

3 月中国宏观数据点评—— PPI 与 CPI 剪刀差的收窄将面临 考验

CPI 同比增速大幅上行。3 月，CPI 同比增速为 1.5%，较前期增加 0.6 个百分点，高于市场预期（1.3%）；3 月，CPI 环比增速为 0.0%，较前期回落 0.6 个百分点。扣除食品和能源的价格影响，3 月的核心 CPI 同比增长 1.1%（与前期持平），环比增速由正转负至-0.1%（前期为 0.2%），核心通胀稳中有降。我们认为，当前疫情反弹使得需求复苏延后，拖累除食品外的消费端通胀上升，我们预计 CPI 同比增速的上行幅度将趋缓。

疫情导致供应链中断对 PPI 的影响将在未来几个月显现。3 月，PPI 与 CPI 剪刀差继续收窄至 6.8 个百分点，CPI 环比增速（0.0%）5 个月来首次低过 PPI 环比增速（1.1%），显示消费端的通胀变动幅度低于生产端。我们认为，伴随基数的涨幅收窄，PPI 同比增速的下行趋势将趋缓，当前疫情封控导致的供应链中断将进一步缓解 PPI 的下行趋势，PPI 与 CPI 剪刀差的收窄将面临考验。

食品通胀低迷有所缓解，能源价格高企推动交通通信价格上升，其他用品和服务的价格修复明显。3 月，食品烟酒价格的同比降幅从前期的-1.8%收窄至-0.3%，对当月 CPI 同比增速的拖累从前期 0.5 个百分点收窄至 0.1 个百分点，食品通胀低迷有所缓解。受能源价格高企影响，交通通信价格的同比增速从前期的 5.5% 升至 3 月的 5.8%，对 CPI 同比增速的贡献率达到 0.9 个百分点，显示能源驱动的通胀压力依然存在。3 月，其他用品和服务的价格修复较明显，同比增速为 2.1%（较前期上升 1.8 个百分点），环比增速为 1.0%（较前期上升 0.9 个百分点）。

疫情因素推高食品通胀，政策影响下猪肉价格有望回升。春节后需求回落，鲜果价格的同比增速从前期的 6.6% 降至 3 月的 4.3%；因疫情封锁导致的物流不畅和需求上升，导致鲜菜价格同比增速由负转正，从前期的-0.1% 升至 3 月的 17.2%，价格反弹十分显著。3 月，猪肉价格仍处于周期底部，同比降幅从前期的-42.5% 收窄至-41.4%。伴随 3 月进行的中央冻猪肉储备收储（两批共计 7.8 万吨），叠加能繁母猪存栏量已显著下降（2 月已降至 4,268 万头），我们预计，在政策指导下，生猪供给将出现边际回落，猪肉价格有望从底部逐渐回升；短期来看，疫情对食品通胀的影响仍将存在，可能进一步推高生鲜类食品价格。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2022 年 04 月 12 日

主要数据 (%)	3 月	2 月	1 月
CPI 同比增速	1.5	0.9	0.9
其中：核心 CPI	1.1	1.1	1.2
CPI 环比增速	0.0	0.6	0.4
其中：核心 CPI	-0.1	0.2	0.1
PPI 同比增速	8.3	8.8	9.1
其中：生产资料	10.7	11.4	11.8
生活资料	0.9	0.9	0.8
PPI 环比增速	1.1	0.5	-0.2
其中：生产资料	1.4	0.7	-0.2
生活资料	0.2	0.1	0.0

资料来源：国家统计局，浦银国际

相关报告：

《3 月中国宏观数据点评——经济周期底部、疫情反弹高点，制造业和服务业明显收缩》（2022-03-31）

《2 月中国宏观数据点评——信贷和通胀面临短暂低迷，需关注长期趋势》（2022-03-15）

《2022 年政府工作报告——“主动作为”，稳住的不只是增长》（2022-03-07）



扫码关注浦银国际研究

工业消费品的价格继续修复。3月，就同比增速而言，家用器具（2.2%）的价格修复程度好于交通工具（0.7%）、服装（0.7%）、通信工具（-2.8%）。其中，家用器具的同比涨幅收缩0.3个百分点，通信工具价格的同比降幅收窄0.9个百分点，工业消费品的价格修复出现收敛、分化程度有所下降。

