



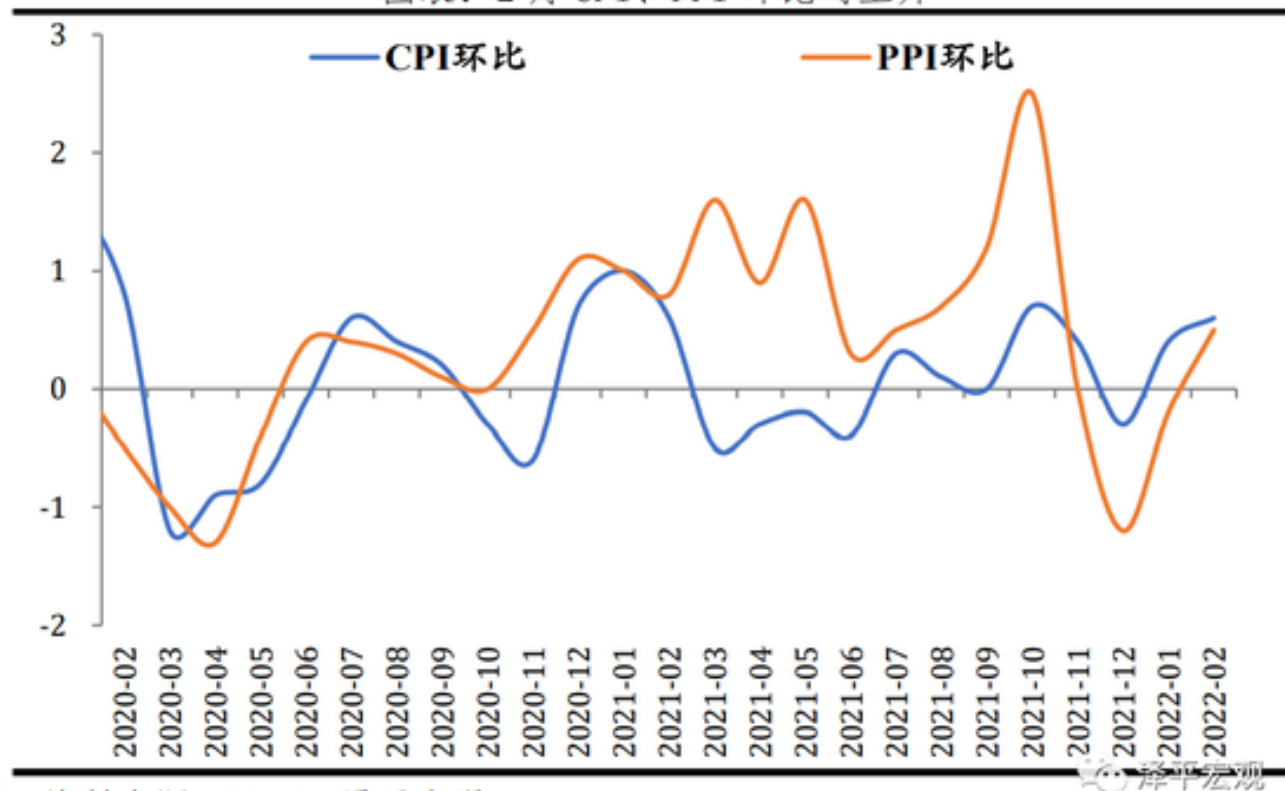
# 任泽平：输入性通胀与股市调整的原因及展望



意见领袖 | 任泽平团队



图表：2 月 CPI、PPI 环比均上升



资料来源：Wind，泽平宏观

2 月 CPI 同比涨 0.9%，预期涨 0.8%，前值涨 0.9%；2 月 PPI 同比涨 8.8%，预期涨 8.7%，前值涨 9.1%。

## 1、近期 A 股调整：原因及展望



近期全球金融市场动荡，很大程度上跟俄乌冲突对全球经济增长和通胀前景的影响有关，市场风险偏好下降。因此，高估值、高风险偏好的板块跌幅更大，而低估值、低风险偏好甚至抗通胀的板块表现相对较好。

近期 A 股调整主要是对俄乌冲突和输入性通胀的担忧，输入性通胀将抬升企业成本并制约货币政策宽松。中国经济面临国际原油、天然气、小麦等价格大涨引发的输入性通胀影响。2 月物价数据显示，PPI 环比由降转涨，CPI 环比涨幅略有扩大。

理性分析，投资者不必对中国经济和政策环境过于悲观。

2022 年政策环境对经济和市场转向友好，即使面临输入性通胀压力，今年宏观政策的基本取向是稳增长。货币政策将“以我为主”，对稳增长、稳就业的目标考虑优先于对美联储加息、输入性通胀的考虑，财政政策在扩大新老基建投资上也将靠前发力。根据《政府工作报告》，“今年工作要坚持稳字当头、稳中求进。面对新的下行压力，要把稳增长放在更加突出的位置。”“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”、“扩大新增贷款规模”、“推动金融机构降低实际贷款利率”

