

2022年05月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

4月CPI首破2：近忧不足惧，远虑宜早谋

事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

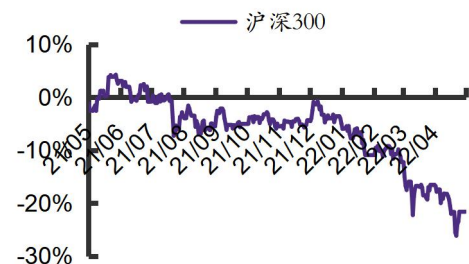
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《A股跌破3000点的冷思考》20220425
- 《本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望》20220416
- 《当稳增长遇上高通胀：中国版“FAANG”配置价值几何》20220408

5月11日，国家统计局公布了最新的物价数据。4月份CPI同比上涨2.1%，略超预期的1.8%，环比上月1.5%有所上升。4月份PPI同比上涨8%，环比上涨0.6%，增幅分别较上月回落了0.3%和0.5%。

投资要点

核心观点

- 1、疫情下居民囤货意愿上升和物流运输不畅，是4月份CPI快速上行的主要原因，特别是食品价格环比和同比同时由降转升，猪肉价格环比由降转升。
- 2、非食品项整体增速相对平稳，增幅较为明显的是交通通信行业，同比和环比同步上行，主要是受海外油价上涨影响。
- 3、4月份PPI增速在翘尾因素影响下延续回落态势，但降幅收窄，主因是外部俄乌冲突下的能源高位运行和国内保供稳价力度加强。
- 4、CPI突破2%，是多重因素叠加下的短期结果，猪油共振尚未形成，当前通胀风险相对可控，近忧不足。但也看到在疫情的助推下，通胀压力前移，随着后续猪周期触底回升，CPI上行的动能依旧存在，远虑增强。
- 5、4月份CPI上、PPI下符合央行判断，通胀对货币政策的制约有限。随着存款利率市场化改革的推进，宽松空间逐步打开，5月份是LPR调降的重要窗口期。

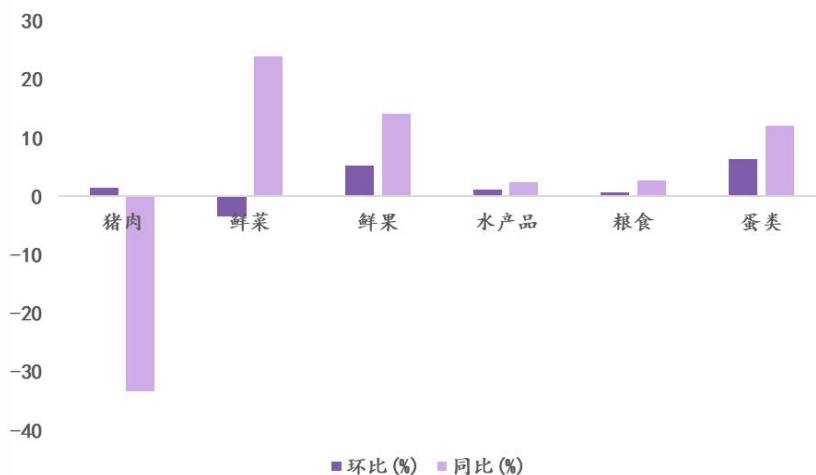
风险提示

- (1) 疫情恢复不及预期
- (2) 猪肉价格加速上升
- (3) 俄乌冲突再次升级

1、 食品价格贡献主要增长

由于疫情带来的居民囤货意愿上升和物流运输不畅的影响，4月份食品价格环比和同比同时由降转增，是这次CPI上涨的主要贡献项。环比上看，4月份食品价格由3月份的下降1.2%转为上涨0.9%；从同比看，食品价格由上月下降1.5%转为上涨1.9%，影响CPI上涨约0.35个百分点。从食品细项上来看，主要的增长来自于蔬菜、水果和鸡蛋，价格分别上涨24.0%、14.1%和13.3%，涨幅均较上月有所扩大。猪肉价格同比下降33.3%，虽然维持同比下降的趋势但降幅比上月收窄8.1个百分点，环比转跌为升，由3月份的下降9.3%上升至上涨1.5%。除此之外，粮食的价格同比上涨2.7%，是七年来的新高。世界范围的粮食价格的上行带给国内粮食价格上涨压力。俄罗斯乌克兰是世界主要的小麦玉米出口国之一，俄乌冲突直接导致玉米等农产品的供给端出现了收缩。首先是战争直接导致农产品的出口运输受堵；同时俄罗斯还是主要的化肥出口国，战争期间俄罗斯暂停出口化肥，间接抬升了农产品的价格；最后乌克兰地区的播种受到持续战争的影响，进一步收缩未来粮食供给的预期，全年来看国际粮食价格依然有上行的动力，国内保供稳价工作仍要坚持。综合来看，4月份食品价格的上涨主要是受到了疫情的影响。疫情封控力度加大，居民较强的囤货需求和交通物流成本的上升是主因。

