



高瑞东：通胀的“内忧” 与“外患”



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东

3 月价格数据主要受国内疫情、国外俄乌冲突的双重因素影响。一方面，疫情导致部分食品价格高于季节性，加之油价上涨，推动 CPI 同比涨幅扩大；另一方面，俄乌冲突持续，输入性通胀压力带动国内能源、化工类价格上涨，制约 PPI 同比增速下行速度。

向前看，预计年内 CPI 同比走势仍为前低后高，下半年猪价有望迎来新一轮上涨周期，9 月左右存在破 3% 风险，但疫情反复或将对年内 CPI 中枢构成约束。PPI 方面，在上半年俄乌冲突、下半年稳增长的背景下，预计大宗商品价格回落空间不大，制约 PPI 同比增速回落速度，企业端成本压力仍然较大。

一、CPI 同比加快上行，成本冲击大于需求

3 月 CPI 同比自上月的 0.9% 上行至 1.5%，高于市场预期的 1.3%。CPI 同比涨幅扩大，主要与油价上涨、食品价格高于季节性有关。其中，CPI 环比为 0%，高于季节性均值 -0.6%（采用 2014、2017、2019、2020 年同期均值，下同）；食品、非食品 CPI 环比分别为 -1.2%、-0.3%，分别高于季节性均值 -2.0%、-0.1%；核心 CPI 环比为 -0.1%，持平于季节性。

3 月疫情扰动是造成 CPI 超预期的原因，目前来看，3 月价格数据，更多反映的是疫情影响下带来的成本端冲击，需求走弱的影响尚未体现。

一是，疫情冲击下，局部地区封锁，引发供应链不畅、供需失衡等现

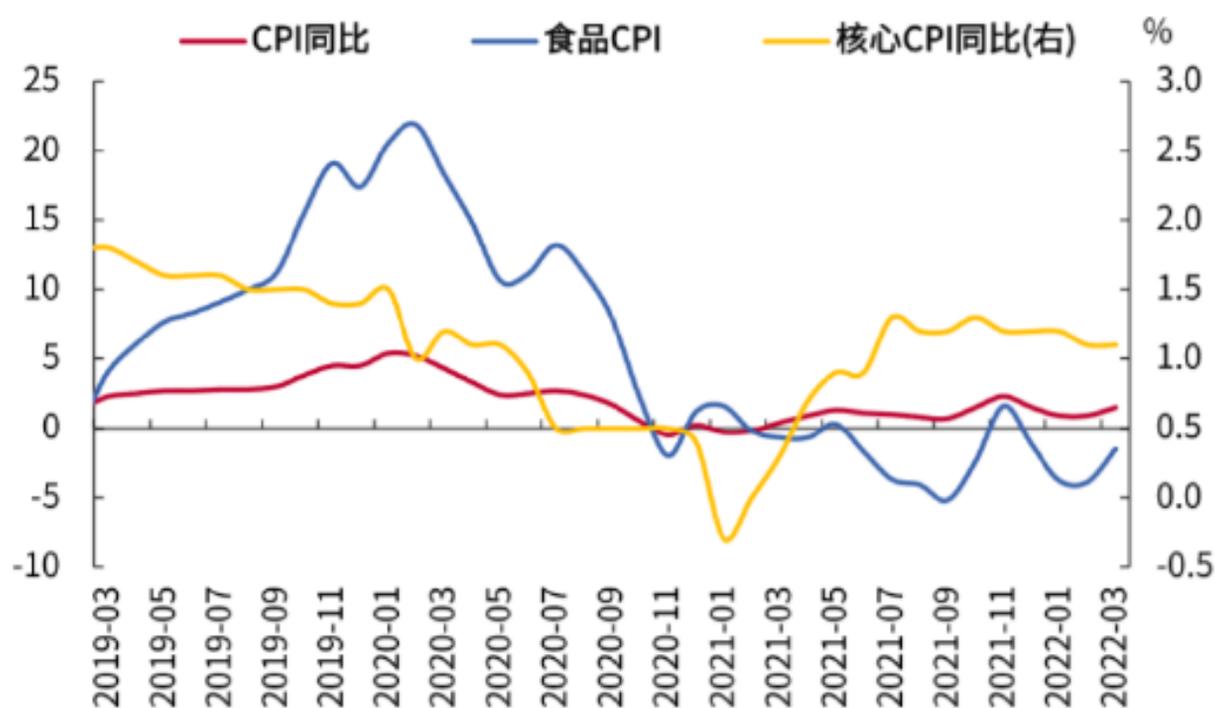
象，鲜菜、鸡蛋等部分食品价格上涨，与季节性走势背离。3月食品分项中，鲜菜、蛋类价格环比为0.4%、0.3%，高于季节性均值-7.0%、-3.5%。

