



2022年3月9日

Experts of financial  
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

姚兴航

• 从业资格编号 F3070864

• 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com



## 核心 CPI 走弱显示内需偏弱，输入性通胀压力抬升

### 内容提要

央行公布 2022 年 2 月通胀数据：2 月 CPI 同比 0.9%，市场预期 0.8%，前值 0.9%；环比 0.6%；2 月 PPI 同比 8.8%，市场预期 8.7%，前值 9.1%；环比 0.5%。

- 2 月 CPI 同比持平 0.9%，分别受到食品价格的拖累、以及非食品价格端油价上涨的拉动，核心 CPI 回落显示内需仍然偏弱，国内疫情反弹拖累服务消费和价格。
- PPI 延续去年四季度以来的同比回落趋势，但受原油、有色金属等国际大宗商品价格上涨等因素的拉动，PPI 环比由负转正，同比下行斜率有所放缓。2 月油气开采、石油加工、黑色、有色开采及金属冶炼加工价格涨幅居前。
- 核心 CPI 走弱反映内需仍然偏弱，油价上涨拉动下 3 月 CPI 同比或反弹至 1% 以上，但食品端拖累叠加国内疫情制约服务价格修复，CPI 短期仍将维持低位，而随着猪周期逐步见底、服务价格温和复苏、以及油价上涨下，CPI 全年前低后高，下半年同比存在破 3% 风险，但全年中枢可控。
- 俄乌冲突带来能源、金属、农产品、化肥与稀有气体等供给冲击，PPI 下行趋势短期受扰动，输入性通胀压力抬升，3-4 月 PPI 同比或有高位反复。而下半年全球需求回落叠加海外货币收紧下，PPI 或重回加速回落。
- 当前核心 CPI 走弱反映内需仍然偏弱，宏观环境仍处在衰退后期、经济复苏之前，三重压力应对仍然严峻，经济增速目标彰显政策决心，稳增长政策仍是重心，货币政策仍需保驾护航。上半年 2% 以下的 CPI 水平下政策空间不存在明显限制，人民币汇率偏强是政策“以我为主”的核心，而在面对 PPI 输入性通胀风险下，企业成本端压力更需要政策呵护，降准降息窗口仍未关闭。

### 风险提示

房地产政策超预期，美联储收紧货币超预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

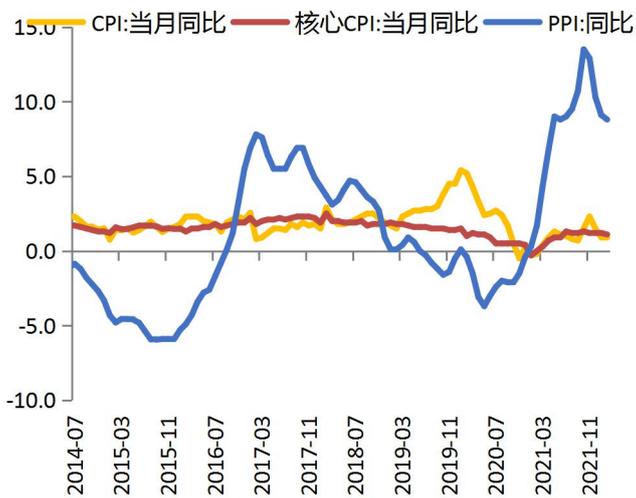
## 一、事件

央行公布 2022 年 2 月通胀数据：

2 月 CPI 同比 0.9%，市场预期 0.8%，前值 0.9%；环比 0.6%。

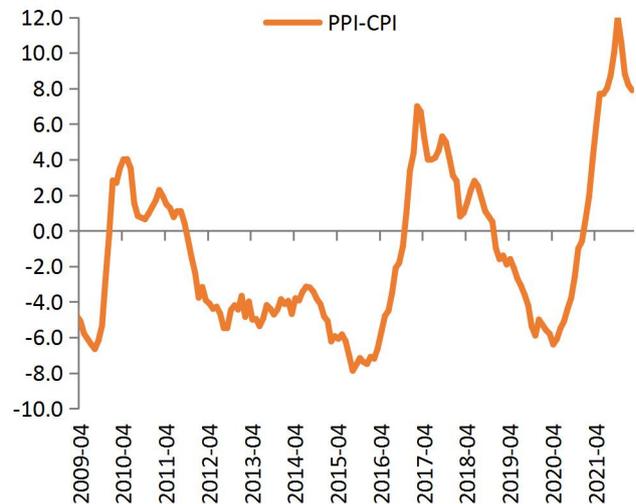
2 月 PPI 同比 8.8%，市场预期 8.7%，前值 9.1%；环比 0.5%。

