

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

疫情与超预期的通胀

2022年4月11日

摘要:

- **疫情推动 CPI 涨幅超预期。**3月CPI上涨1.5%，涨幅比上月扩大0.6个百分点。本期CPI同比涨幅超市场预期主要有两个原因。一是3月以来多地疫情防控措施收紧，囤货需求高涨与供货不足导致食品价格涨幅高于季节性。3月以来，多地实行封控措施，引发了居民囤积物资的需求，但另一方面道路运输受阻、物流环节不畅致使物资供给出现紧缺。此消彼长之下，可以看到3月28种重点蔬菜价格明显高于往年。二是地缘冲突持续，推升能源价格以及部分农产品价格。受俄乌局势影响，国际原油价格高位震荡。另外，俄乌双方均为粮食出口大国。3月国际小麦、玉米和大豆价格上涨，带动国内农产品价格上行。需要注意的是，本期CPI超预期的背后是价格结构性的分化。在疫情封控的影响下，接触性、社交性消费受到抑制。核心CPI本期环比与上期持平，表明居民需求偏弱的情况尚未改善。
- **输入性通胀，叠加基建发力，PPI 环比上行。**输入性通胀方面，国内石油、有色金属等相关行业价格继续上涨，合计影响PPI上涨约0.77个百分点，占总涨幅的七成。基建投资逐步发力，建筑材料价格有所回暖。下游消费品价格分化。总体来看，在中上游原材料价格抬升的情况下，下游企业的生存状况依然不佳。
- **疫情封控与结构性通胀下，纾困政策亟需出台。**涉疫地区封控的政策下，结构性通胀直接影响居民的“钱袋子”。由于奥密克戎病毒BA.2变异株的高传染性，截至4月11日，全国已有18个高风险地区 and 244个低风险地区。如前文所述，封控管理会引发居民囤积物资的行为，再加上俄乌战争推动部分农产品价格上升，食品价格大概率延续超季节性上涨。另一方面，疫情防控冲击企业生产，进而对居民收入造成负面影响。疫情防控以及物流受阻对部分企业生产形成压力。根据第一财经的报道，多家上市公司表示疫情发生地的相关工作受到一定影响，疫情管控措施甚至可能导致部分公司工厂停工停产。企业营收的下降可能会传导至员工，对个人及家庭收入形成挤压。针对企业，政策应制定疫情管控中受损市场主体的补偿措施，如减税降费、减免房屋租金、鼓励金融机构积极开展各项金融支持措施，保住企业的现金流。针对居民，在抓好保供的基础上向中低收入人群提供补助，如发放消费券、消费补贴等形式，促进消费复苏。
- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。



目录

一、疫情推动 CPI 涨幅超预期.....	3
二、输入性通胀，叠加基建发力，PPI 环比上行.....	5
三、疫情封控与结构性通胀下，纾困政策亟需出台.....	6
风险因素.....	8

