

## 我们正在经历“最复杂”的通胀时刻

2022年4月11日

2022年4月11日统计局公布了通胀数据。3月通胀全面超市场预期，不论是PPI还是CPI，甚至是之前一直持续低迷的服务项目价格，3月也有超季节性表现。

2月底以来，当下中国，乃至全球正在经历一场最为复杂的通胀时期。何为复杂的通胀周期？主要看三点。

### ➤ 第一，美联储不惜一切代价，以超预期加息和缩表应对通胀。

3月17日（北京时间），美联储开始了本轮抗通胀的首次加息，加息幅度尚温和，一次加息25bp。然而今年以来，美国面临濒临失控的通胀，为阻断通胀螺旋机制，美联储在当下及未来一段时间，开启前所未见的货币收紧。

二季度美联储犹豫的不再是“加息25亦或加息50bp”，而是加息几次50bp。与此同时，二季度还将以最大的速度推进缩表。不难理解近期美债利率迅速走高，并在今年完成了历史少见的中美利差倒挂（10年期国债）。

**当前通胀之所以复杂，并不完全因为通胀读数高低，而更在于美联储对通胀的反应非常特殊。**

### ➤ 第二，短期内无法判断供给约束走向，上游大宗价格维持高位震荡。

2月以来俄乌冲突驱动原油、有色、粮食等大宗价格上涨。3月通胀数据对此反映淋漓尽致。以中国PPI为例，3月能源、有色金属共计解释70%的PPI环比涨幅。

欧美海外发达经济体已逐步放开疫情管控，海外经济体的生产、需求，尤其是出行需求快速释放。这本身会带动原油等大宗价格表现出极强的环比动能。而俄乌冲突再度加深上游原油、有色等价格。

**近期上游价格走势仍受俄乌影响。然而市场尚且无法充分判断俄乌冲突进展，这也意味着近期上游通胀大概率高位震荡。**

### ➤ 第三，3月国内疫情推高消费价格，国内隐现“滞胀”压力。

2021年中美两国货币政策反向，国内政策收敛，美国政策宽松。这一过程中，国内需求收缩，海外需求扩张，需求层面呈现典型的“外热内冷”，对应在价格层面，上下游价格极度分化。

### 3月国内疫情扩散，疫情对经济影响主要体现在投资和消费两大板块。

一则国内定程度较高的非金属建材，其PPI反而连续三个月回落，描述基建和地产投资暂时受到影响；二则高频数据显示当前国内居民消费承压，此外建材、纺织等行业价格同步显示国内需求偏弱。

然而3月通胀数据显现出非常有趣的特征，国内经济似乎从单纯的“滞”，略有走向“滞胀”的苗头。

高频和通胀数据显示，本轮疫情对经济的影响，不只单纯压制需求。更深刻的影响在于疫情冲击本土供应链，进而在国内层面开启了“微滞胀”。这显然不是一个好迹象。

### ➤ 面对如此复杂的通胀，未来政策将如何破局？

我们认为或有两个关键点。**第一，积极修复国内供应链，降低国内滞胀风险。第二，旨在打开建筑业需求的稳增长措施进一步加码。**我们曾经梳理疫中政策，发现中国有效的抗疫政策主要有两类，一类是财政，一类是地产，两大操作均指向建筑业需求扩张，以此来对冲国内需求不足。

### ➤ 风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；地缘政治超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 谢文迪

执业证书：S0100121110022

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

#### 相关研究

1、《输入型通胀的中国式应对》

# 目 录

1 内外冲击下的三月通胀.....	3
2 本期数据反映的三个特征 .....	4
3 二季度上下游通胀再修复 .....	4
4 当前通胀对经济政策的影响.....	6
5 风险提示 .....	6
插图目录 .....	7