而肉类价格在供应充足、需求回落的背景下，仍然保持回落态势，符合我们此前的预期。其中，猪肉价格下降9.3%，鸡肉、鸭肉、牛肉、羊肉、水产品和鲜果价格降幅在1.0%—2.3%之间。

此外，受俄乌局势影响，小麦、玉米等国际农产品价格快速上涨，并持续向国内传导，3月粮食、食用油价格环比分别上涨0.5%、0.4%，高于季节性均值0.1%、-0.1%。

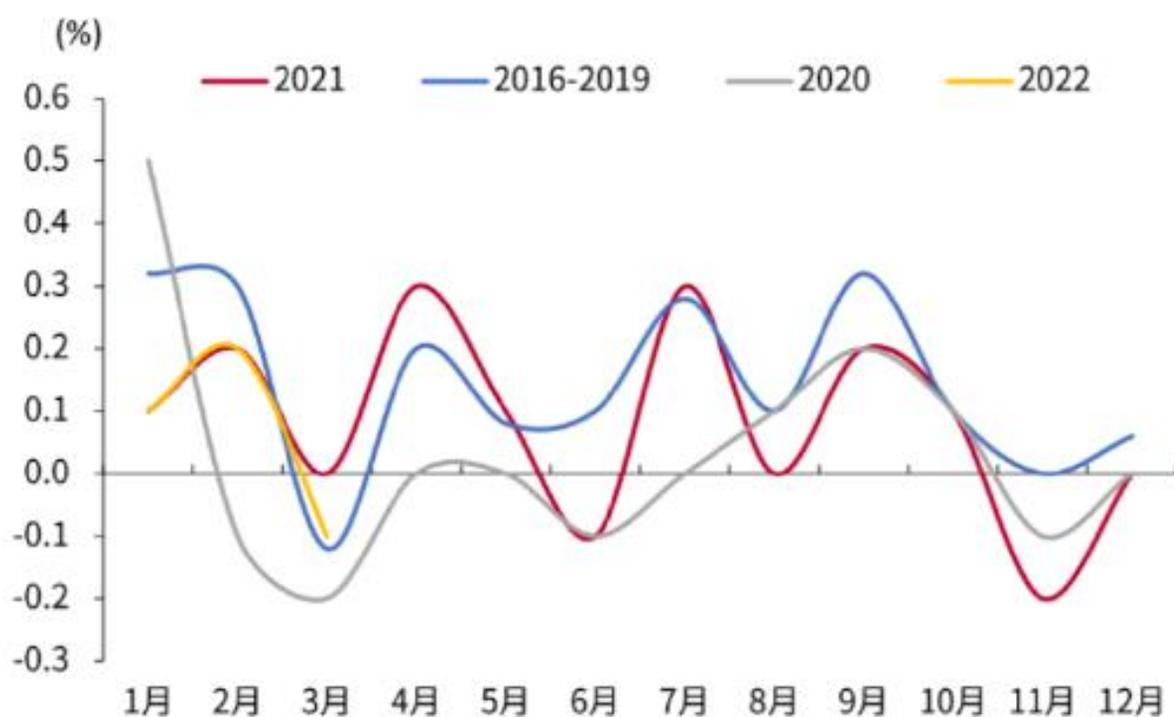
二是，3月疫情对需求端的冲击有限，核心CPI、服务价格仍持平于季节性。我们认为，一方面，各地疫情管控趋严普遍在3月下旬之后出现，3月服务业受影响程度相对较小，服务价格环比为-0.2%，与2020-2021年同期均值持平，预计疫情对服务业的拖累将在4月的价格层面进一步体现。另一方面，上游原材料持续处于高位，成本端刚性压力，也使得消费品价格较难回落。

图 1: 3 月 CPI 同比回升, 核心 CPI 同比持平于上月



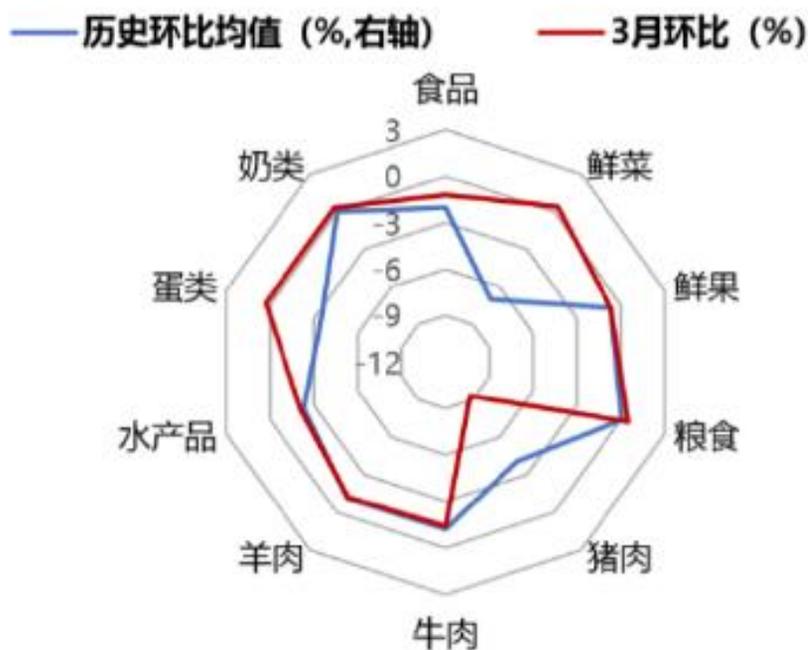
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2：3 月核心 CPI 环比基本符合季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

