

2 月物价数据简评

PPI 环比由跌转涨

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@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 2 月 CPI 同比 0.9%，PPI 同比为 8.8%。

平安观点：

- 2 月 CPI 同比持平，环比上行幅度弱于季节性规律；剔除食品和能源的核心 CPI 同比回落 0.1 个百分点。食品与服务消费相关分项的环比变化弱于季节性规律；工业消费品相关项目则受油价推动超季节性上行，二者抵消之下，CPI 环比偏弱，而同比增速持平。具体来看：一是，食品烟酒分项环比上行弱于季节性，主因猪肉价格大跌，鲜菜、鲜果和水产品涨幅弱于季节性。二是，服务消费相关的娱乐文教、医疗保健、家庭服务、其他用品及服务等相关分项弱于季节性规律。节后务工人员陆续返程增加服务的供给，而国内疫情多点扩散继续压制着服务消费的需求。三是，工业消费品上行强于季节性规律，主因油价上行带动交通工具用燃料环比上涨 6.1%，远超季节性规律。在大宗商品价格持续高位下，家用器具环比上涨 1.1%，PPI 存在向 CPI 传导的迹象。
- 2 月 PPI 同比 8.8%，自历史高位连续第 4 个月回落；环比上涨 0.5%，由跌转涨。一方面，国际油价、黑色及有色金属价格大涨，带动石化产业链与金属相关行业增速上行。另一方面，国内煤炭、非金属矿物等行业价格下跌速度趋缓。受此影响，2 月 PPI 同比仅回落 0.3 个百分点，较上月 1.3 个百分点的回落速度显著放缓。具体看：1) 生产资料中，采掘、原材料、加工工业价格环比纷纷上行。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重又边际增强。2) 生活资料中，食品价格与一般日用品两项必需消费环比上行，衣着与耐用消费品为代表的可选消费环比下跌，侧面体现消费需求疲弱。生活资料各分项的涨价幅度都远低于上游生产资料，下游行业毛利率仍受挤压。
- 结构性通胀风险升温，对货币政策的约束边际增强：1) CPI 方面，基于 3-5 月猪肉价格淡季深度调整的预判，即便期间原油价格突破 150 美元/桶，CPI 的同比增速也较难超出 2%，上行幅度相对温和。但下半年猪肉价格大概率开始反弹，届时如油价仍在高位，CPI 破“3”风险不小。2) PPI 方面，3-5 月的 PPI 同比受翘尾因素影响趋于下行，但其环比增速大概率延续正向贡献；极端情形下，新涨价因素可能导致 6、7 月份的 PPI 同比增速可能拐头上行。我们认为，尽管通胀目前还不是“紧约束”，但结构性通胀风险仍不容小觑，对货币政策的约束边际增强。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，再贷款、再贴现的定向支持可期。当然，若后续经济减速风险偏大，且国际地缘政治冲突事件缓和，政策利率仍有微调的可能性。

一、“猪油”错位，CPI 同比持平

2022 年 2 月 CPI 上涨 0.9%，涨幅与上月持平。其中，CPI 食品项同比相比上月进一步下滑 0.1 个百分点至 -3.9%；非食品项同比 2.1%，相比上月提升 0.1 个百分点；剔除食品和能源的核心 CPI 同比上行 1.1%，相比上月回落 0.1 个百分点。**1 月 CPI 环比上行 0.6%，幅度弱于季节性规律。**分项目看，食品与服务消费相关分项的环比变化弱于季节性规律；工业消费品相关项目则受油价推动超季节性上行，二者抵消之下，CPI 环比偏弱，而同比增速持平。具体来看：