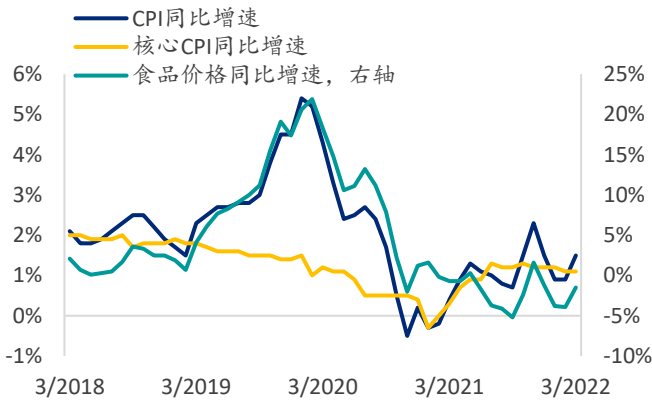
能源价格推动交通工具燃料和水电燃料通胀上升。俄乌冲突后，全球能源价格维持高位，国内流通领域石油天然气价格高企。受此影响，交通工具用燃料价格的同比增速从前期的23.4%升至3月的24.1%；水电燃料价格的同比增速从前期的3.6%升至3月的4.3%。我们认为，能源驱动的通胀压力依然存在，但继续推动CPI上行的动力有限；消费端的通胀将逐渐从能源价格转移至食品价格和经济拐点后工业消费品的价格修复。

PPI同比增速继续回落，环比增速升幅显著。3月，PPI同比增速由前期的8.8%降至8.3%，高于市场预期（8.1%）；PPI环比增速从前期的0.5%升至3月的1.1%，升幅略高于我们预计的0.4个百分点（请见[《3月中国宏观数据点评——经济周期底部、疫情反弹高点，制造业和服务业明显收缩》](#)）。其中，就环比增速而言，生产资料价格从前期的0.7%升至3月的1.4%，生活资料价格从前期的0.1%升至3月的0.2%。

生产资料价格同比增速分化，环比继续正增长。3月，生产资料端，采掘（38.0%）、原材料（16.7%）、加工（5.7%）的同比增速较前期分别变动+5.0、-1.2、-0.9个百分点，其中采掘价格的同比增速回升至今年最高。3月，就环比增速而言，采掘（4.8%）、原材料（2.9%）、加工（0.4%）较前期分别回升3.5、1.0、0.3个百分点，反映出大宗商品价格回升传导至生产资料出厂价格。

生活资料项下继续价格修复。3月，生活资料端，一般日用品（1.9%）、食品（0.8%）、衣着（0.8%）价格的同比增速较高，价格修复较快；耐用消费品价格修复边际放缓，同比增速从前期的0.7%降至0.3%。消费品延续价格修复，通胀由生产端传导至消费端将更加明显。

图表 1: 食品和能源价格驱动下, CPI 同比增速大幅上行; 核心通胀与前期持平



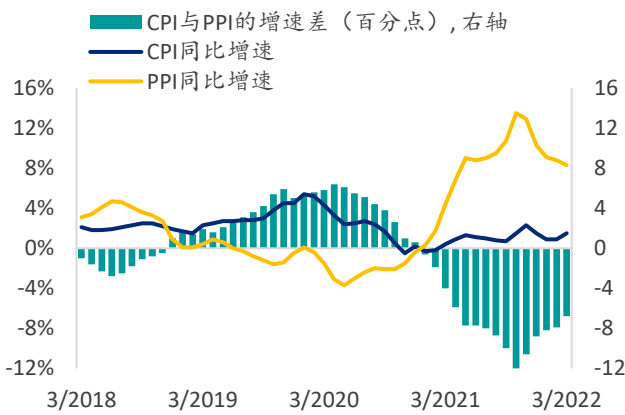
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 最新 CPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	3月	2月	3月	2月
CPI	1.5	0.9	0.0	0.6
其中: 核心 CPI	1.1	1.1	-0.1	0.2
其中: 食品	-1.5	-3.9	-1.2	1.4
非食品	2.2	2.1	0.3	0.4
其中: 消费品	1.7	0.7	0.2	1.0
服务	1.1	1.2	-0.2	0.0
其中: 城市	1.6	1.0	0.0	0.6
农村	1.2	0.5	0.0	0.6

