

## 宏观点评报告

2022 年 3 月 9 日

**通胀预期走高，‘滞胀’压力隐现****2022 年 2 月通胀点评**

## 核心内容：

## 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

- **CPI 未来逐步上行** 通胀环比上行，食品价格和非食品价格同时上涨。(1) 食品方面，蔬菜价格上行，2 月份全国雨雪天气带动蔬菜走高；猪肉零售价格下行，生猪价格在春节期间价格下跌；(2) 非食品价格方面，受到原油价格上行的影响，交通工具用燃料价格上行；在服务类价格方面，家庭服务价格下滑，旅游价格上行 1.0%，整体服务价格保持平稳。另外，家用器具价格上行 1.1%。
- **蔬菜和猪肉继续震荡，能源价格上行** (1) 猪肉需求年后回落，猪肉供给仍然较为充足。春节过后消费渐趋平稳，生猪市场仍然需要继续消化库存。猪肉价格已经在成本线附近，3 月份猪肉价格预计小幅震荡。(2) 蔬菜价格受天气影响较大。2 月中旬出现了全国雨雪天气，蔬菜运输供应稍有不畅，价格快速上行。3 月前 9 天蔬菜价格仍然没有下行，蔬菜价格超过历史价格，预计 3 月下旬出现 (3) 原油价格上行带来了非食品价格的走高。由于地缘政治风险凸显，使得包括原油在内的大宗商品价格上行，为未来的 CPI 带来压力。
- **全年通胀预期上行** 2022 年 2 月份翘尾影响 0.3%，预计新涨价因素上行，CPI 同比增速约在 0.7% 左右。预计 2022 年全年 CPI 增速 2.0%，2022 年 3-4 季度 CPI 突破 2%。(1) 我国消费恢复速度较慢，人员工资增速缓慢，加上对新冠疫情的严控，已经严重影响了消费的增长，我国通胀仍然处于较低的水平。(2) 工业品价格有所回落，工业品价格向消费品传导仍然有困难，消费者很难接受价格上行。(3) 猪周期可能在 2022 年下半年有所反转，同比基数的原因会带动下半年 CPI 上行。
- **未来通胀温和上行** (1) 上中游原材料价格的上行以及人工成本的缓慢上行推动了 CPI 平稳上行。(2) 能耗双控和碳中和大目标不变，居民生活成本会被缓慢推高。(3) 我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足，扩大有效需求需要解决分配的问题，也就是减少全社会贫富分化，这仍然需要时间。CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 温和上行。
- **PPI 回落，但仍然处于高位** 2 月份 PPI 环比上行，黑色产业链商品出厂价格回升，原油价格上涨，其产业链相关产品价格上行：(1) 国际原油价格上行带动国内石油及相关产业价格走高；(2) 我国煤炭价格重新上行，2 月份动力煤期货价格上行 10.5%，但煤炭出厂价格仍然受到一定程度的管制；(3) 消费类行业稍有回升，食品制造业上行 0.2%。

3 月份基数水平继续下行，环比可能继续回升，我国 PPI 可能出现反弹：(1) 能源价格大幅走高，并且一段时间维持高位。3 月份能源价格继续上行，带动相关产品价格走高；(2) 生产成本上行，生产低位平衡，价格向终端转移；(3) 物流阻塞得到缓解，以反应大宗商品运输为主的 BDI 回升，预示着未来 PPI 下滑速度趋缓。

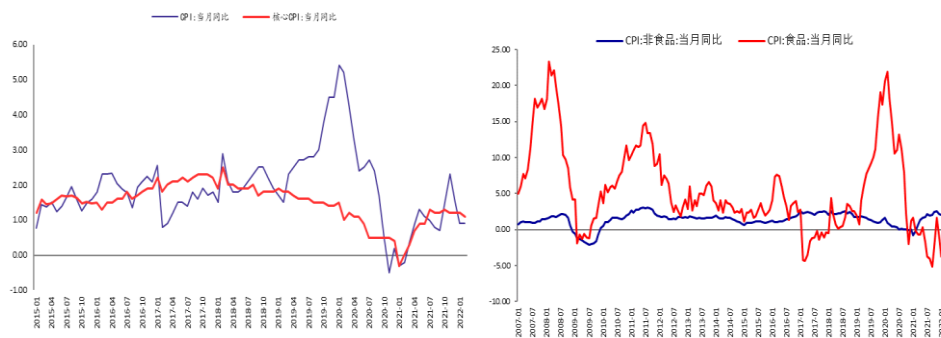
预计 3 月份 PPI 环比回升，3 月份 PPI 翘尾水平 7.2%，预计 PPI 水平在 9.0% 左右。2022 年 PPI 前高后低，全年预计在 6% 左右，受到基数影响，PPI 在 4 季度是低点。