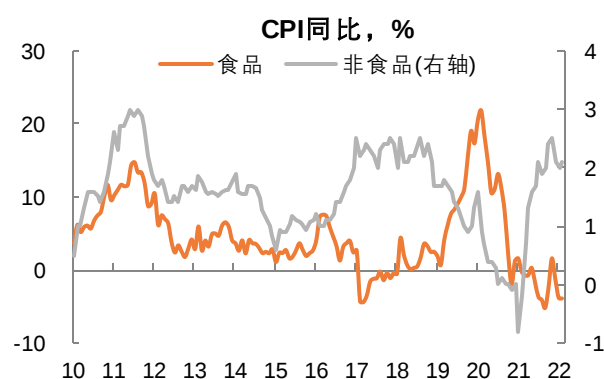
一是，食品烟酒分项的环比上行弱于季节性规律。**1) 猪肉价格环比下跌，而季节性规律趋于上行。**2 月 CPI 猪肉分项环比下跌 4.6%，反季节性规律大幅下行。高频数据显示，2 月以来的猪肉批发价开始加速下跌，主因当前生猪供给整体仍处过剩状态，而春节后猪肉需求也将步入淡季，预计未来一季度猪肉价格将再度探底。往后看，基于对 2021 年 7 月以来能繁母猪存栏去化情况的观察，预计 2022 年中猪肉价格将有所反弹，但幅度仍需观察。**2) 鲜菜、鲜果和水产品价格环比上涨，但弱于季节性规律。**春节效应影响下，鲜菜、鲜果和水产品分别环比上行 6%、3% 和 4.8%，但幅度分别低于季节性规律 5.6、3.1 和 0.6 个百分点。

二是，服务消费相关分项弱于季节性规律。CPI 服务价格环比持平，弱于 0.4% 的季节性规律。节后务工人员陆续返程增加服务的供给，而国内疫情多点扩散继续压制着服务消费的需求。**具体看：1) 生活用品及服务中的家庭服务分项环比下行，直接拖累 CPI 增速。2) 娱乐文教、医疗保健分项及其他用品及服务分项环比上行幅度均弱于季节性规律。**

三是，工业消费品上行强于季节性规律，主因油价上行助推。工业消费品价格由上月持平转为上涨 0.8%。**具体看：1) 交通工具用燃料环比上涨 6.1%，远超季节性规律。**国际油价上涨推动下，国内成品油在 1 月 30 日、2 月 18 日继续调升，汽油、柴油出厂价环比上涨了 6.1%、6.7%，推动 CPI 交通工具用燃料分项上行。**2) 家用器具环比上涨 1.1%，**大宗商品价格持续高位下，PPI 存在向 CPI 传导的迹象。

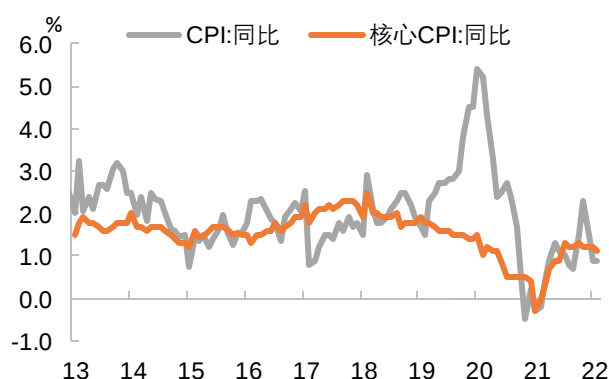
往后看，“猪油”错位之下，3-5 月 CPI 上行幅度或较温和。但如下半年油价持续高位，CPI 破“3”风险仍存。短期看，未来一季度生猪供需失衡格局延续，猪肉价格在淡季面临较大的调整压力。基于对 3-5 月淡季猪肉价格的深度调整的预判，即便期间原油价格突破 150 美元/桶，CPI 的同比增速也较难超出 2%，上行幅度相对温和。自 6 月起，低基数与猪肉价格上涨开启将带动 CPI 加速上行，9 月或运行至 2.8% 左右，如油价此时仍在 120 美元/桶附近，或蔬果价格出现如 2021 年四季度的大幅波动，9 月的 CPI 同比增速可能突破 3%。