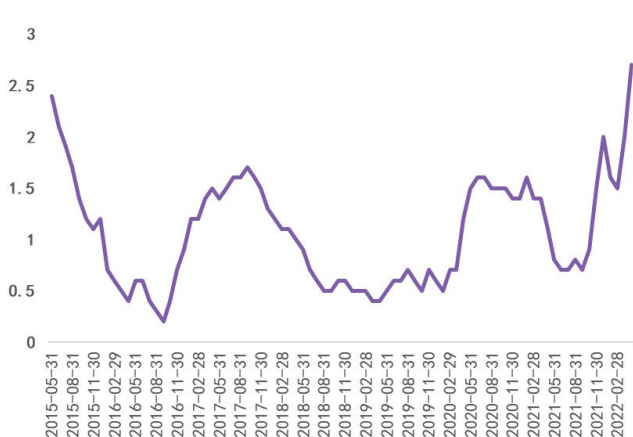
图表 1：食品项贡献了主要的 CPI 增长



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 2：粮食 CPI 当月同比涨幅创七年来最高值

图表 3：世界粮食价格仍有上涨压力



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

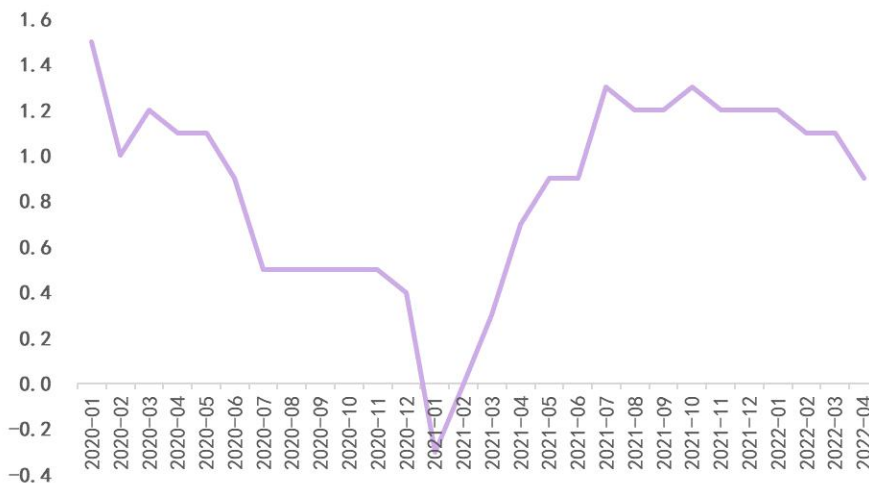


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

2、非食品项涨幅相对稳定

非食品项增速稳定, 环比涨幅0.2%, 同比涨幅2.2%, 与上月一致, 符合预期。非食品项目中主要的贡献项依旧是能源价格。在俄乌冲突愈演愈烈的情况下, 国际油价虽然价格较3月份有所下降, 但仍在100以上的高位震荡, 输入性通胀压力犹存: 4月份国内汽油、柴油和液化石油气价格同比分别上涨29.0%、31.7%和26.9%。而除去石油以及食品价格的涨幅, 4月份核心CPI同比涨幅仅0.9%, 环比涨幅0.1%, 物价相对稳定, 通胀风险总体可控。

图表 4: 核心 CPI 涨幅稳中有降



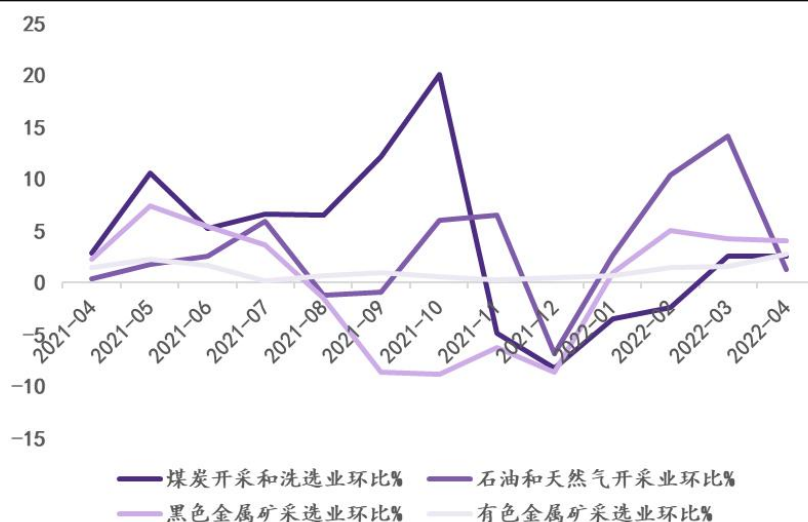
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