## 一、CPI 平稳，未来逐步上行

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比上行，核心 CPI 小幅回落，2 月份 CPI 同比平稳。2 月份 CPI 同比增速 0.9%。2 月份 CPI 环比上行；其中食品价格环比上行 1.4%，非食品价格环比上行 0.4%。核心 CPI 同比增速 1.1%，环比上行 0.2%。

图 1：CPI 同比小幅下行（%）

图 2：核心 CPI 环比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

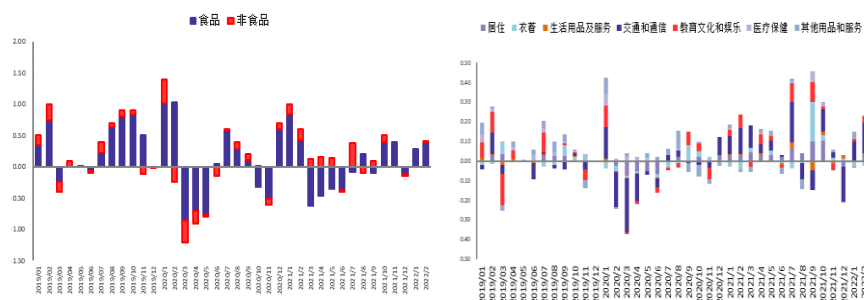
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 0.3%，比上个月下滑。通胀环比上行，食品价格和非食品价格同时上涨。2 月份物价仍然显示出了节日性特征，但是其涨幅低于往年春节：（1）食品方面，2 月份蔬菜价格上行 6.0%，1-2 月份蔬菜总体上行 9.0%。2 月份全国出现雨雪天气，影响了蔬菜供应，蔬菜价格超过历史水平；2 月份猪肉零售价格下行 4.6%，生猪价格在春节期间价格下跌；其他食品方面，水果价格上行 3.0%，水产品价格上行 4.8%；（2）非食品价格方面，受到原油价格上行的影响，交通工具用燃料价格上行 6.1%；在服务类价格方面，春节效应消失，家庭服务价格下滑 3.6%，旅游价格上行 1.0%，整体服务价格保持平稳。另外，家用器具价格上行 1.1%。

从食品价格来看，猪肉需求年后回落，猪肉供给仍然较为充足。春节过后消费渐趋平稳，生猪市场仍然需要继续消化库存。猪肉价格已经在成本线附近，3 月份猪肉价格预计小幅震荡。蔬菜价格受到节日和天气影响 2 月份继续上行。春节过后蔬菜小幅价格回落，但蔬菜价格仍然处于高位。

从非食品价格来看，原油价格上行带来了非食品价格的走高。服务类价格涨幅也弱于往年，消费低迷影响着物价的运行。由于地缘政治风险凸显，使得包括原油在内的大宗商品价格上行，为未来的 CPI 带来压力。

图 3：食品和非食品价格对 CPI 的拉动（%）



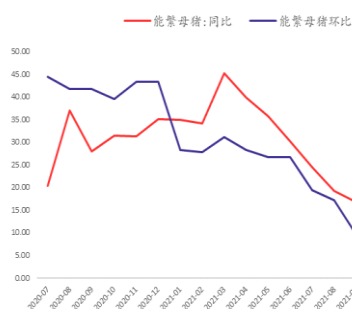
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、猪肉和蔬菜价格

2018-2022 年猪周期已经运行接近尾声，生猪价格处于低位，春节期间价格出现下行。能繁母猪存栏下行，生猪去产能继续，随着去产能的进行，生猪价格逐步震荡回升。

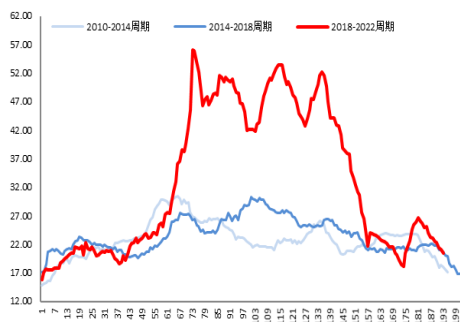
2 月份猪肉供给增加，但需求仍然不够理想。生猪市场消费低迷，生猪价格继续回落。生猪价格已经回落至历史低位，预计下半年生猪价格回升。3 月份预计猪肉价格可能震荡。