图表1 2 月 CPI 食品项下行，而非食品项上行



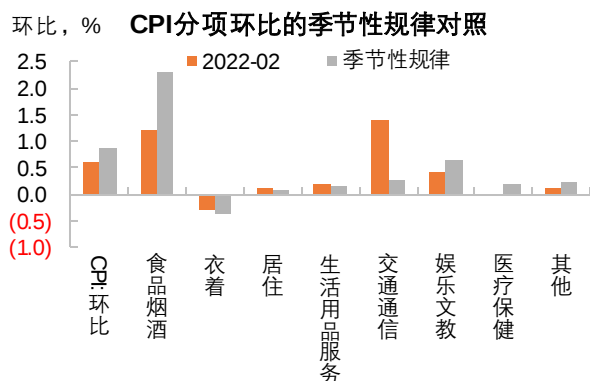
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 2 月核心 CPI 同比相比上月下行 0.1 个百分点



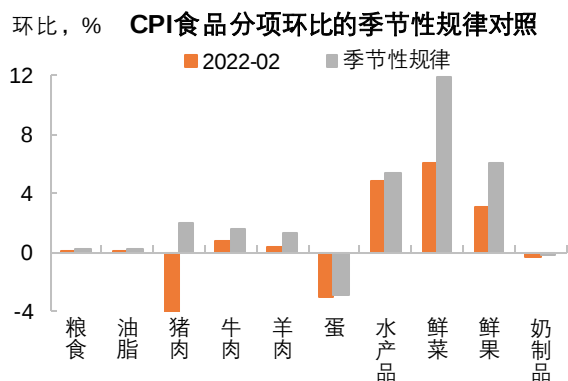
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 2月食品烟酒分项拖累CPI环比弱于季节性



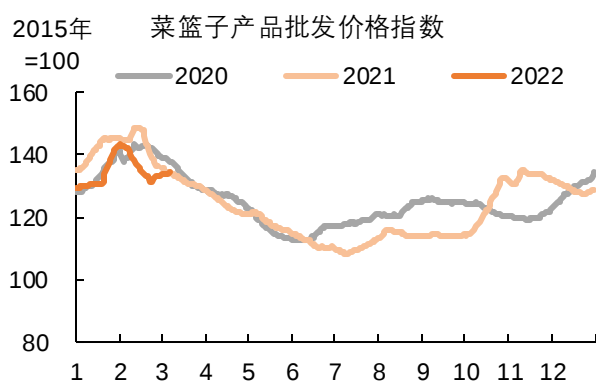
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 猪肉、鸡蛋价格环比大幅下行拖累CPI食品分项



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 2月以来蔬菜批发价指数值低于过去两年同期



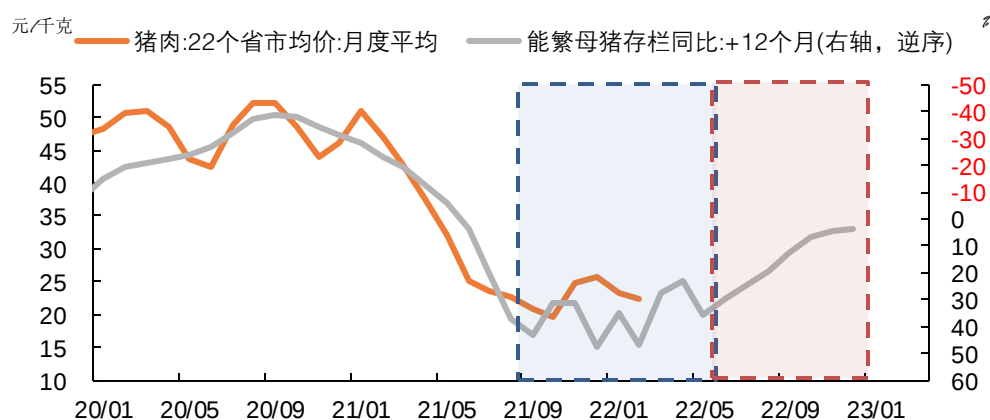
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 2月以来猪肉批发价加速下跌, 已接近2021年10月低点