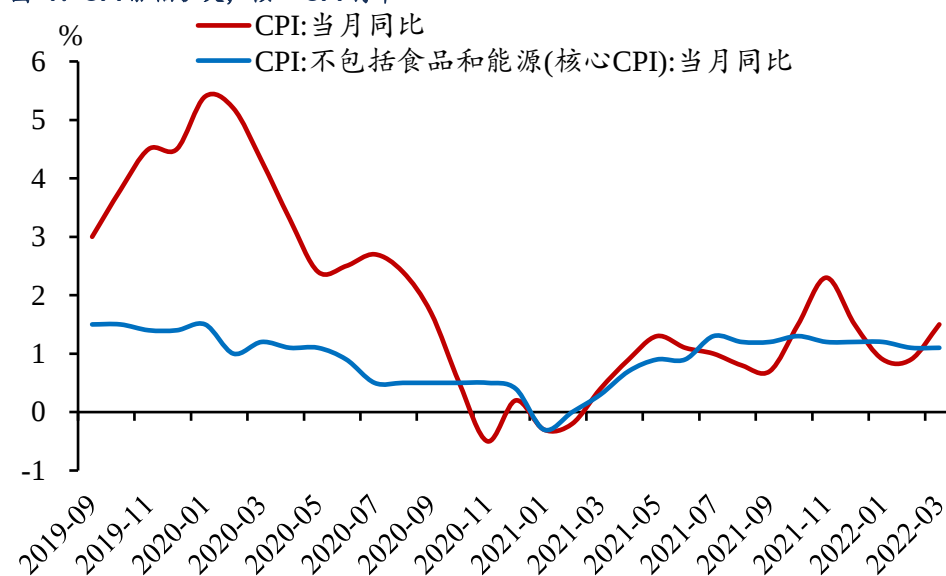
图目录

图 1: CPI 涨幅扩大，核心 CPI 持平.....	3
图 2: 环比来看，CPI 八大分项有五项高于季节性水平.....	3
图 3: 3 月 28 种重点蔬菜价格高于往年水平.....	4
图 4: 上海、吉林、广东的货运流量指数骤降.....	4
图 5: 国际农产品价格上涨.....	5
图 6: PPI 同比延续下降趋势.....	5
图 7: 中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅.....	6
图 8: 居民各类收入增速未回到疫情前水平.....	7
图 9: 2022 年一季度居民消费倾向下降.....	7

一、疫情推动 CPI 涨幅超预期

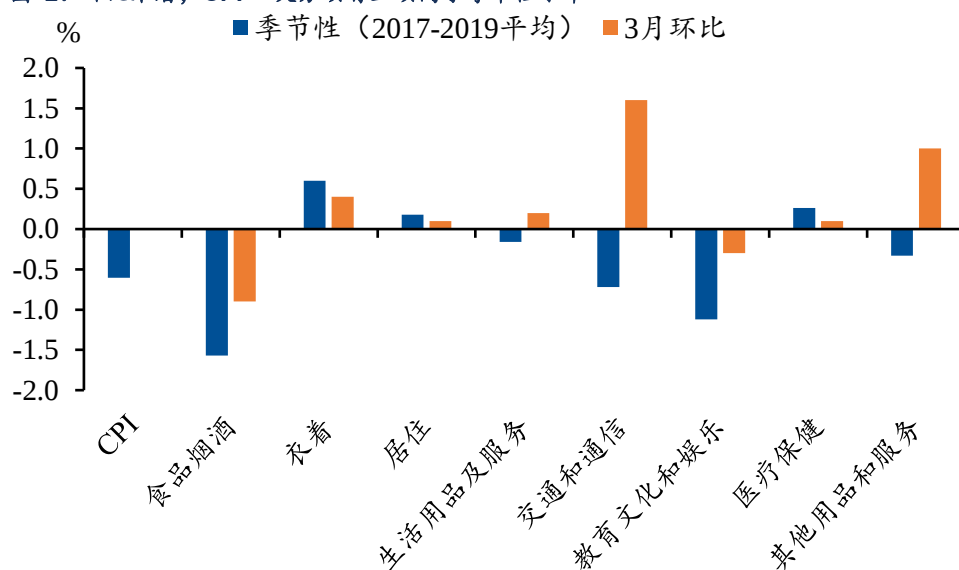
CPI 同比涨幅扩大。3 月 CPI 上涨 1.5%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。去年价格变动的翘尾影响约为 0.4 个百分点，新涨价影响约为 1.1 个百分点。从环比看，CPI 由上月上涨 0.6% 转为持平。