我们维持 2021 年底提出的，2022 年宏观经济关键词是：稳增长、宽货币、新基建、软着陆、提估值。

当前经济和房地产的“政策底”已经出现，社融、PMI 新订单、建筑业订单等先行指标开始触底回升，未来观察“市场底”“经济底”，尤其

是房地产触底。

房地产是周期之母，仍是第一大支柱产业，按照《政府工作报告》的要求，未来各城市将“因城施策”松绑房地产调控以开展自救，从目前房地产市场表现看，后续力度有待加强，重点观察商品房销售情况。

未来关注四大方向：受益于稳增长的、受益于困境反转的、受益于政策友好的、受益于抗通胀的。

## 2、2月物价数据：关注输入性通胀的影响

2月物价数据显示，虽然同比表现平稳，但PPI环比由降转涨，CPI环比涨幅略有扩大。输入性通胀压力开始显现，3月份可能还将上升，

### 1) 2月PPI同比平稳、环比上涨，关注输入性通胀。

PPI同比上涨8.8%，涨幅比上月回落0.3个百分点；环比由上月下降0.2%转为上涨0.5%。

从结构看，出厂价格同比上涨8.8%，环比上涨0.5%；购进价格同比上涨11.2%，环比上涨0.4%。

2月PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为60.0%和54.1%，比上月大幅上升3.6和3.2个百分点。

2) 近期原油、天然气、小麦等国际大宗商品价格大涨，向国内的输入性影响尚未在2月物价数据中完全体现。

在 2 月份 CPI 0.9%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.1 个百分点，新涨价影响约为 1.0 个百分点。

在 2 月份 PPI 8.8%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 8.4 个百分点，新涨价影响约为 0.4 个百分点。

3) 近年全球大通胀，主因是美欧货币超发、供求失衡、供应链恢复缓慢、能源革命、地缘动荡等因素叠加。

大宗商品价格猛烈上涨，美欧经济体 PPI 屡创新高，并传导至 CPI。此次俄乌冲突加剧了全球供应链危机，给疫情期间本就居高不下的通胀形势雪上加霜。1 月，美国 PPI 同比增长 9.7%、CPI 同比 7.5%，CPI 创 40 年新高。欧元区、德国 PPI 同比分别达 30.6%、25%，CPI 同比分别达 5.8%、5.1%，也创历史新高。

俄罗斯是世界重要的能源、矿产和粮食出口国，乌俄冲突对能化、有色、农产品价格影响较大。俄罗斯石油、天然气、煤炭出口量分别占全球 11.4%、8.3%、17.8%，铜、铝、镍全球出口占比约 4%、6%、7%，乌俄双方合计大麦、小麦、玉米出口全球占比分别约 30%、32%、19%。

俄乌冲突主要影响原油、天然气和农产品。原油是工业的血液、也是通胀之母；原油上涨导致油价及工业原材料价格走高，从而引发通胀。原油价格波动直接影响以原油为原材料的石化工业、交通运输业、冶金工业和采掘工业。成品油价格波动影响以其为原料的化工产品，以及直接消耗



