

➤ **开年前两个月，物价表现延续去年四季度主线逻辑，稍有两点变化。**一是2月PPI环比录得+0.5%，较前两个月有所走高（去年12月以及今年1月，PPI环比分别为-1.2%和-0.2%）。二是PPI结构预示着当前中下游加工工业企业利润有所改善。

➤ **俄乌冲突扰乱全球商品定价，海外经济体受困于高通胀。当前我们关注国内通胀，关键跟踪两个问题。**第一个问题，当前通胀刻画了怎样的经济逻辑？第二个问题，面对或有海外输入型通胀，国内有哪些政策应对，最终国内通胀会有怎样表现。

➤ **第一个问题，当前通胀刻画了怎样的经济主体逻辑？**

➤ 通胀是全社会价格的系统加总，能够反映行业供需，也能反应不同行业之间的利润切割格局。去年四季度以来，**国内通胀给出的叙事是，经济大体还是延续去年四季度主线演绎逻辑。即外需强韧，内需回升。**其中内需改善主要来自两块动力，基建投资放量以及三季度工业生产供给约束放开。

➤ **开年经济稍见回转，然而现在遇到了另一重压力——输入型通胀。**俄乌冲突持续演绎，加剧全球能源大宗价格上涨压力。俄乌冲突通过四条机制推高全球通胀，也是中国面临的输入型通胀压力。这四条机制分别通过能源、黑色、有色、农产品进行传导。

➤ **第二个问题，面对或有海外输入型通胀，国内或有有哪些政策应对？**

➤ **我们认为，我国面对输入型通胀，或有四类政策选择以对冲上游价格过快上涨。**首先可以对重点商品价格进行监管，对重要物资进行“去金融化”的操作，抑制市场投机。其次，通过增加出口关税等方式对部分商品的出口进行限制。再次，对国内商品的供应适度放开，鼓励基础原材料的生产；最后未雨绸缪，做好重点物资的进口保障工作，增加部分品种的进口配额，对可能出现国际物资短缺情况提前作出应对。**这四点可简单概括为“增加国内供给、增加进口、限制出口、抑制投机需求”。**

➤ **面对输入型通胀，中国国内物价受冲击程度或弱于欧美经济体。**

➤ 输入型通胀对国内的传导主要通过能源、黑色、有色、农产品进行传导，但好在我国在管控物价时具备较强行政执行能力。**成本方面**，煤炭和电价被行政引导，原油在高价时也通过行政手段弱化其传导过程；**生产方面**，经过了去年第三季度的生产收缩后，政策及时纠偏，煤化工、有色、钢铁等产量逐步恢复；**需求方面**，国内商品出口存在限制，重点物资的投机被严格监控；**因而工业品层面受到的冲击程度或弱于欧美经济体；农产品方面**，我国粮食基本自给自足，尿素等物资出口受限，无需过分担忧。

➤ **风险提示：**原油供给超预期；冲突走势超预期；各国博弈超预期。



**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、《俄乌冲突，能源与通胀》

# 目 录

引言 .....	3
1 开年以来物价折射的宏观状态 .....	3
2 俄乌冲突推升通胀的四条路径 .....	5
3 海外输入型通胀的中国式应对 .....	7
4 风险提示 .....	8
插图目录 .....	9
表目录 .....	9

## 引言

年初以来，食品项对 CPI 的拖累仍然存在，生猪周期短期尚未见到拐点，核心 CPI 因疫情扰动，春节前后较为疲弱。PPI 方面，同比增速不断下滑，但是降速放缓，1、2 月的读数分别为 9.1%、8.8%；1、2 月的环比读数分别为-0.2、0.5%；PPI 超预期的背后主要受海外能源、金属价格的上涨所驱动。

需要注意的是，PPI 的调查日期为每月的 5 日和 20 日，并根据两次价格简单求平均值；而俄乌冲突的时间节点为 2 月 24 日，因而 2 月份 PPI 数据中并没有完全反映俄乌冲突后，相关大宗的价格变化，而这类商品的上涨可能会引发未来一段时间内国内通胀持续超预期。

如果将海外商品价格上涨并传导至国内定义为输入型通胀，本文旨在梳理本轮输入型通胀传导路径的特有特征，同时提供政府在面对输入型通胀时的或有政策选项，并结合国内实际产业情况给出我们对于国内通胀的理解。