图 4：母猪存栏增速（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

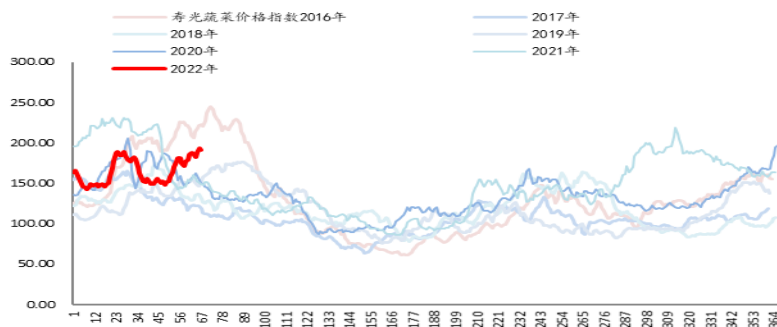
图 5：三轮猪周期生猪价格对比（元/公斤）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大。2 月中旬出现了全国雨雪天气，蔬菜运输供应稍有不畅，价格快速上行。3 月前 9 天蔬菜价格仍然没有下行，蔬菜价格超过历史价格，预计 3 月下旬出现回落。

图 6：蔬菜价格指数回升（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

## 三、全年通胀预期上行

2 月份 CPI 环比上行，是由食品价格和非食品价格共同带动的。2 月份有雨雪天气，蔬菜价格随之走高，生猪出栏较多，但需求低迷，尤其是疫情限制，需求雪上加霜。2 月份原油价格受地缘政治影响快速跳升，同时带动其他能源和大宗商品价格上行，上游价格再次挤压下游价格。2 月份核心 CPI 环比上行，同比平稳。

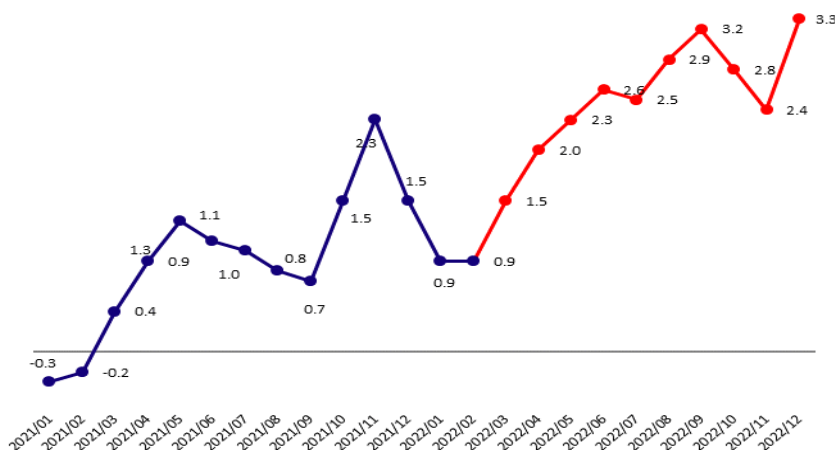
我国消费恢复速度较慢，人员工资增速缓慢，加上对新冠疫情的严控，已经严重影响了消费的增长，我国通胀仍然处于较低的水平。上中游原材料价格的上行以及人工成本的缓慢上行推动了 CPI 平稳上行，我国 CPI 水平会在 2022 年上行。

工业品价格向消费品传导持续进行，虽然消费者很难接受价格上行，但成本上行过快使得下游消费品行业面临价格上涨的压力。继 12 月家用电器价格上行后，2 月份继续走高。农产品价格上行也是可以预期的，居民消费价格会被动上行。

输入性通胀可能性相当大，我国现阶段面临有效需求不足、新冠疫情干扰以及通胀走高的风险。随着通胀走高，央行的政策空间在逐步减少。稳增长措施如果不够果断，那么通胀上行会受到更多关注，滞胀风险隐现。稳增长措施上半年如果推进缓慢，当下半年通胀走高的时候，货币政策压力显现。上半年通胀上行水平仍然可以承受时，继续的货币宽松仍然是需要的。