图 1：CPI 涨幅扩大，核心 CPI 持平



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2：环比来看，CPI 八大分项有五项目高于季节性水平

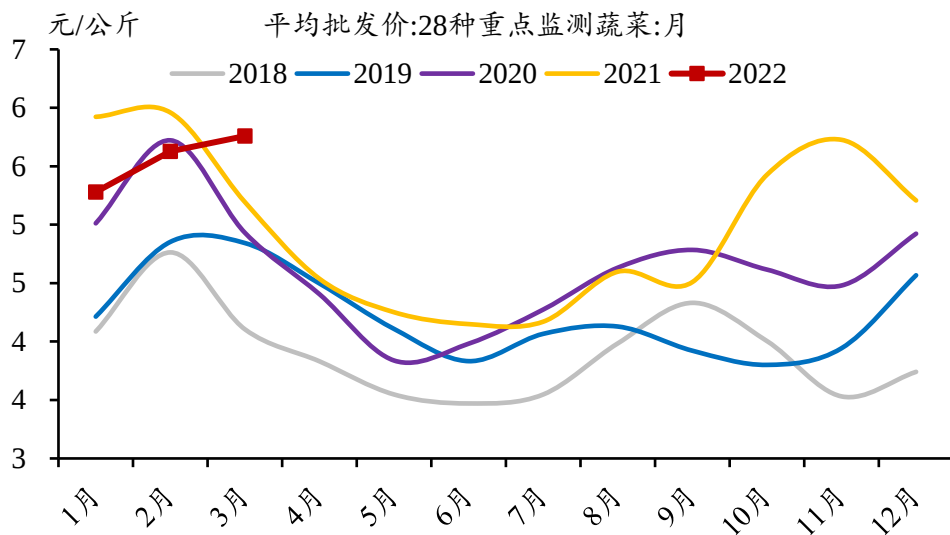


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

本期 CPI 同比涨幅超市场预期主要有两个原因。

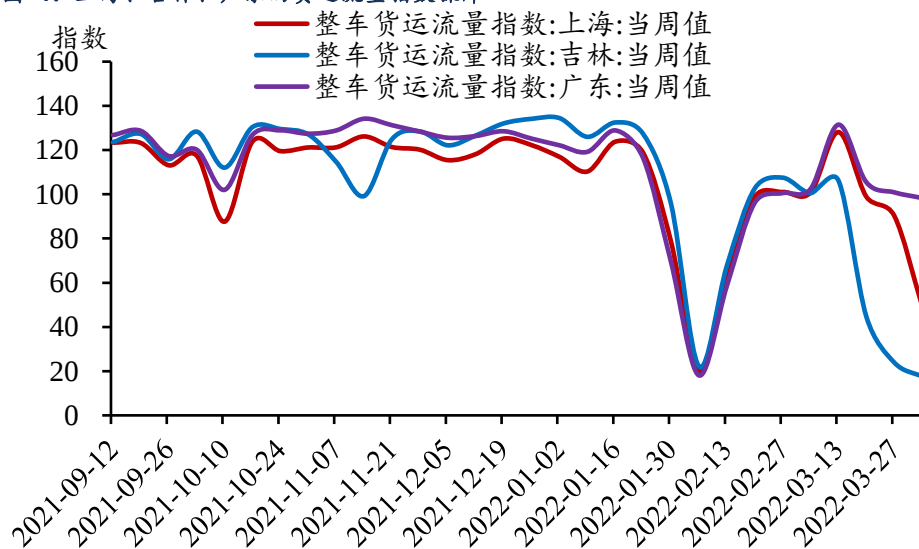
一是 3 月以来多地疫情防控措施收紧，囤货需求高涨与供货不足导致食品价格涨幅高于季节性。3 月食品价格由上月上涨 1.4% 转为下降 1.2%。在春节过后需求降温的规律下，食品价格一般会在 3 月迎来大幅的下跌。但本期食品价格的下降幅度要显著小于往年的水平。3 月以来，长春、深圳、上海等多地实行封控措施，引发了居民囤积物资的需求，但另一方面道路运输受阻、物流环节不畅致使物资供给出现紧缺。此消彼长之下，3 月 28 种重点蔬菜价格明显高于往年。