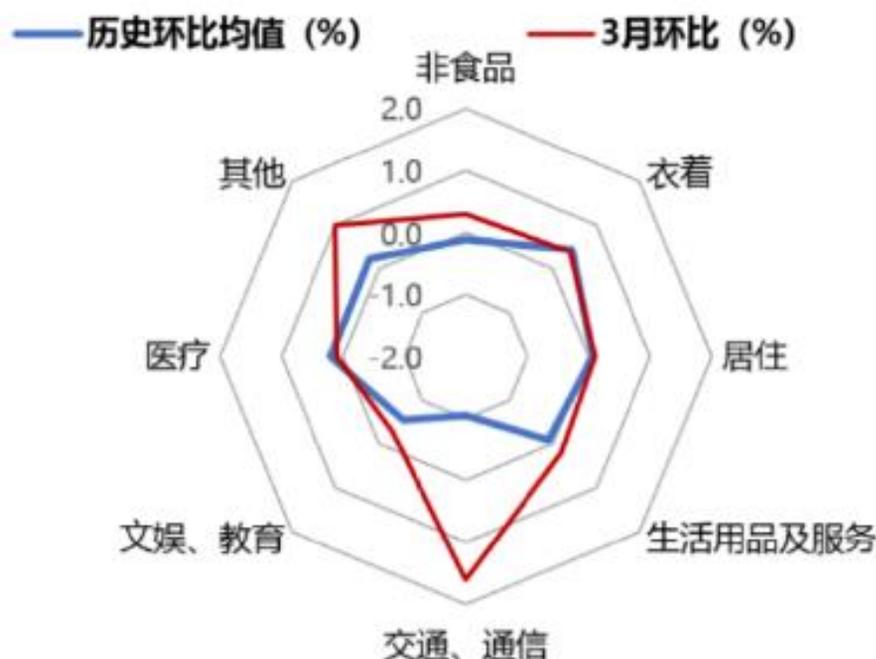
图 3：3 月鲜菜、蛋类等食品价格环比增速高于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2014、2017、2019、2020 年各年 3 月环比均值

图 4：3 月除交通通信外，多数非食品价格环比增速低于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2014、2017、2019、2020 年各年 3 月环比均值

二、输入性风险仍在，拖累 PPI 同比增速下行速度

3 月 PPI 环比增速再度扩大，但在高基数推动下，PPI 同比增速仍然维持下行趋势，属于预期范围之内。3 月 PPI 同比自上月的 8.8% 回落至 8.3%，环比自上月的 0.5% 上行至 1.1%。其中，生产资料价格环比由 0.7% 升至 1.4%，生活资料价格环比由 0.1% 升至 0.2%。

俄乌冲突带动国内能源、化工类价格上涨，是推动 PPI 环比涨幅扩大的主因。

一是，原油、有色等国际大宗商品价格延续上涨，贡献本月 PPI 环比

涨幅的 7 成。2 月以来，在原油供需紧平衡背景下，俄乌冲突带来的战争风险溢价、以及欧美对俄原油出口制裁风险，持续推高国际油价。布伦特原油价格自 2 月初的 90 美元/桶附近，最高升至接近 140 美元/桶，3 月保持在 100 美元/桶以上的高位，符合我们前期的预判。（详见 2022 年 3 月 3 日外发报告《俄乌冲突下，油价如何演绎？》）

国际油价的高位上行，带动国内石油、化工等相关行业产品价格上行，3 月石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比分别上涨 14.1%、7.9%，高于上月的 10.4%、5.0%；化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业价格环比分别上涨 1.8%、2.0%，均高于上月的 1.0%、1.1%。同时，俄乌局势冲突，也引发市场对于海外铜供给的担忧，3 月国内有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 2.7%，高于上月的 2.0%。

二是，由于海外煤炭价格上涨，国内外煤炭价差拉大，导致国内煤炭进口数量减少，带动国内煤价上涨，但在保供稳价的主基调下，涨幅相对温和。3 月，煤炭开采和洗选业价格环比上涨 2.5%，上月为环比下降 2.4%。

从上下游价格传导角度看，通胀传导仍在延续，但行业间分化较为严

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_40255