## 1 开年以来物价折射的宏观状态

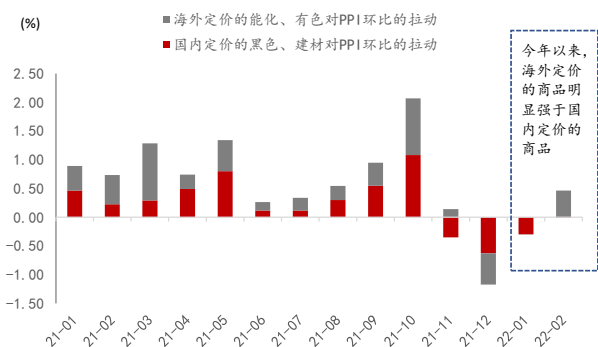
疫情以来，国内经济各部门间存在多组分化。内需疲软和外需高景气并存；工业品通胀和居民通胀剪刀差不断扩大；工业企业利润增速较高，但服务业持续受到疫情冲击影响等。

**开年以来通胀数据折射出的宏观状态，整体上延续了疫情以来的典型结构，意味着当前总体经济脉络没有发生根本性变化。**具体而言，经济的主线脉络主要体现在三个结构分化，分别是国内外商品分化、制造业和建筑业分化、工业和服务业分化。

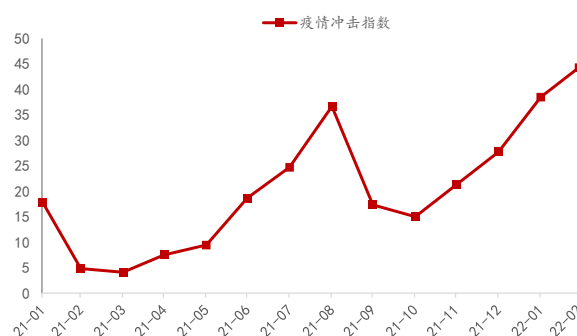
**海外定价的能化、有色金属强于国内定价的钢铁、建材。**这项分化折射出当前全球通胀的主矛盾在海外而非国内。海外方面，能源紧张推升了工业生产成本，需求方面仍然维持在高位；国内方面，供给逐步放量，需求受地产投资和消费拖累，产品紧张程度不及海外定价的产品。根据这一点，我们似乎能够从中看出一些输入型通胀的迹象。

**工业生产相关的商品走势强于建筑材料。**这项分化所折射的是当前国内的经济为制造业强于建筑业。具体而言，与工业生产相关的铜、热卷、煤炭等走势强于与建筑业相关的螺纹、水泥、玻璃等。

**工业品与服务价格继续分化。**今年 2 月份核心 CPI 同比仅上涨 1.1%，仍然较弱，反映服务业的疲软，这与疫情冲击关系密切。我们通过分析各省的消费情况及疫情变化，定量刻画“疫情冲击指数”，用以描绘疫情对消费的冲击程度。该指数在 2022 年的 2 月份达到自 2021 年以来新高。

**图 1：国外定价的商品对 PPI 环比贡献高于国内商品**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**图 2：今年春节期间疫情冲击指数高于 2021 年全年**


资料来源：Wind，民生证券研究院；注：考虑各省居民消费占比和疫情综合计算。

根据开年来的通胀数据、PMI 数据、产业高频数据等，我们认为国内经济有三点边际改善，最终所反映的是，去年三季度以来稳增长措施在今年一季度看到了效果。

### 第一点边际改善，用工业价格推导的制造业利润修复。

工业部门按照上下游可分为采掘业、原材料工业、加工工业。我们可以通过采掘业和加工工业的历史数据，构造制造业的利润变动情况，并且最后推得的结论与统计局公布的制造业利润相近。根据我们的测算，制造业利润自 2021 年 9 月以来逐步改善，今年 1-2 月仍然维持在相对高位。

### 第二点边际改善，工业生产相对较旺盛。

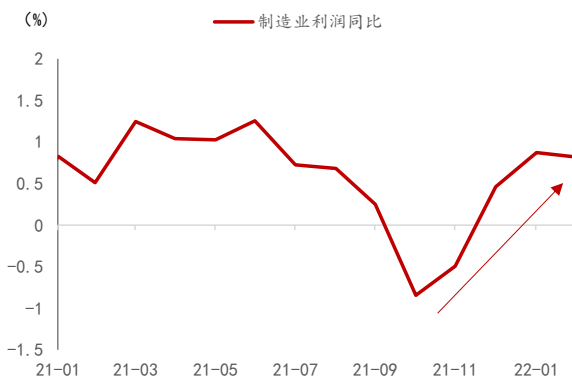
我们认为今年 1-2 月份国内的工业生产相对较强，这一点在宏微观数据上都能得到验证。宏观数据方面，制造业 PMI 超预期。微观数据方面，热卷表观消费上行较快、电厂煤炭日耗再创同期新高等均能同步验证。背后的主要原因是前期工业生产的供给约束逐步缓解，例如电力不足情况改善、汽车缺芯缓解带动相关产业链开工率上行。