3、PPI 延续回落但降幅收窄

4月份PPI增速在翘尾因素影响下继续维持回落的态势, 但降幅收窄。主要原因是外

部俄乌冲突导致能源高位运行和国内保供稳价工作力度加强。4月份PPI同比上涨8%，环比上涨0.6%，增幅分别较上月回落了0.3%和0.5%。细项上来看，生产资料同比上涨10.4%，回落0.4%，环比上涨0.8%，回落0.6%。生活资料同比上涨1%，涨幅略有扩大0.1%，环比上涨0.2%，与上月持平。国内保供稳价的政策大力推进，近期发改委连续约谈发文：对煤炭实施税率为零的进口暂定税率，限定价格区间，鼓励签长期合约等。通过稳煤价来稳电价，从而稳定能源价格，保证企业经营成本，为稳经济打下基础。4月份的PPI分项中，黑色金属冶炼同比上涨5.6%，涨幅回落3.8%；煤炭开采和洗选业同比上涨53.4%，涨幅回落0.5%，有色金属冶炼同比上涨16.8%，涨幅回落1.5%。国际能源价格的波动是影响PPI的主要因素，但从环比来看下降趋势明显，保供稳价工作效果明显。石油和天然气开采业价格同比继续维持在高位，同比上涨48.5%，但环比来看仅上涨1.2%，涨幅回落12.9个百分点。石油煤炭及其他燃料加工业上涨38.7%，但环比价格仅上涨3.5%，涨幅回落了4.4个百分点。

图表 5：PPI 主要分项环比增速回落



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

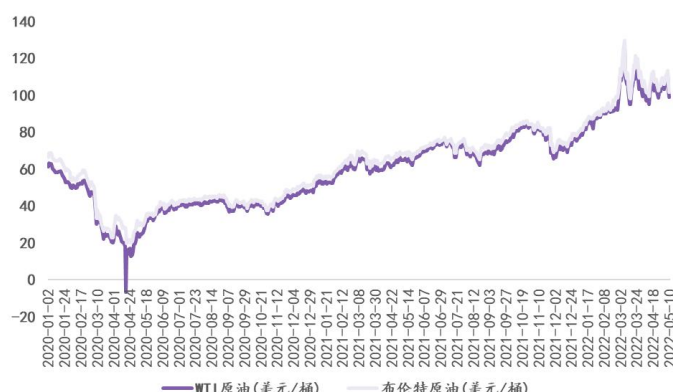
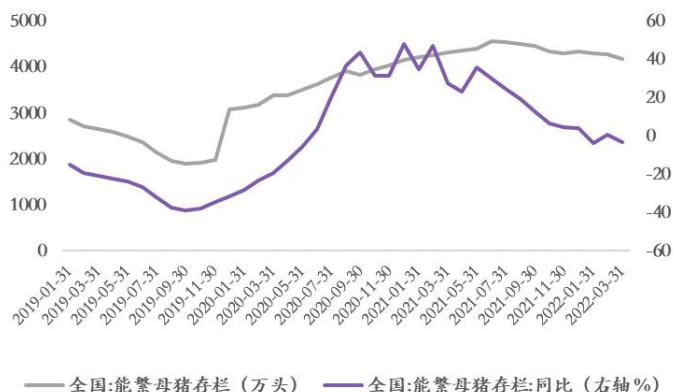
4、通胀近忧不足惧，远虑宜早谋

虽然物价数据突破了2%，但主要是多重因素叠加下的短期结果，猪油共振尚未形成，当前CPI上升压力整体相对可控，近忧不足。特别是随着多地疫情出现好转的迹象，上海每日新增大幅下行，多区实现社会面清零，供应链修复，物流运输逐步恢复，对物价的影响逐步减弱。

但也看到在疫情的助推下，通胀压力前移，随着后续猪周期触底回升，CPI上行的动能依旧存在，远虑增强。特别是猪肉价格，从能繁母猪存栏指标来看，近期增速有所下降，再加上国家猪肉收储力度加大，有助于猪肉价格的上行，4月份环比已经转跌为升，下半年猪周期触底回升的概率加大。全球油价在俄乌局势的扰动下，仍保持高位运行态势，通胀压力前移，预计5月份CPI继续上行。