2022年4月11日，统计局公布2022年3月物价指数。PPI同比上涨8.3%，环比上行1.1%；CPI同比上行1.5%，环比持平。

## 1 内外冲击下的三月通胀

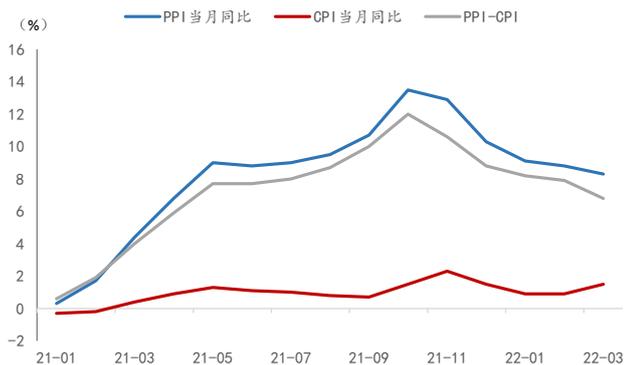
地缘政治和国内疫情主导了三月上下游物价走势。

**上游物价方面**，由于统计时点的原因，俄乌冲突引发的商品价格波动并未计入在2月物价指数当中，但是体现在3月物价当中。

本期数据中，与海外定价相关的行业出厂价格指数大幅上涨，石油和天然气开采业、石油等燃料加工业、燃气生产和供应业的出厂价格环比分别上涨14.1%、7.9%、3.7%，共计拉动PPI环比增速0.51个百分点；有色金属矿采选业、有色金属冶炼压延工业出厂价格分别环比上涨1.5%、2.7%，共计拉动PPI环比增速0.15个百分点；加上相关下游行业如化纤制造业等，共计拉动PPI环比0.79个百分点。**换言之，俄乌冲突所带动的上游价格上涨贡献了近7成的PPI环比波动。**

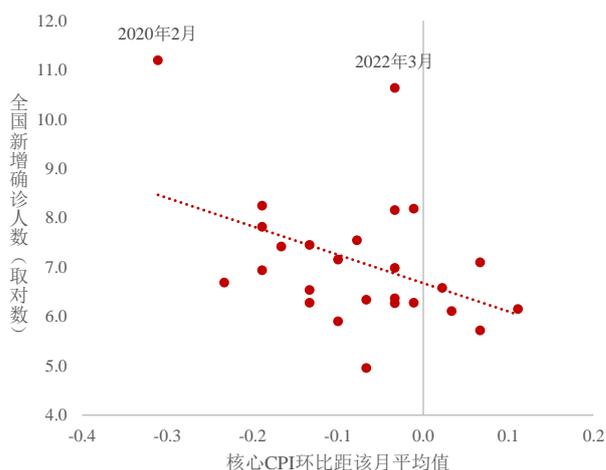
**居民物价方面**，CPI同比增速（1.5%）略超市场预期（1.3%），PPI-CPI剪刀差修复。本月的主要因素在于疫情的升温。今年3月确诊病例接近2020年2月，对消费造成了一定影响，飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费和旅游价格分别环比下降10.0%、7.6%、3.5%和2.6%，但是服务业整体价格仅环比下滑0.2%，与2012-2021年季节性走势基本一致。此外，**疫情导致鲜菜价格由上月下降0.1%转为上涨17.2%，拉动CPI同比增速0.4个百分点。**

图1：PPI和CPI同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：核心CPI与疫情的关系



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：时间覆盖2020年2月至今。

## 2 本期数据反映的三个特征

### 特征一，国内实体需求较弱。

尽管上游 PPI 增速高企，但是非金属矿物制品（主要是水泥）等出厂价格较为疲软，其出厂价格连续三个月下行（1-3 月份分别为-1.8%、-1.0%、-0.2%），反映国内建筑业需求较弱。全国疫情升温后，部分省市物流受到阻隔，工地被迫停工，这一点我们可以从建材表观消费数据中看出。

另一方面，纺织服装、造纸业等出厂价格分别录得-0.3%、-0.1%，反映与居民消费相关的行业需求不佳。

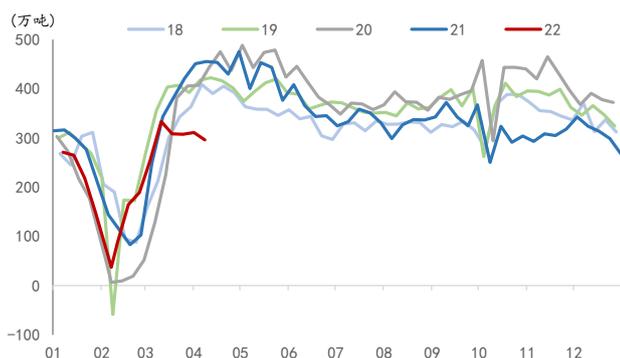
### 特征二，工业企业利润向采掘业分配。

采掘业同比增速从 2 月的 33% 反弹至 3 月的 38%，原材料工业从 2 月 17.9% 下滑至 16.7%，加工工业则从 2 月的 6.6% 下滑至 3 月的 5.7%，反映 3 月份在工业企业内部，利润向上游分配，中下游制造业盈利受损。

### 特征三，居民受到能源成本冲击。

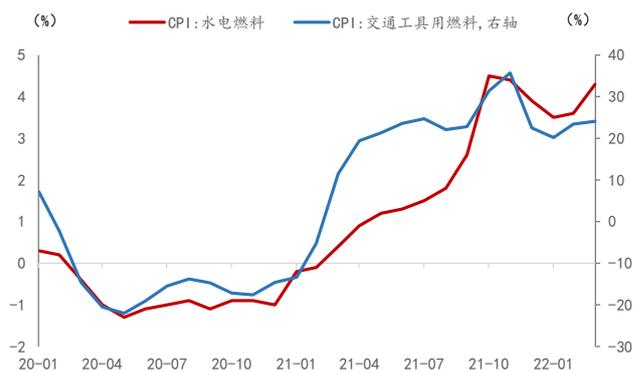
海外能源价格上涨，一方面带动与交通出行相关的汽柴油成本上行，另一方面带动居住相关的水电燃料费用价格上涨。工业消费品中，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 7.2%、7.8% 和 6.9%，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点。