### 第三点边际改善，需求逐步好转。

我们能够从高频数据捕捉到基建投资在一季度可能不差，例如，1 月企业中长贷环比改善、铜的景气度较好。居民端方面，乘用车的批发、零售数据均创了近五年同期新高。

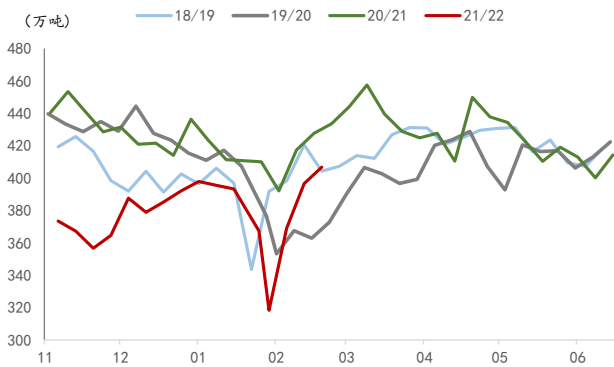
不变的是，出口则依然维持较高景气度，而地产高频数据显示相关投资仍未企稳。

图 3：制造业利润同比增速自 2021 年 Q3 反弹



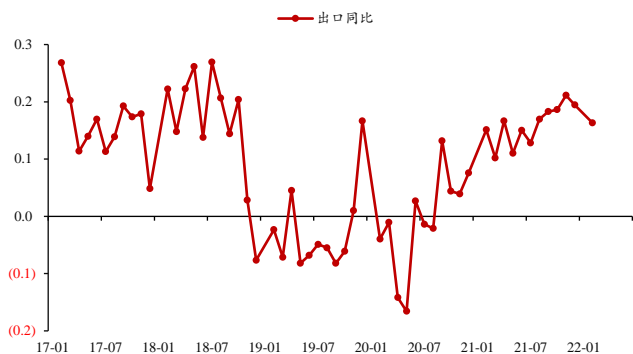
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：热卷表需恢复较快映射工业生产较好



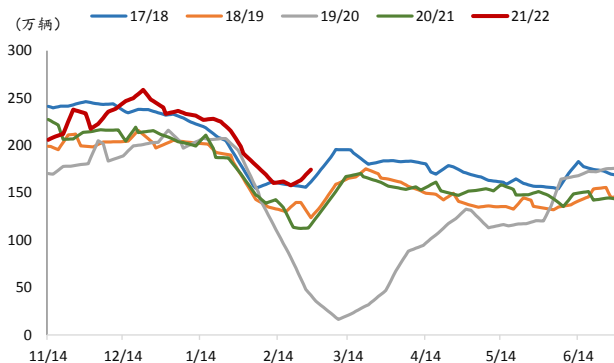
资料来源：Wind，民生证券研究院；注：17/18 指 2017 年 11 月至 2018 年 6 月热卷表观消费，以此类推，同时以正月初一作为时间对齐点。

图 5：2022 年 1-2 月出口仍然维持高速增长



资料来源：Wind，民生证券研究院；2021 年数据为两年复合增速。

图 6：月度乘用车批发明显高于农历同期水平



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：17/18 指 2017 年 11 月至 2018 年 6 月，以此类推，同时以正月初一作为时间对齐点。

## 2 俄乌冲突推动通胀的四条路径

俄罗斯、乌克兰是全球重要的能源、金属、农产品的生产和出口基地。尽管 2 月份的通胀数据由于统计时点的因素，可能没有完全反映俄乌冲突的影响。自 2 月下旬后，相关大宗价格上行较快，中国未来一段时间内可能面临输入型通胀压力。

我们无法有效预知俄乌冲突在未来一段时间是收敛还是发散，因此本段主要结合俄乌的工业禀赋，梳理该地缘事件对全球通胀影响的四条传导路径。

**路径一：能源供给不确定性增强，成本抬升。** 俄罗斯的原油、天然气出口均位居全球第二<sup>1</sup>，其中俄罗斯天然气工业公司近一半的管道取道乌克兰。冲突本身增加了全球能源供应的不确定性，抬高了原油、天然气等商品的风险溢价。能源上涨还将直接对化工相关链条上商品造成冲击。