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 能繁母猪存栏变化预示2022年中猪肉价格有望反弹



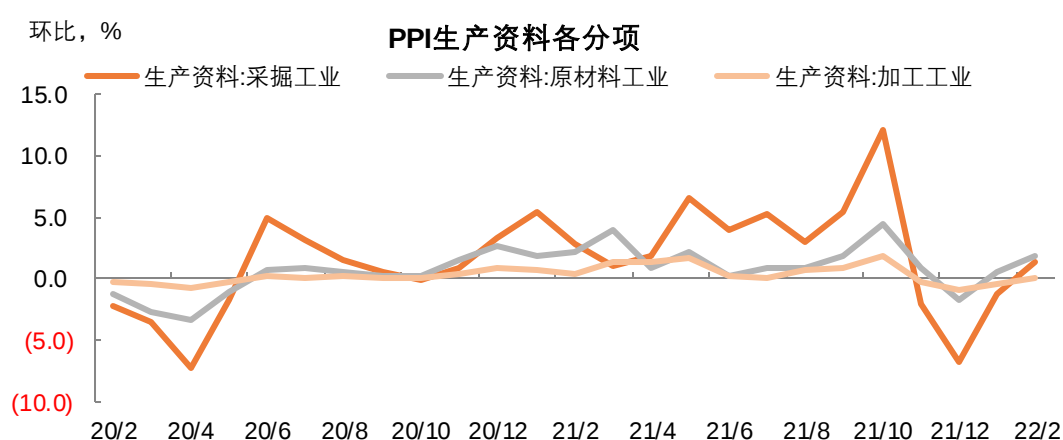
资料来源: iFinD, 平安证券研究所

二、PPI 环比由跌转涨

2月 PPI 同比读数 8.8%，自历史高位连续 4 个月回落；环比上涨 0.5%，而上月下降了 0.2%。其中，生产资料、生活资料价格环比分别上涨 0.7%、0.1%。石化产业链、黑色及有色金属行业价格环比上行，推动 2 月 PPI 环比回升。煤炭开采、水泥为代表的非金属矿采业价格环比跌幅收窄。

生产资料中，采掘、原材料、加工工业价格环比分别上涨 1.3%、0.9%、0.1%。采掘工业的 PPI 环比上行主要受石油天然气开采、黑色与有色金属矿采业价格上涨拉动。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 环比由跌转涨意味着，生产资料价格向生活资料价格的传导重又边际增强。

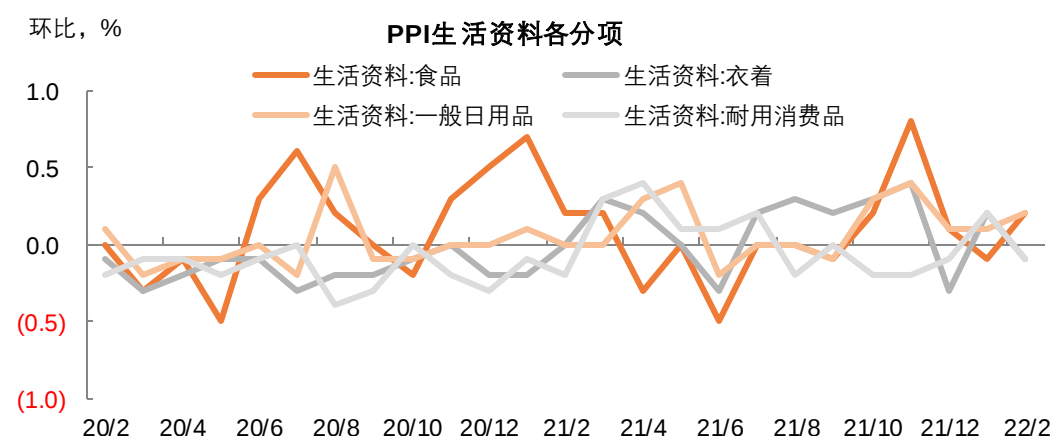
图表8 2月 PPI 生产资料各分项全部上行



资料来源: Wind、平安证券研究所

生活资料 PPI 环比涨跌互现。其中，食品价格与一般日用品环比分别上涨 0.2%，衣着与耐用消费品价格环比分别下跌 0.1%。尽管可选消费与必需消费品的价格传导能力不同，但其涨价幅度都远低于上游生产资料，毛利率仍受挤压。如我们前文所述，CPI 中与 PPI 相关的家用器具分项 2 月环比提价，或也是成本压力过大下的无奈之举。

