

宏观利率

报告原因：定期点评

通胀上行，但疫情下价格传导减速

——2022年4月通胀点评

2022年5月11日

宏观/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座

28层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

主要观点

➤ **4月通胀回升，翘尾因素贡献较大。**4月CPI同比上涨2.1%，PPI同比上涨8.0%，均超过wind一致预期的2.0%、7.8%。4月CPI环比0.4%，据此推测，三季度个别月份CPI突破3%的概率进一步提升，但全年PPI波动下滑态势预期不改。4月CPI上行主要源于食品项翘尾因素，扣除食品和能源的核心CPI同比下降至0.9%（前值1.1%）。

➤ **中游价格继续向下传导，但受疫情影响传导减速，上游价格向中游传导出现阻滞。**第一，工业品价格向消费品价格继续传导。PPI和CPI之差收窄至5.9%（前值6.8%），连续6个月收窄，PPI中生产资料和生活资料之差继续收窄至9.3%（前值9.8%），连续4个月收窄，但3月及4月收窄幅度有所放缓；第二，受疫情影响，上游价格向中游传导阻滞。如PPI中，采掘业和原材料剪刀差维持高位，原材料和加工业剪刀差继续攀升。原材料购进价格指数中，燃料动力分项继续上行，但和上游有色、化工分项之差也来到2018年以来高位。第三，中游向下游传导继续。原材料购进价格指数中，有色金属-建筑材料、化工原料-化工原料及半成品、化工原料-纺织原料等剪刀差继续下行。整体看，价格传导出现阻滞主要和疫情相关，若疫情好转和稳增长见效后，则价格传导趋势大概率重新确立。

➤ **能源价格环比上行，关注粮食价格上涨。**分项看，疫情导致部分生活必需品涨价，如近3个月生活用品及服务分项涨1.0%（前值0.3%），蛋类涨3.3%（前值-3.9%），但同时也使得部分商品价格边际下滑，如衣着、居住。随着生猪产能逐步调整、中央冻猪肉储备收储工作有序开展，猪肉价格由上月下降9.3%转为上涨1.5%。粮食和食用油价格边际上涨比较明显，其中粮食环比0.7%（前值0.5%）、食用油环比0.5%（前值0.4%）。PIRMI燃料分项环比上涨3.5%，连续3个月上涨，对应地，汽油和柴油价格分别上涨2.8%和3.0%。

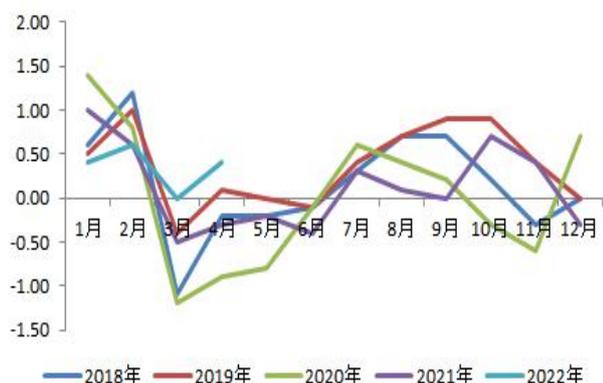


- **通胀短期可控，但货币政策需预防通胀。**整体上，通胀年内可控，但受能源大宗价格上涨、产业链价格传导趋势确立、输入型通胀压力不断加大等因素影响，不确定性也较大。今年中央多次定调稳物价，央行也多次表态货币政策关注通胀，如一季度货币政策执行报告指出，货币政策保持稳健取向，有利于物价走势中长期保持稳定。主要原因有二，一是全年通胀的平稳是稳增长政策充分发挥效力的前提。二是这轮通胀中能源、粮食价格上涨明显，关系到稳民生的效果。后期看，债市交易风险加大。5月11日，上海宣布全市已有8个区和浦东部分街镇社会面基本清零，对债市有一定扰动。二季度看，稳增长政策发力到经济见实效还需一段时间，期间货币政策发力点更多在推进宽信用环节，但同时也需要资金面的平稳作为保障。
- **风险提示：**疫情再度大幅恶化；能源资源价格进一步走升；企业和居民预期恶化，宽信用阻力大。

图表目录

图 1 : CPI 环比涨幅 (%)	4
图 2 : CPI 及其分阶段影响占比 (%)	4
图 3 : PPI-CPI (%)	4
图 4 : PPI: 生产资料-生活资料 (%)	4
图 5 : PPIRM 分项剪刀差 (%)	4
图 6 : 农业部猪肉价格走势 (元/公斤)	4

图 1：CPI 环比涨幅（%）



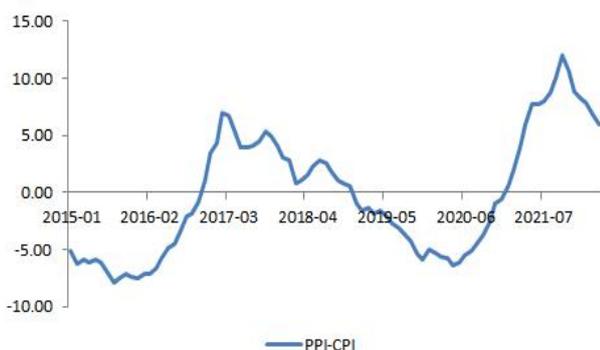
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：CPI 及其分阶段影响占比（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：PPI-CPI（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：PPI：生产资料-生活资料（%）



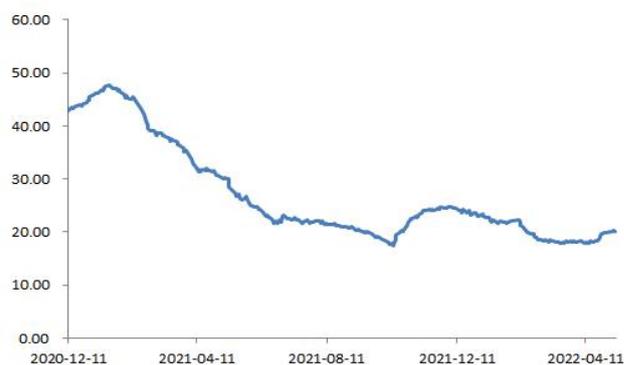
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PPIRM 分项剪刀差（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：农业部猪肉价格走势（元/公斤）



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