图 1：CPI VS PPI (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：PPI-CPI 剪刀差 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

## 二、点评

2 月 CPI 同比持平 0.9%，分别受到食品价格的拖累、以及非食品价格端油价上涨的拉动，核心 CPI 回落显示内需仍然偏弱，国内疫情反弹拖累服务消费和价格。一方面，食品价格依然是拖累，受春节因素以及低温雨雪天气影响下食品价格环比上涨 1.4%，鲜菜、鲜果价格环比涨幅较大，但食品价格上涨明显不及季节性表现，同比降幅较上月小幅扩大（-3.9%）。猪肉供应充足叠加消费淡季下猪价跌幅扩大，

同比-42.5%，降幅比上月扩大 0.9 个百分点，生猪出栏仍在惯性增长，猪粮比价已跌入一级预警区间。

另一方面，非食品价格受到油价上涨的拉动，能源价格上涨带动工业消费品价格环比上涨 0.8%，同比涨幅明显扩大，交通和通信涨幅远超季节性表现。而服务价格环比持平、同比走低，就地过年带动文娱消费及近郊游热度升高，但环比涨幅低于季节性，国内疫情多地散发拖累消费和服务需求。

**PPI 延续去年四季度以来的同比回落趋势，但国际能源等价格上涨下 PPI 环比重回正增长，同比下行斜率有所放缓。**2 月 PPI 同比 8.8%，下降 0.3 个百分点，同比下行斜率放缓，环比由降转涨、上涨 0.5%，主要受到原油、有色金属等国际大宗商品价格上涨等因素的拉动，油气开采、石油加工、黑色、有色开采及金属冶炼加工价格涨幅居前。

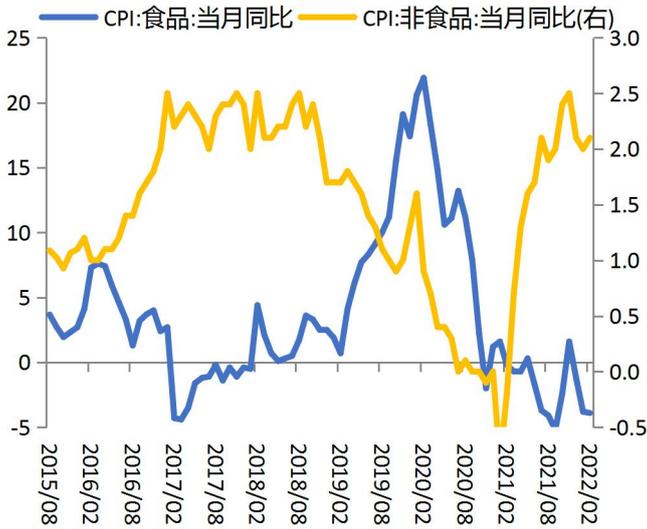
**核心 CPI 走弱反映内需仍然偏弱，CPI 全年前低后高。**预计 CPI 短期仍将维持低位波动，油价上涨拉动下 3 月 CPI 同比或反弹至 1%以上，但猪肉短期供过于求的格局下食品端价格仍是拖累，叠加国内疫情反复制约服务价格修复，上半年 CPI 预计仍将保持 2%以内。而随着猪周期逐步见底、服务价格温和复苏、以及油价上涨下，全年 CPI 前低后高，下半年 CPI 同比存在破 3%的风险，不过全年中枢整体可控。