**路径二，有色金属冶炼成本上升，供给下降。** 有色金属受电力影响较大，能源高企引发或欧

<sup>1</sup> 根据联合国统计署，2020 年数据

洲电价大幅上行，将会不利于冶炼厂生产，最终导致有色金属产量下滑。此外，俄罗斯自身就是一个有色金属的生产大国，例如，原铝出口占世界贸易量的 17.4%<sup>2</sup>，铝合金出口占全球贸易量的 6.9%，是世界第一大铝锭出口国。

从资产价格上我们明显看到，近期 LME 的有色金属价格涨幅显著快于上期所的同类有色金属。

**路径三 农作物单产下滑和出口受阻并存 农产品成本上升。**农作物最大的可变成本是化肥，而化肥与天然气价格密切相关。此前天然气价格高企，引发巴斯夫、Yara 等欧洲化肥厂减产，化肥价格大幅上涨，农产品种植成本抬升。

此外俄罗斯是钾肥出口大国，其出口占了全球贸易量的 18%<sup>3</sup>，欧美部分国家若对俄罗斯进行制裁，可能对相关产品出口造成负面影响。

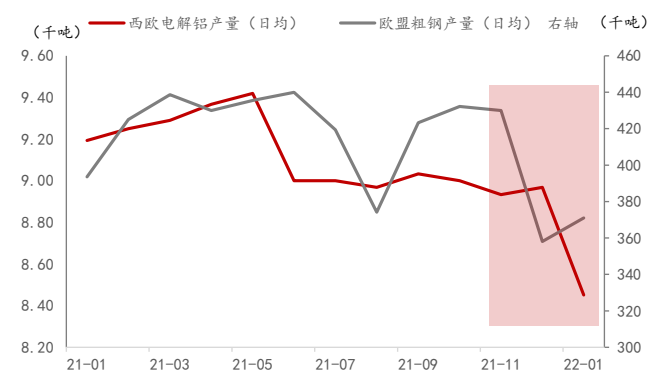
俄乌玉米、小麦出口占比全球分别为 15%和 25%<sup>4</sup>，占比颇大，或对欧洲甚至全球的粮食带来影响。

**路径四，黑色金属及原料供应减少。**根据世界钢铁协会的数据，2020 年俄罗斯和乌克兰出口钢材分别为 3150 万吨、1520 万吨，分别位居世界第二（仅次于中国）第九；净出口钢材分别为 2640 万吨和 1390 万吨，分别位居世界第一、四。俄乌冲突后，海外工厂来华询问钢材订单明显增加。

黑色原料方面，俄乌地区铁矿出口量较大，占全球铁矿贸易量的 5.1%。乌克兰的铁矿主产区位于顿涅茨克，处于俄乌冲突的核心风险地区。作为对比，2019 年一季度淡水河谷矿难，影响了近 9000 万吨的铁矿产能，当时铁矿价格上涨超过一倍。

当前俄乌局势可能迫使欧洲钢厂增加对巴西矿的购买比例，从而加剧铁矿的紧张程度。

图 7：欧洲基本金属产量明显下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：欧洲能源价格迅速上行



资料来源：Wind，民生证券研究院

<sup>2</sup> 根据中国有色金属工业协会数据，2019 年数据

<sup>3</sup> 根据 WITS，2020 年数据

<sup>4</sup> 根据联合国粮食及农业组织，2019 年数据

**表 1：俄乌主要产品出口占全球贸易量比重**

出口占比	黑色		有色(产量占比)			能源、化工				农产品			
	钢材	铁矿	铜	铝	镍	原油	天然气	煤炭	钾肥	玉米	小麦	稻谷	其他
乌克兰	3.8%	3.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0%	0%	0%	0.0%	13.31%	7.40%	0.01%	4.73%
俄罗斯	7.2%	1.8%	4.3%	5.4%	9%	15%	5%	17%	18.2%	1.70%	17.75%	0.40%	7.63%
俄乌合计	<b>11.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.4%</b>	<b>9.2%</b>	<b>15.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>17.0%</b>	<b>18.3%</b>	<b>15.0%</b>	<b>25.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>12.4%</b>

资料来源：Wind，iFind，世界钢铁协会，联合国粮食及农业组织，WITS，美国地址调查局；选取时间方面，黑色金属为 2020 年，有色金属为 2021 年，能化为 2020 年，农产品为 2019 年。