图 3：3 月 28 种重点蔬菜价格高于往年水平



资料来源:万得, 信达证券研发中心

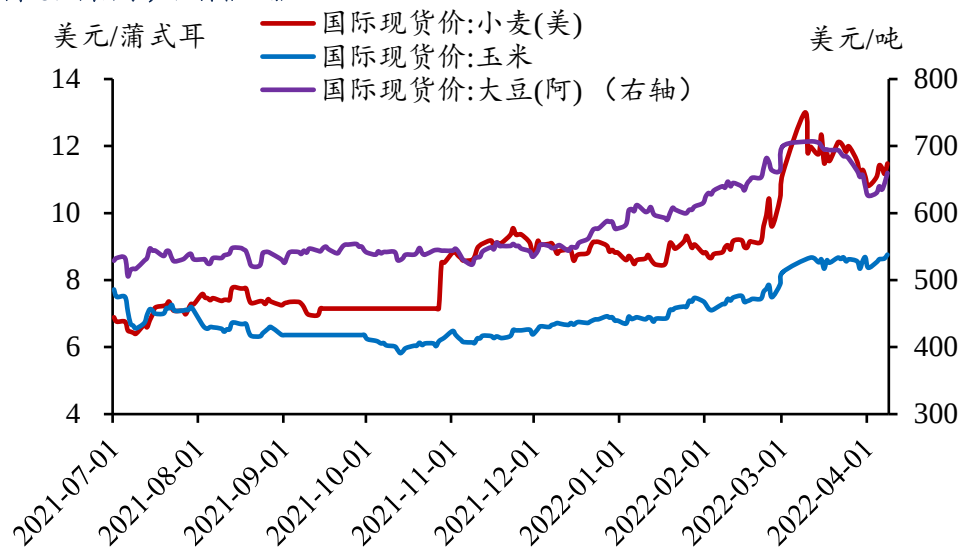
图 4：上海、吉林、广东的货运流量指数骤降



资料来源:万得, 信达证券研发中心

二是地缘冲突持续，推升能源价格以及部分农产品价格。受俄乌局势影响，国际原油价格高位震荡，3 月布伦特原油价格较上月上涨 21.0%。国内汽油、柴油和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，交通通信分项环比上涨 1.6%。另外，俄乌双方均为粮食出口大国。3 月国际小麦、玉米和大豆月均价格分别上涨 27.6%、15.0%、5.6%，带动国内农产品价格上行。

图 5：国际农产品价格上涨



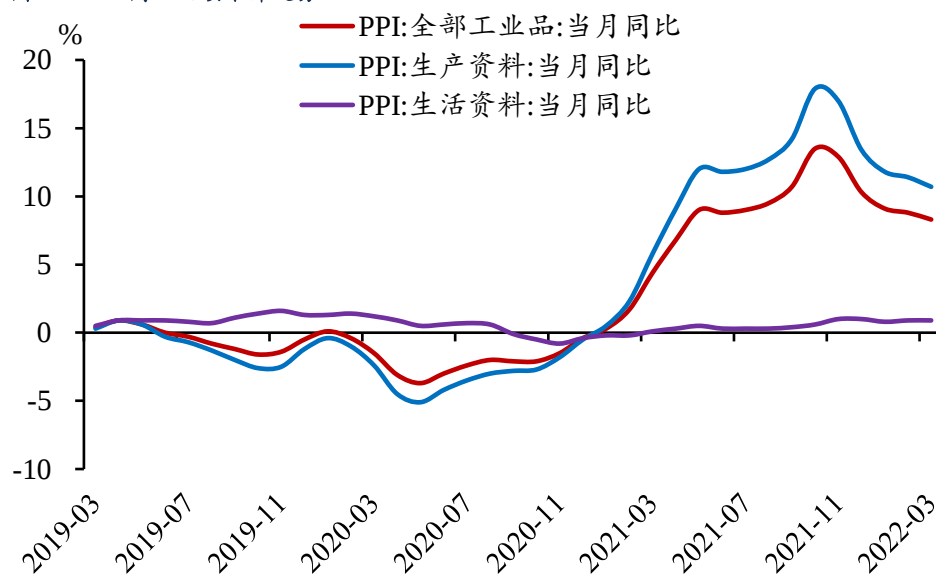
资料来源:万得, 信达证券研发中心

另一方面, 居民需求偏弱的情况尚未改善。本期 CPI 超预期的背后是价格结构性的分化。在疫情封控的影响下, 接触性、社交性消费受到抑制。服务价格由上月持平转为下降 0.2%, 飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费和旅游价格分别下降 10.0%、7.6%、3.5%和 2.6%。核心 CPI 本期环比与上期持平, 表明居民需求偏弱的情况尚未改善。