**PPI 下行趋势短期扰动，输入性通胀压力抬升。**近期俄乌冲突带来能源、金属、农产品、化肥与稀有气体等供给冲击，带来全球通胀压力的抬升，并加剧全球产业链原料短供问题，输入性通胀压力凸显。原油价格快速上涨对 PPI 同比下行趋势带来扰动，3-4 月或有高位反复，一方面海外疫情影响进一步消散、社交经济修复支撑原油需求，另一方面俄乌冲击进一步加剧能源供给端矛盾，而下半年全球需求回落叠加海外货币收紧，PPI 或加速回落。

当前核心 CPI 走弱反映内需仍然偏弱，宏观环境仍处在衰退后期、经济复苏之前，三重压力应对仍然严峻，经济增速目标彰显政策决心，稳增长政策仍是重心，货币政策仍需保驾护航。上半年 2%以下的 CPI 水平下政策空间不存在明显限制，人

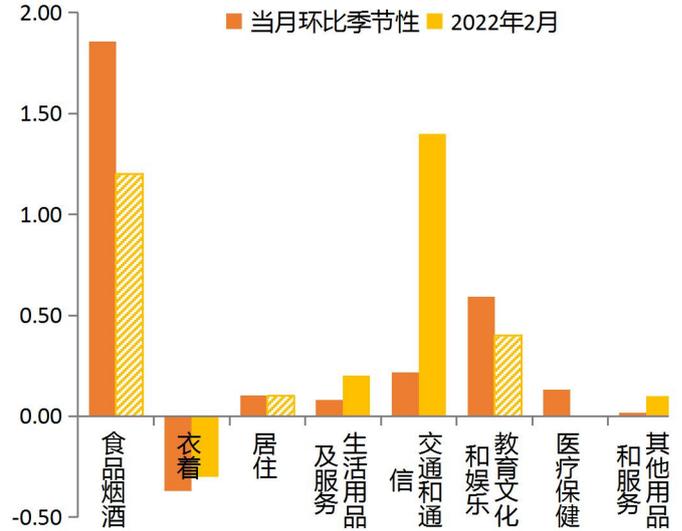
人民币汇率偏强是政策“以我为主”的核心，而在面对 PPI 输入性通胀风险下，企业成本端压力更需要政策呵护，降准降息窗口仍未关闭。

图 3：CPI 食品和非食品分项增速 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：CPI 环比季节性 (%)



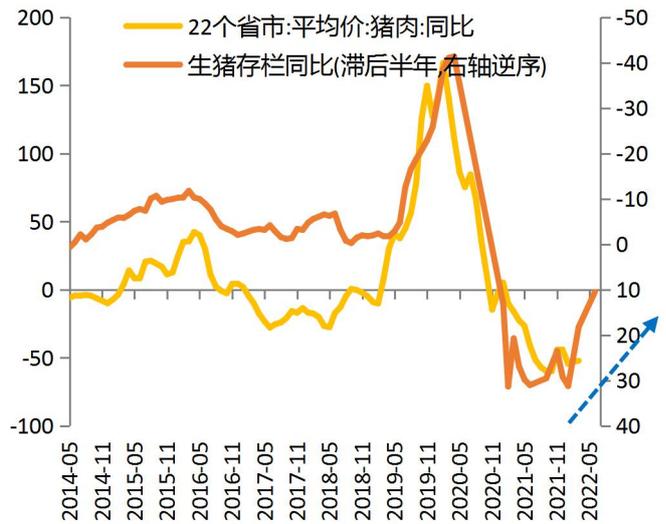
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：猪肉价格仍然偏弱，拖累食品端价格 (%)



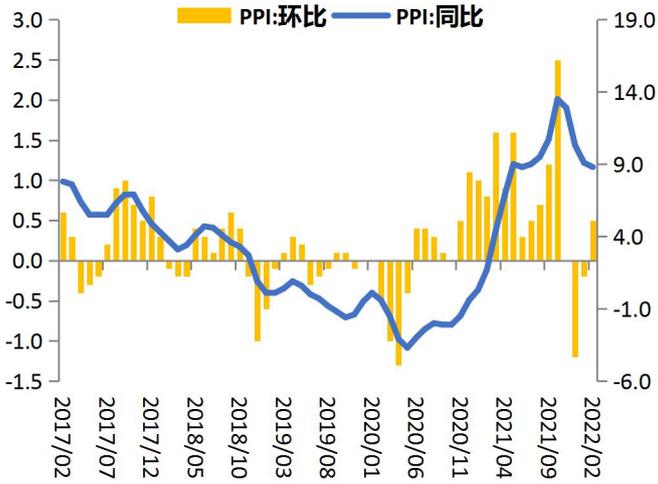
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：猪周期预计年内逐步见底 (%)