图表 6: 能繁母猪存栏数量增速有所下降

图表 7: 国际油价从高点回落, 持续震荡



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 8: 上海疫情有着明显的好转



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

5、 通胀未制约货币宽松, 5月LPR调降可期

综合来看, 4月份物价数据对未来货币政策的制约有限, 后续的宽松政策仍然可期。央行在货币政策执行报告中已经预测到了食品和能源价格的波动对于物价数据的影响: 支持粮食, 能源生产的保供, 保持物价水平总体稳定。结合短期猪油共振可能性不大的预期, 央行未来的工作重心是继续释放贷款市场报价利率改革效能, 进一步推动降低企业综合融资成本。当前银行已经开始组团下调存款利率, 工农中建交邮储等国有银行和大部分股份制银行均已于4月下旬下调了其1年期以上期限定期存款和大量存单利率, 为后续进一步降低实体融资成本打出提前量, 也为后续LPR调降打出了空间, 5月份是LPR调降的重要窗口期。

图表 9: 4 月份物价数据速览

| | 较上月变动 | 当月同比 | | | 当月环比 | |
|------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 2022年4月 | 2022年3月 | 2022年2月 | 2022年4月 | 2022年3月 |
| CPI | ▲ | 2.1 | 1.5 | 0.9 | 0.4 | 0 |
| 核心CPI | ▼ | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 0.1 | -0.1 |
| 消费品 | ▲ | 3 | 1.7 | 0.7 | 0.5 | 0.2 |
| 服务 | ▼ | 0.8 | 1.1 | 1.2 | 0.1 | -0.2 |
| 食品 | ▲ | 1.9 | -1.5 | -3.9 | 0.9 | -1.2 |
| 猪肉 | ▲ | -33.3 | -41.4 | -42.5 | 1.5 | -9.3 |
| 鲜菜 | ▲ | 24 | 17.2 | -0.1 | -3.5 | 0.4 |
| 鲜果 | ▲ | 14.1 | 4.3 | 6.6 | 5.2 | -2.3 |
| 水产品 | ▼ | 2.4 | 4.2 | 4.9 | 1.2 | -2.1 |
| 粮食 | ▲ | 2.7 | 2 | 1.5 | 0.7 | 0.5 |
| 蛋类 | ▲ | 12.1 | 7 | 2.6 | 6.3 | 0.3 |
| 非食品 | - | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 0.2 | 0.3 |
| 衣着 | ▼ | 0.5 | 0.6 | 0.6 | -0.2 | 0.4 |
| 居住 | ▼ | 1.2 | 1.3 | 1.4 | -0.1 | 0.1 |
| 生活用品及服务 | ▲ | 1.2 | 0.9 | 0.6 | 0.6 | 0.2 |
| 交通和通信 | ▲ | 6.5 | 5.8 | 5.5 | 1.1 | 1.6 |
| 教育文化和娱乐 | ▼ | 2 | 2.6 | 2.5 | 0.1 | -0.3 |
| 医疗保健 | - | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.1 | 0.1 |
| 其他用品和服务 | ▼ | 1.7 | 2.1 | 0.3 | 0 | 1 |
| PPI | ▼ | 8 | 8.3 | 8.8 | 0.6 | 1.1 |
| 生产资料 | ▼ | 10.3 | 10.7 | 11.4 | 0.8 | 1.4 |
| 采掘工业 | ▲ | 38.3 | 38 | 33 | 2 | 4.8 |
| 原材料工业 | ▲ | 17.4 | 16.7 | 17.9 | 1.4 | 2.9 |
| 加工工业 | ▼ | 4.8 | 5.7 | 6.6 | 0.4 | 0.4 |
| 生活资料 | ▲ | 1 | 0.9 | 0.9 | 0.2 | 0.2 |
| 食品类 | ▲ | 1.6 | 0.8 | 0.5 | 0.4 | 0.5 |
| 衣着类 | ▼ | 0.7 | 0.8 | 1.4 | 0 | -0.2 |
| 一般日用品类 | ▼ | 1.8 | 1.9 | 1.5 | 0.2 | 0.4 |
| 耐用消费品类 | ▼ | -0.1 | 0.3 | 0.7 | 0 | 0 |
| PPI-CPI剪刀差 | ▼ | 5.9 | 6.8 | 7.9 | - | - |

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 疫情恢复不及预期
- (2) 猪肉价格加速上升
- (3) 俄乌冲突再次升级

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期个股相对沪深300指数涨幅 |
|---|------|-----------------|
| 1 | 推荐 | >15% |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15% |
| 3 | 中性 | (-)5%---(+)5% |
| 4 | 减持 | (-)15%---(-)5% |
| 5 | 回避 | <(-)15% |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期行业相对沪深300指数涨幅 |
|---|------|-----------------|
| 1 | 增持 | 明显强于沪深300指数 |
| 2 | 中性 | 基本与沪深300指数持平 |
| 3 | 减持 | 明显弱于沪深300指数 |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。