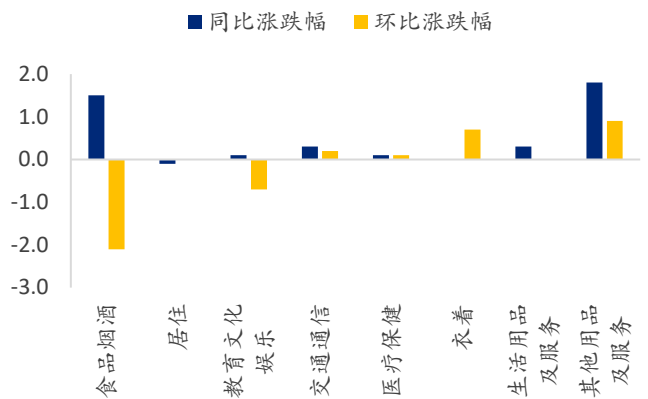
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: PPI 与 CPI 剪刀差收窄至 6.8 个百分点



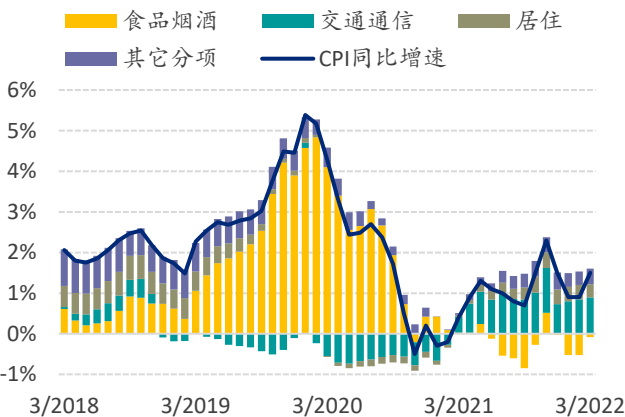
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4: 2022 年 3 月, CPI 各项目同比和环比增速涨跌幅 (百分点)



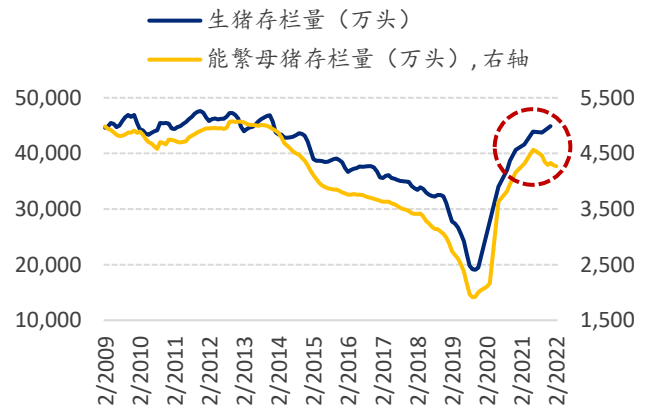
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: CPI 同比增速及各分项贡献率



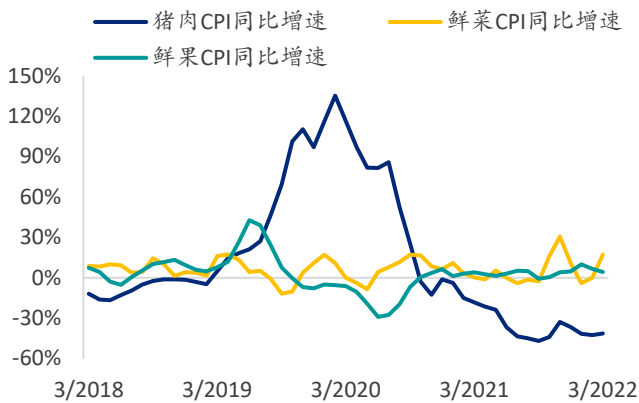
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 6: 生猪存栏接近历史高位, 能繁母猪存栏已下降, 猪肉供给将边际回落