2022 年 3 月份翘尾影响 1.4%，预计新涨价因素小幅上行，CPI 同比增速约在 1.5% 左右。预计 2022 年全年 CPI 增速 2.3%-2.5%，2022 年 3-4 季度 CPI 可能超过 3%。

图 7：2021-2022 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 四、PPI 未来逐步回落

工业生产者价格 (PPI) 同比涨幅缩小，生产资料环比回落。2 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比 8.8%，环比回升 0.5%。2022 年翘尾水平预计 6.3% 左右，翘尾水平逐步走低。上游能源上涨上半年受到地缘政治的影响上行，PPI 环比回升，但大宗商品总体处于高位，PPI 环比上行速度弱于去年。2021 年 PPI 水平预计在 6.7% 左右。

2 月份 PPI 环比上行，黑色产业链商品出厂价格回升，原油价格上涨，其产业链相关产品价格上行：(1) 国际原油价格上行带动国内石油及相关产业价格走高；布伦特和 WTI 原油期货价格 2 月份分别上行 9.9% 和 10.4%；石油开采业价格上行 13.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业产品价格上行 5.0%，化学原料和化学制品制造业价格上行 1.0%；(2) 我国煤炭价格重新上行，1 月份动力煤期货价格上行 10.5%，但煤炭出厂价格仍然受到一定程度的管制；煤炭开采

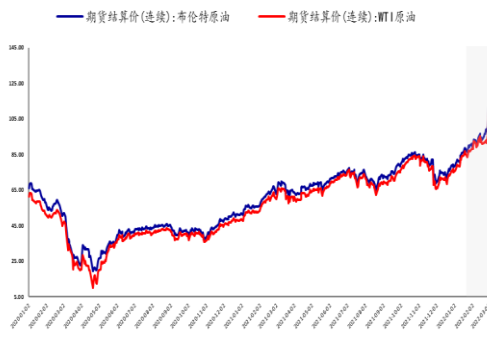
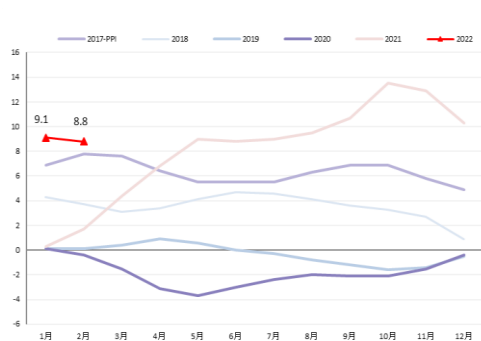
和洗选业价格下行 2.4%，黑色金属采矿业上行 5.0%，有色金属冶炼上行 2.0%；(3) 消费类行业稍有回升，食品制造业上行 0.2%。

3 月份基数水平继续下行，环比可能继续上行，我国 PPI 可能出现反弹：(1) 能源价格大幅走高，并且一段时间维持高位。3 月份能源价格继续上行，带动相关产品价格走高；(2) 生产成本上行，生产低位平衡，价格向终端转移；(3) 物流阻塞得到缓解，以反应大宗商品运输为主的 BDI 回升，预示着未来 PPI 下滑趋缓。

预计 3 月份 PPI 环比小幅回升，3 月份 PPI 翘尾水平 7.2%，预计 PPI 水平在 9.0% 左右。2022 年 PPI 前高后低，全年预计在 6% 左右，受到基数影响，PPI 在 4 季度是低点。

图 8：2 月份 PPI 同比回落 (%)

图 9：原油期货价格上行 (美元/桶)

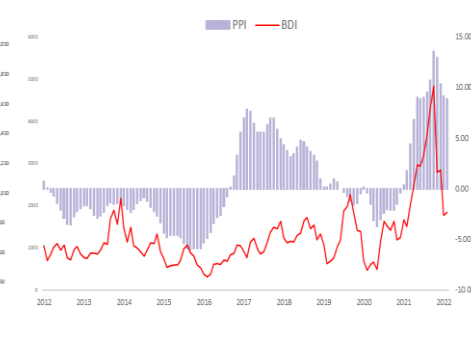


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)

图 11：物流指数回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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\\_39256](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39256)

