据看，3月第1周南华工业品指数环比上涨9.3%、CRB现货指数环比上涨1.8%，原油、螺纹钢价格分别环比上涨23.6%、3.4%，煤炭价格环比跌4.9%。往后看，最大的不确定性在于油价，预计3月PPI环比仍将小幅回升。全年看：能源价格仍是最大的不确定性。1) 中性情形下，如果俄乌冲突不再大幅升级，全年油价中枢涨至95美元/桶左右，叠加国内大宗价格总体可控，预计2022年PPI可能升至4.3%左右。2) 悲观情形下，如果俄乌冲突、欧美制裁持续升级，国际油价进一步上行，并在较长时间内维持高位，假设全年油价中枢涨至110美元/桶左右，叠加稳增长背景下国内大宗价格维持高位，2022年PPI同比可能升至5.0%左右。3) 乐观情形下，如果俄乌冲突短时间内能够得到妥善解决，国际油价将逐步回落，假设全年中枢回落至85美元/桶左右，且国内大宗商品价格也能得到较好控制，2022年PPI同比可能维持在3.8%左右。

>CPI：高频数据看，3月第1周周价涨幅收窄，水果价格由涨转跌，鸡蛋、猪肉价格分别环比跌3.8%、8.4%，预计3月CPI食品分项可能明显回落；非食品项预计油价仍将对相关分项形成拉动。因此，预计3月CPI环比可能小幅上升，同比预计也会有所回升。全年看：市场对于CPI前低后高的趋势预期较为一致，但对具体的幅度存在分歧。其中，能源价格、猪周期以及消费恢复情况是主要扰动。如果假设猪周期、消费恢复情况延续我们之前的判断，油价乐观、中性、悲观情形下油价分别将给全年CPI同比带来0.1、0.2、0.3个百分点的额外增量，分别对应全年CPI同比2.1%左右、2.2%左右和2.4%左右（详见图表7）。

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

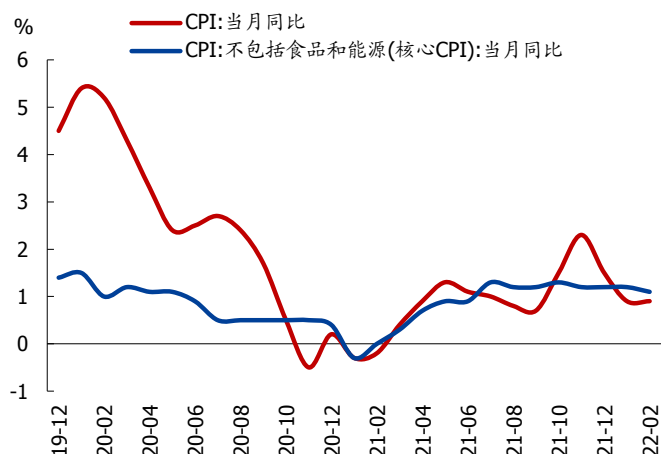
执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

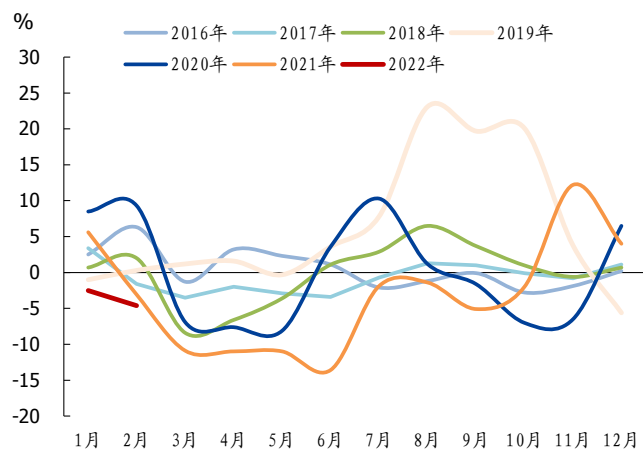
- 1、《对俄制裁升级的产业链影响》2022-03-03
- 2、《俄乌冲突升级的4点影响》2022-02-22
- 3、《最新通胀凸显内需不足》2022-02-16
- 4、《大方向确定—2021年通胀回顾与2022年展望》2022-01-12
- 5、《2022年企业盈利有两条主线—兼评12月工业企业盈利》2022-01-28
- 6、《2022年盈利将上下游传导—基于PPI-CPI剪刀差的测算》2022-01-24
- 7、《2022年基建大概率高增，有哪些发力点？》2022-01-05

图表 1: 2月CPI同比持平, 核心CPI同比小幅回落



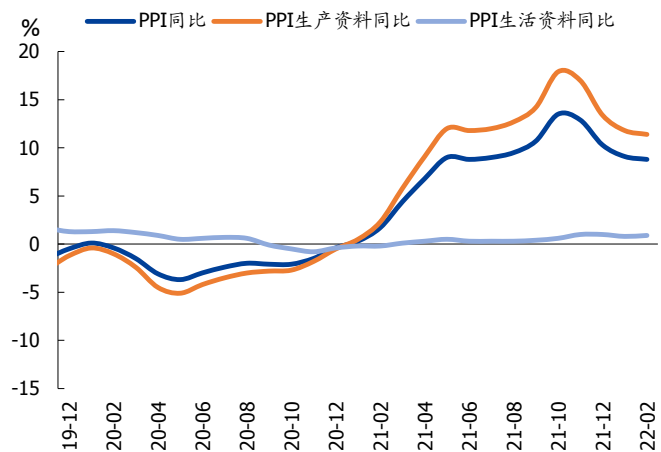
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2月猪肉价格环比续创近10年同期新低