成品油的交通运输业、冶金工业、采掘工业和建材工业。

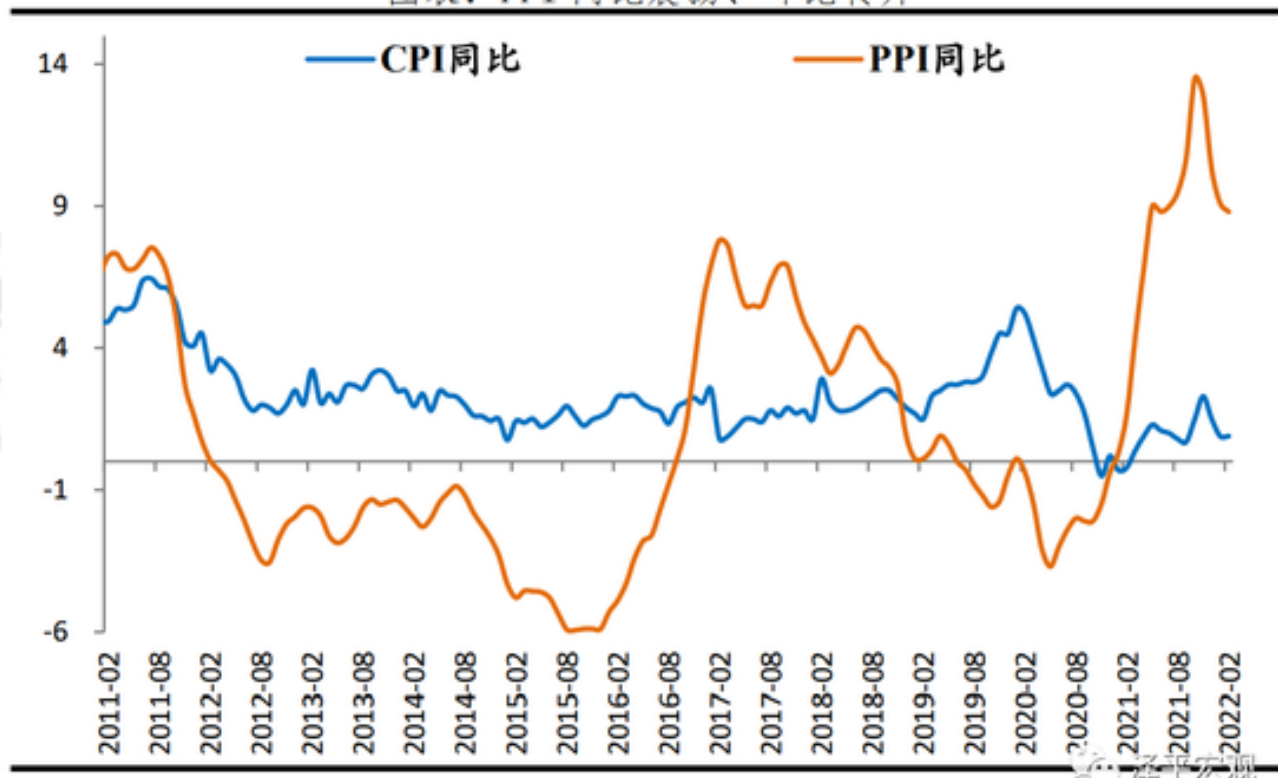
4) 能源 PPI 开始向 CPI 传导。2 月 CPI 同比上涨 0.9%，与上月持平；环比为上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。2 月扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。

从结构看，食品项影响 CPI 下降约 0.76 个百分点，非食品价格影响 CPI 上涨约 1.68 个百分点。非食品项价格同比正增支撑 CPI，主要是受到国际原油价格、通胀在消费部门传导等因素影响。

5) 猪周期进入震荡筑底阶段，2022 年中期有望企稳。我们预计本轮周期中，猪价对 CPI 的负向拖累在下半年逐步得到缓和，但本轮周期中尚未形成大幅产能去化预期，价格对 CPI 整体正增压力不会很大。

未来生猪价格主要观察四个关键变量，分别是：产能拐点、产能去化时间、猪粮比和大企业利润。当前猪粮比位于历史低位，在此比价下养殖利润侵蚀，养殖户持续性扩产意愿已经不足。未来猪价大幅上行需要看到存栏自高点下滑以及持续一段时间的超预期产能去化，这在历史来看往往需要 2-3 个季度。

图表：PPI 同比震荡、环比转升



资料来源：Wind，泽平宏观

### 3、俄乌冲突：对全球通胀的影响有多大？

2020年以来，货币超发、供需失衡、能源革命引发了全球大通胀。大宗商品价格猛烈的上涨，多数经济体 PPI 屡创新高，并引发 CPI 通胀。2022 年 1 月，美国 PPI 同比增长 9.7%，大超市场预期；CPI 同比 7.5%，创 40 年新高。1 月，英国 CPI 同比达 5.5%，创 30 年新高。欧元区 2 月 CPI 达 5.8%，德国 2 月 CPI 同比达 5.1%。

此次俄乌冲突加剧了疫情以来的全球供应链危机，给本就居高不下的通胀形势雪上加霜。

俄乌冲突加速了全球通胀沿产业链传递过程：从上游到下游，从能源品到其他大类商品，从工业生产到消费。

原油是工业的血液，也是通胀之母；原油上涨导致油价及工业原材料价格走高，从而引发通胀。从潜在影响程度来看，原油价格波动直接影响以原油为原材料的石化工业、交通运输业、冶金工业和采掘工业。成品油价格波动影响以其为原料的化工产品，以及直接消耗成品油的交通运输业、冶金工业、采掘工业和建材工业。煤炭价格波动影响较大的行业主要是石化工业、冶金工业和采掘工业，直接以煤炭为原材料的电力工业和燃气工业。电力价格波动影响较大的行业主要是水生产和供应业、冶金工业、采掘工业、石化工业、家电工业和机械工业。

俄罗斯是世界重要的能源、矿产和粮食出口国，俄乌冲突对能化、有色、农产品价格影响较大。

能源方面，俄罗斯石油、天然气、煤炭出口量分别占全球 11.4%、8.3%、17.8%，乌俄冲突加大能源供给缺口。一是 BP、埃克森美孚等公司退出在俄股权和油气开采，影响未来资本开支和中长期产能供给。二是航运中断、北溪 2 号制裁等因素影响能源运输。三是 SWIFT 支付结算限制，对能源贸易的潜在威胁仍存在。四是美国总统拜登签署对俄罗斯能源进口禁令，影

**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\\_39352](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39352)