二、输入性通胀, 叠加基建发力, PPI 环比上行

PPI 环比连续两个月上行。PPI 上涨 8.3%, 涨幅比上月回落 0.5 个百分点。其中, 生产资料价格上涨 10.7%, 涨幅回落 0.7 个百分点; 生活资料价格上涨 0.9%, 涨幅与上月相同。从环比看, 生产资料价格上涨 1.4%, 涨幅扩大 0.7 个百分点; 生活资料价格上涨 0.2%, 涨幅扩大 0.1 个百分点。

图 6：PPI 同比延续下降趋势

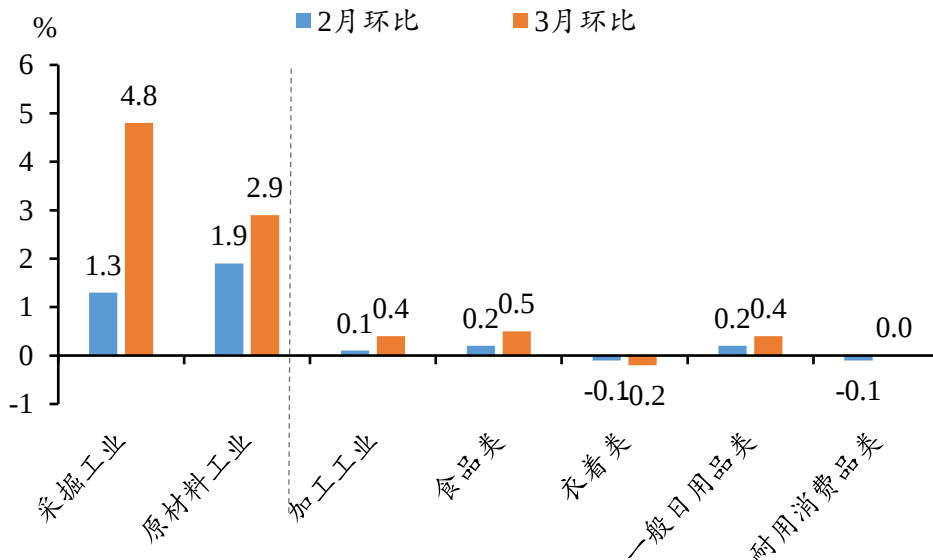


资料来源:万得, 信达证券研发中心

输入性通胀，叠加基建发力，中上游 PPI 环比涨幅扩大。PPI 采掘工业环比增长 4.8%，上月为 1.3%，原材料工业环比 2.9%，涨幅较上月扩大 1 个百分点。输入性通胀方面，国内石油、有色金属等相关行业价格继续上涨。其中石油和天然气开采业价格上涨 14.1%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 7.9%，化学纤维制造业价格上涨 2.0%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 1.8%；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.7%。上述行业合计影响 PPI 上涨约 0.77 个百分点，占总涨幅的七成。基建投资逐步发力，建筑材料价格有所回暖。黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 1.4%，上期为上涨 0.7%；非金属矿物制造业环比下降 0.2%，降幅缩窄 0.8 个百分点。

下游价格的传导有所加快。代表下游制造业的 PPI 加工工业环比上涨 0.4%，涨幅较上月回升 0.3 个百分点。下游消费品价格分化。食品类与一般日用品类价格环比分别上涨 0.5%、0.4%，对应 CPI 中的食品分项与生活用品，也就是说，这两项的价格上涨来源于疫情下居民的短期囤货需求。而衣着、耐用消费品价格没有出现上涨。总体来看，在中上游原材料价格抬升的情况下，下游企业的生存状况依然不佳。