图 3：螺纹消费下滑显示实体需求较弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：居民物价受到国际能源价格上涨冲击



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 3 二季度上下游通胀再修复

今年一季度通胀整体呈现的经济图景是行业利润向最上游分配，服务业持续受到抑制。我们认为，影响国内通胀的核心要点正在逐步发生变化，今年二季度的上下游通胀的结构可能将逐步修复。

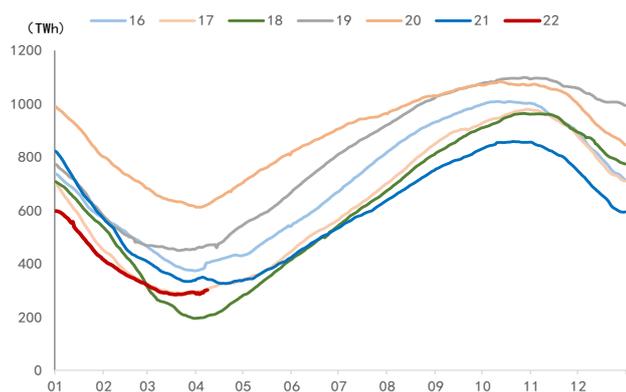
首先，驱动能源价格上涨的因素正在走弱。需求方面，北半球升温，取暖需求最旺盛的时候已经过去。供给方面，IEA 宣称要向市场投放 6000 万桶/日的战略储备库存，将在很大程度上缓解全球原油的缺口。库存方面，4 月后欧洲天然气库存已经见底，北美原油库存没有再进一步下探，国内港口煤炭库存也开始季节性上行，全球能源最紧张的时候已经阶段性过去。

其次，地缘政治方面，虽然我们无法知晓俄乌冲突会走向何方，但是其对全球供应链的影响已经反映在商品价格当中，近期商品价格对事件本身的反映已经在不断钝化。地缘冲突对通胀的影响可能会在下半年才重新开始显现。

再次，国内上游原材料的供给正逐步恢复。冬奥会结束后，北方钢厂的钢产量逐步上升；西南地区一季度来水较多，电力资源明显缓解，电解铝产量逐步恢复。

最后，经验上，国内疫情在二季度大概率缓解。根据过去两年的经验，全国疫情虽时有反复，但一般不会超过 2 个月。本轮疫情于 3 月初开始大幅上升，在当前较严的防控政策下，预计国内疫情 1 个月内能得到较大幅度缓解，目前全国新增确诊人数（不含无症状）的已经开始拐头。这将对 5 月之后的服务业提供支撑。

图 5：欧洲天然气库存



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：国内煤炭库存（长江口+北方港+广州港）



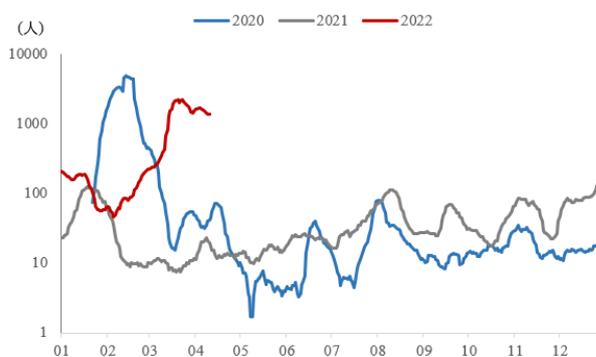
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：电解铝运行产能环比变化



资料来源：iFind，民生证券研究院

图 8：国内新增确诊人数（周均）



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：不含无症状，Y 轴为对数坐标。

## 4 当前通胀对经济政策的影响

目前，我国与居民消费和实体经济相关的物价仍然较为低迷，同时疫情升温让国内经济再次面临不确定性。

尽管上游通胀较高，但是主要受海外地缘政治冲突所致。参考 2019 年生猪和 2020 年下半年工业品的经验，供给引发的通胀上行并不会对货币政策形成制约。

因此，我们认为在相对较弱的实体经济背景下，货币政策易松难紧。此外，托举实体经济也需要相应的财政政策作为支撑，因此我们期待有更进一步的稳增长的政策出台。

## 5 风险提示

**经济走势超预期**：经济大幅度变动。

**疫情发展超预期**：新增确诊人数出现大幅度的波动。

**海外地缘政治超预期**：海外冲突加剧，影响上游大宗价格。

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\\_40219](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40219)