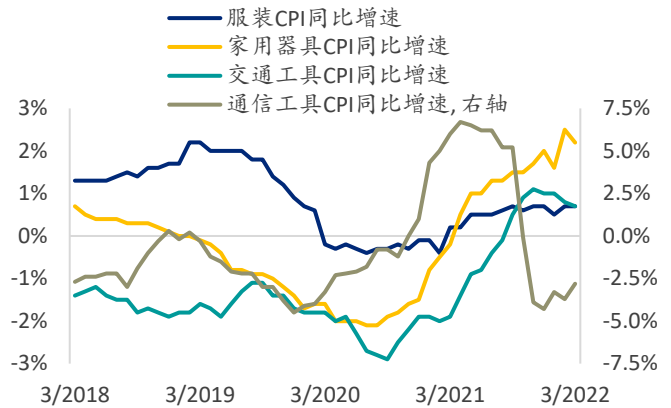
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 主要食品的价格 CPI 同比增速



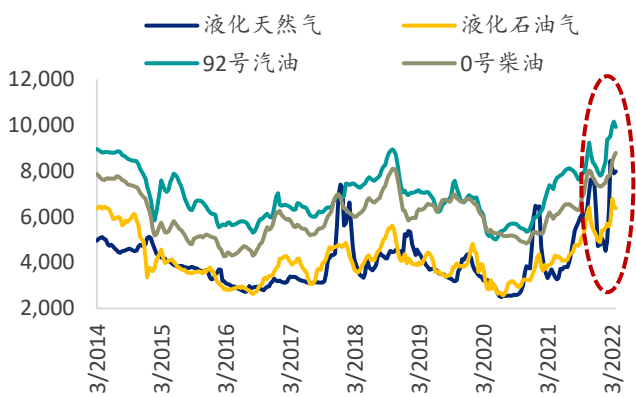
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 8: 主要工业消费品的 CPI 同比增速



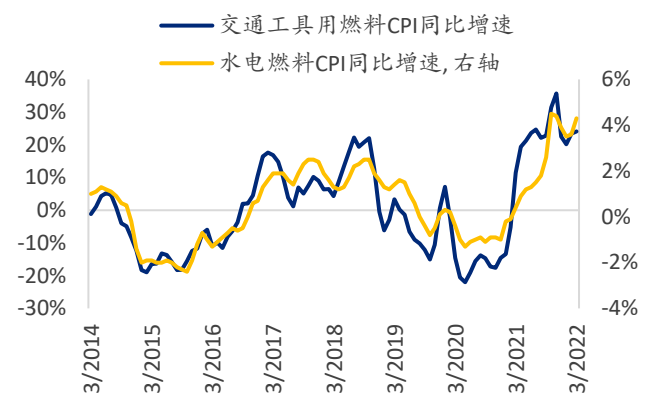
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 9: 2022 年 3 月, 流通领域石油天然气价格 (元/吨) 维持高位



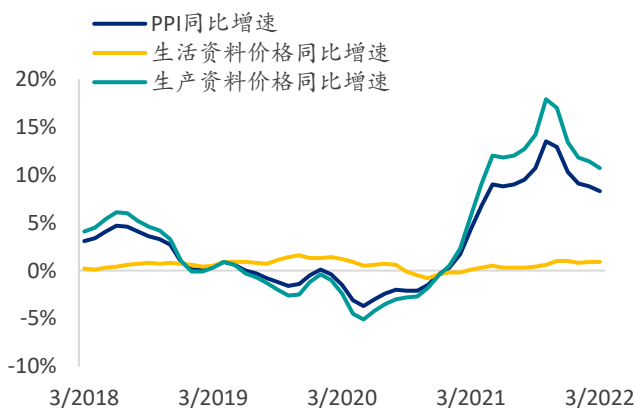
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 交通工具用燃料、水电燃料的价格同比维持高增速



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 11: PPI 同比增速下行趋缓



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 12: 最新 PPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	3月	2月	3月	2月
整体 PPI	8.3	8.8	1.1	0.5
其中: 生产资料	10.7	11.4	1.4	0.7
采掘	38.0	33.0	4.8	1.3
原材料	16.7	17.9	2.9	1.9
加工	5.7	6.6	0.4	0.1
其中: 生活资料	0.9	0.9	0.2	0.1
食品	0.8	0.5	0.5	0.2
衣着	0.8	1.4	-0.2	-0.1
一般日用品	1.9	1.5	0.4	0.2
耐用消费品	0.3	0.7	0.0	-0.1

资料来源: CEIC, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