图 7：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅



资料来源：万得，信达证券研发中心

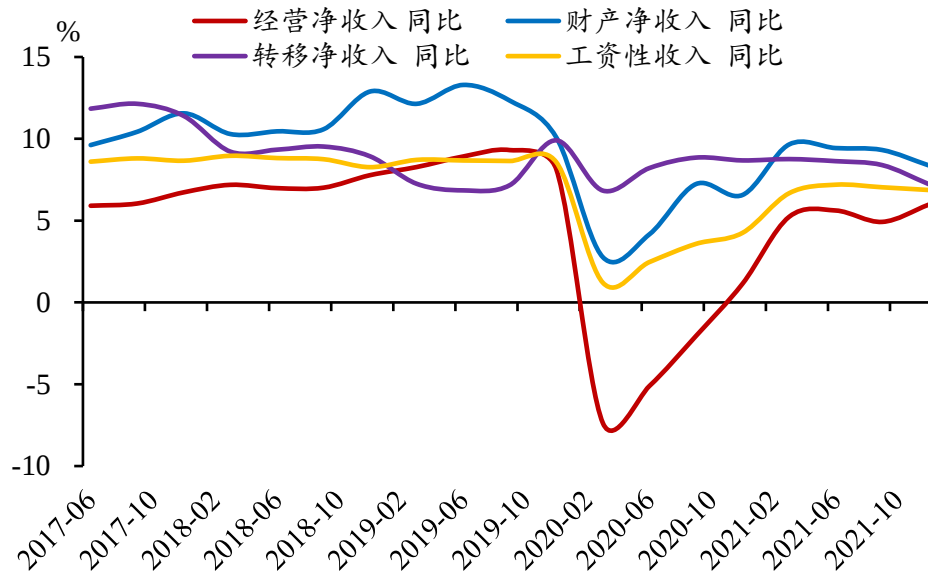
三、疫情封控与结构性通胀下，纾困政策亟需出台

涉疫地区封控的政策下，结构性通胀直接影响居民的“钱袋子”。由于奥密克戎病毒 BA.2 变异株的高传染性，截至 4 月 11 日，全国已有 18 个高风险地区 and 244 个低风险地区。在动态清零的大方针下，对涉疫地区将持续采取封控管理。如前文所述，封控管理会引发居民囤积物资的行为，再加上俄乌战争推动部分农产品价格上升，食品价格大概率延续超季节性上涨。

另一方面，疫情防控冲击企业生产，进而对居民收入造成负面影响。疫情防控以及物流受阻对部分企业生产形成压力。根据第一财经的报道，多家上市公司表示疫情发生地的相关工作受到一定影响，疫情管控措施甚至可能导致部分公司工厂停工停产。例如 4 月 9 日，蔚来发布说明称，受疫情影响，蔚来整车生产已经暂停；长城汽车在近期表示，多家零部件供应商受到波及，导致工厂产能受限。企业营收的下降可能会传导至员工，对个人及家庭收入形成挤压。



图 8：居民各类收入增速未回到疫情前水平

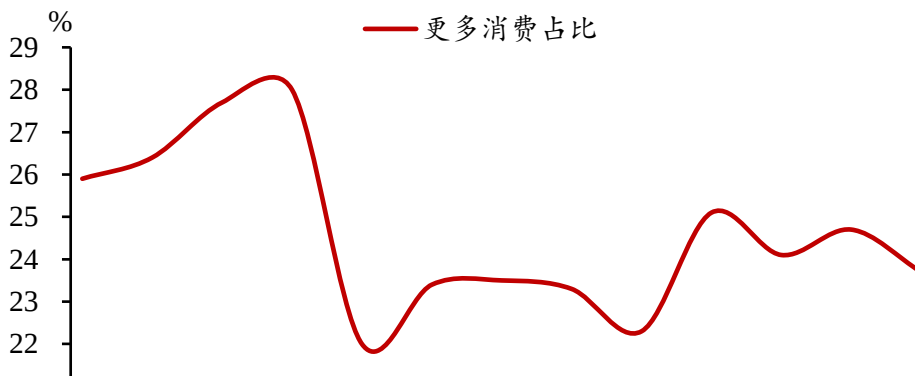


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

注释: 2021 年为两年平均增速。

疫情封控与结构性通胀下，纾困政策亟需出台。针对企业，政策应制定疫情管控中受损市场主体的补偿措施，如减税降费、减免房屋租金、鼓励金融机构积极开展各项金融支持措施，保住企业的现金流。针对居民，在抓好保供的基础上向中低收入人群提供补助，如发放消费券、消费补贴等形式，促进消费复苏。

图 9：2022 年一季度居民消费倾向下降



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_40109