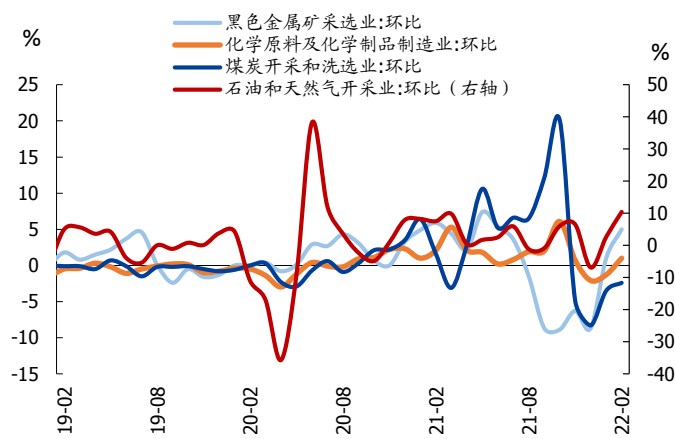
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2月PPI同比下行幅度趋缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 上游行业PPI环比涨幅明显回升



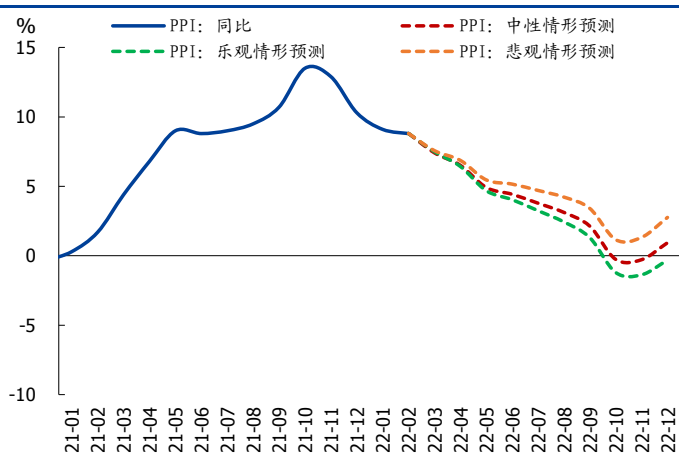
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 不同情境下大宗商品价格上涨对 PPI 的影响

大宗商品	影响分项	权重	如果大宗价格上涨 10%，对细分项 PPI的拉动	对PPI拉动的情景分析					
				10%	20%	30%	40%	50%	60%
油价	油气开采	0.7%	7.3%	0.05	0.10	0.16	0.21	0.26	0.31
	燃料加工	4.3%	4.1%	0.18	0.36	0.53	0.71	0.89	1.07
	化工制造	6.5%	2.0%	0.13	0.26	0.39	0.52	0.65	0.78
	化纤制造	0.8%	2.2%	0.02	0.04	0.05	0.07	0.09	0.11
煤价	煤炭采选	1.9%	5.4%	0.10	0.20	0.31	0.41	0.51	0.61
铝价/铜价	有色采矿	0.3%	3.5%	0.01	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05
	有色冶炼	5.2%	5.6%	0.29	0.58	0.87	1.17	1.46	1.75
铁矿石价	黑色采矿	0.4%	4.4%	0.02	0.03	0.05	0.07	0.08	0.10
钢价	黑色冶炼	6.9%	5.4%	0.37	0.74	1.11	1.48	1.85	2.23
合计		27.0%		1.2	2.3	3.5	4.7	5.8	7.0

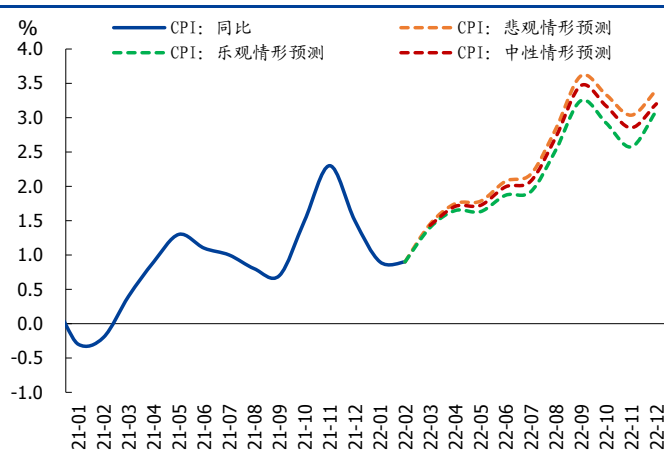
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 6: 不同情形下 PPI 走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 7: 不同情形下 CPI 走势



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_39249