图表9 2月 PPI 生活资料分项环比涨跌互现

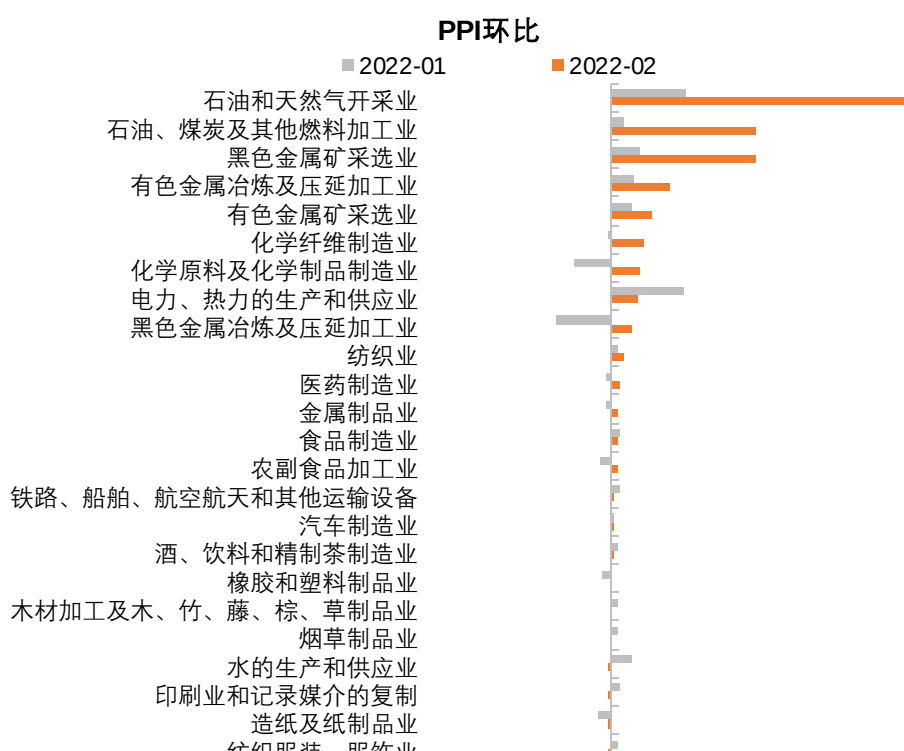


资料来源: Wind、平安证券研究所

从分行业的绝对水平来看，2月 PPI 环比涨幅较高的行业集中于石化、有色及黑色金属相关板块：**1) 石化**：国际原油价格续涨，自 2021 年 12 月至 2022 年 2 月布油累计涨幅高达 41.7%，带动产业链下游的石油加工、化学原料及化学制品等行业价格上行。**2) 有色金属**：2 月具有代表性的 LME 铜、LME 铝价格分别上涨 3.7%、12.4%，带动有色相关矿选及加工行业价格大涨。尽管 2 月人民币再度强势升值，抵消了一部分输入性通胀压力，但国内相关商品价格的上行幅度依然不小。**3) 黑色金属**：从统计局公布的流通领域重要生产资料市场价格看，螺纹钢、普通中板、无缝钢管等黑色金属制品 2 月环比分别上涨 0.9%、1.8%、2.3%，或因春节叠加冬奥会影响，唐山等区域高炉开工率偏低，相关产品供给偏弱。**2 月 PPI 环比跌幅较大的行业**主要是煤炭开采、非金属矿物制品两行业。动力煤“保供稳价”措施持续发力，且钢铁高炉开工率偏低，对焦焦炭的需求不大，2 月“煤炭三兄弟”现货价格相对平稳。非金属矿物制品中的水泥消费处于淡季，价格随动力煤价格的回落也逐步回归正常中枢。

PPI 环比由跌转涨主要有两方面原因：一方面是国际油价、黑色及有色金属价格大涨，带动石化产业链与金属相关行业增速上行；另一方面是国内煤炭、非金属矿物等行业价格下跌速度趋缓。受此影响，2 月 PPI 同比仅回落 0.3 个百分点，较上月 1.3 个百分点的回落速度显著放缓。

图表10 石化产业链、黑色及有色金属行业价格环比上行，推动 2 月 PPI 环比回升



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_39260