### 3 海外输入型通胀的中国式应对

近期海外原油、天然气、农产品价格不断刷新过去几年新高，引发市场对于国内通胀担忧。一般来说，我国居民通胀受食品价格影响较大，工业品通胀则受房地产影响深远，本轮商品涨价的范式明显不同于以往周期。

**我们认为，在面对外部的通胀压力传导下，政策主要可以从四方面进行释缓。**

**一是对重点商品价格进行监管，如铁矿、煤炭等，对重要物资进行“去金融化”的操作，抑制市场对紧缺物资的投机。**

**二是对部分商品的出口进行限制，例如增加对尿素、钢材等重要物资的出口关税。**

**三是对国内商品的供应适度放开，鼓励基础物资的生产，保障各行业供应链的稳定性。这一点我们在 3 月 4 日的两会政府工作报告中能看出端倪。**

**四是做好重点物资的进口保障工作，增加部分品种的进口配额，对可能出现国际物资短缺情况提前作出应对，同时防止部分重点物资因国内外价差过大导致进口不畅。**

**结合当前政府所采取的一系列措施，我们认为本轮由外部冲击对国内影响相对有限，主要有五点理由：**

**一是我国能源主要以煤炭为主，电费相对稳定。**在发改委的有力介入下，海外能源价格上涨对国内能源成本抬升有限，煤炭去向电厂的价格已被限制住。

**二是能耗双控被适度放开，原料用煤不再计入能耗考核。**这意味着以煤化工为主的行业供给不再被总量层面的能耗双控所限制。

**三是根据国家公布的成品油调价机制，当原油超过 130 美元时，成品油价格原则上少调或不调整。**也就是说原油价格进一步的上涨主要将被原油进口商所承担，中下游成本压力得到一定缓冲。

**四是国内主粮有临储制度，基本自给自足，海外粮食价格大幅上涨对国内影响较小。**相对来说，油料方面（例如棕榈油、菜油）进口依存度较高，对国内农产品价格存在一定冲击。

**五是国内基本金属出口存在一定约束。**出口关税、商品的规格标准等都是限制基本金属出口的重要因素，海外金属价格虽然大幅上行，但是国内金属上涨幅度有限。

**表 2：俄乌冲突的影响及国内或有政策和特有国情**

四条路径	俄乌冲突的影响	国内或有政策选项&我国特有国情
黑色金属	俄罗斯和乌克兰钢材净出口分别位居全球第一、第四； 俄乌铁矿出口占全球5%以上。	对铁矿贸易“去金融化”，减少投机； 限制钢材出口，弱化行业平控。
有色金属	天然气紧张带动欧洲电费上涨，有色金属成本抬升； 俄罗斯铝锭出口全球第一。	出口关税限制国内外有色金属价格联动； 电力资源紧张程度缓解，国内铝、铜产量逐步恢复。
能源化工	俄罗斯的原油、天然气出口全球第二； 俄罗斯输送欧洲的天然气管道近一半途径乌克兰。	去向电厂的煤炭被限价，电费相对稳定； 煤化工行业的原料用煤不再计入能耗双控的考核范畴； 汽柴油价格在130美元后尽量不再跟随原油价格进行调整。
农产品	俄乌本身是农产品（小麦、玉米等）出口大国； 天然气紧缺带动化肥厂减产，尿素价格上涨较快； 俄罗斯钾肥出口占全球贸易量的18%。	国内农产品有临储制度，主粮影响较小； 对尿素、化肥等限制出口； 提前采取对油料等紧缺物资的保供举措。

资料来源：民生证券研究院整理，发改委官网，世界钢铁协会，WITS，IEA

## 4 风险提示

**原油供给超预期：**OPEC 大幅增产。

**冲突走势超预期：**俄乌冲突扩大化，对全球商品供需造成实质性影响。

**各国博弈超预期：**例如欧美国家对俄罗斯进行制裁。



## 插图目录

图 1：国外定价的商品对 PPI 环比贡献高于国内商品.....	4
图 2：今年春节期间疫情冲击指数高于 2021 年全年.....	4
图 3：制造业利润同比增速自 2021 年 Q3 反弹.....	5
图 4：热卷表需恢复较快映射工业生产较好.....	5
图 5：2022 年 1-2 月出口仍然维持高速增长.....	5
图 6：月度乘用车批发明显高于农历同期水平.....	5
图 7：欧洲基本金属产量明显下滑.....	6
图 8：欧洲能源价格迅速上行.....	6

## 表目录

表 1：俄乌主要产品出口占全球贸易量比重.....	7
表 2：俄乌冲突的影响及国内或有政策和特有国情.....	8

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001