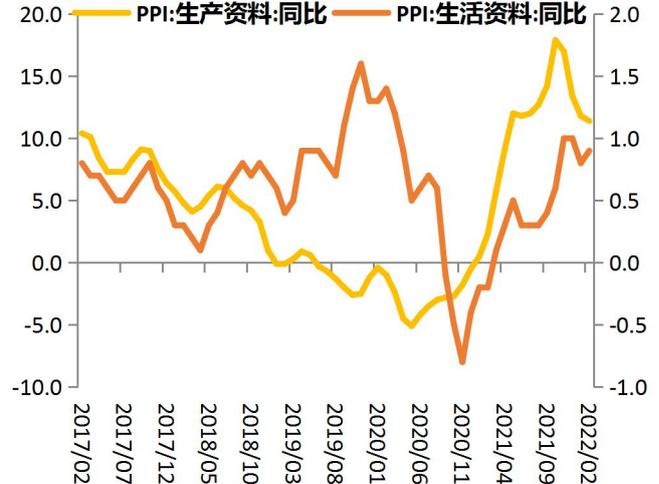
资料来源：Wind，优财研究院

图 7: PPI 环比增速由负转正 (%)



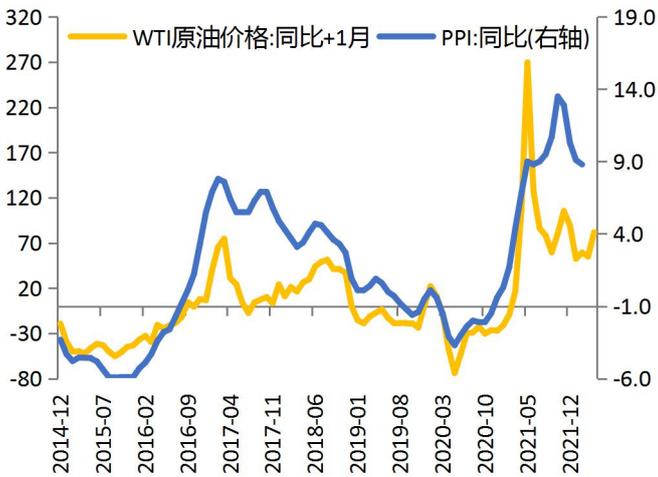
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: PPI 生产资料&生活资料 (%)



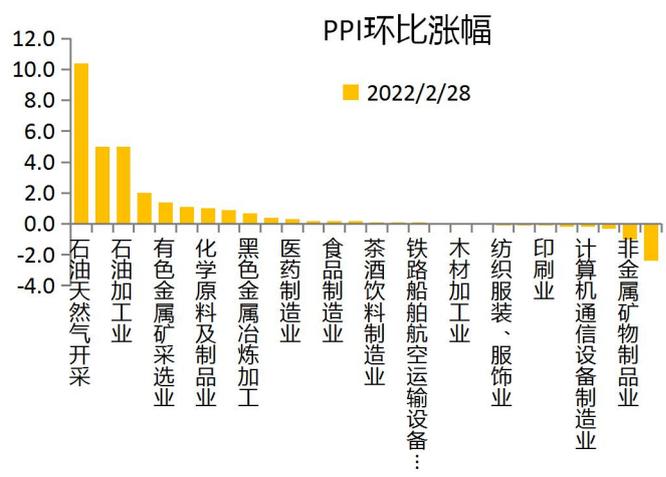
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: WTI 原油价格 VS PPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: PPI 分项环比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

### 三、风险提示

房地产政策超预期, 美联储收紧货币超预期, 地缘政治冲突超预期

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>