

PPI 同比涨幅如期回落, 疫情持续之下 CPI 同比继续上行——2022 年 4 月通胀数据点评

2022 年 5 月 11 日

➤ 事件:

2022 年 4 月, CPI 同比+2.1%, 较上月+0.6PCTS, 环比+0.4%, 核心 CPI 同比+0.9%, 环比+0.1%; PPI 同比+8.0%, 环比+0.6%, PPIRM 同比+10.8%, 环比+1.3%。

➤ 核心观点:

➤ 国内疫情持续及国际大宗商品价格上涨之下, 4 月 CPI 环比超季节性上行、同比继续抬升:

2022 年 4 月 CPI 环比+0.4%, 强于近 5 年历史同期均值的-0.25%, 呈现超季节性上涨特点。核心 CPI 环比+0.1%, 弱于近 5 年历史均值的+0.18%。CPI 和核心 CPI 分别强于和弱于季节性, 主要原因在于本月 CPI 环比超季节性上涨由食品和能源价格超季节性上行推动。食品价格的全面超季节性上行态势, 一方面缘于疫情期间的封控政策以及能源价格上涨下的物流成本上升, 推高部分食品价格, 另一方面缘于居民囤货需求短期内提升。非食品项超季节性上行, 主要受生活用品及服务超季节性上行和能源价格上涨下交通和通信价格超季节性上行推动。2022 年 4 月 CPI 同比+2.1%, 较上月+0.60PCTS, 略高于市场预期的+2.0%, 主要由食品项推动。4 月猪肉价格环比上行, 叠加去年同期的价格基数降低, 使得猪肉价格对 CPI 同比的拖累作用明显减弱。此外, 鲜菜、蛋类、鲜果、牛肉及粮食等同比上行幅度加大, 与对 CPI 同比拖累作用减弱的猪肉一起推高了本月 CPI 食品项的同比。

疫情防控导致的物流受阻、囤货需求提高以及地缘冲突下的国际能源价格持续高位运行是推动 2022 年 4 月 CPI 环比超季节性上行和同比继续上行的主要原因。去除食品和能源后, 4 月核心 CPI 环比弱于季节性, 同比+0.9%, 较上月-0.2PCTS, 仍然比较平稳。

往后看: 1, 预计猪价对 CPI 食品项同比的拖累将继续走弱。2, 物流改善, 蔬菜鲜果等食品同比涨幅有望下降。3, 地缘冲突持续, 能源价格预计继续高位震荡, 仍将持续推高 CPI。总体上, 在猪肉价格对食品项的拖累逐步减弱、5 月到 6 月 CPI 翘尾因素逐渐走高的情况下, 国内疫情的防控效果和地缘冲突的变化是未来几个月决定 CPI 同比是否出现持续超预期的关键因素。未来几个月 CPI 同比或继续上行, 但同比上涨超过 3%, 制约货币政策的可能性并不大。

➤ PPI 环比涨幅结束 3 个月的上行, 出现回落, 同比涨幅在翘尾因素作用下继续下行:

2022 年 4 月 PPI 同比+8.0%, 较上月-0.3PCTS, 略高于市场预期的+7.8%。2022 年 4 月, 国内煤价、钢价相对平稳, 国际油价在地缘政治突发事件持续下继续高位震荡, 其中, 煤价和油价由于去年的低基数, 同比涨幅较大。从上下游角度, 下游行业的成本压力环比趋缓, 但同比看仍然较大。4 月保供稳价政策起到了一定效果: 石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业等行业 PPI 环比涨幅下行。同比上, 调查的 40 个工业行业大类中, 价格涨幅回落的有 22 个, 比上月增加 1 个。展望后市, 我们认为基于翘尾因素, PPI 同比仍将继续下行, 随着短期扰动的因素的消退, 回落节奏可能较前几个月更快。

目前的基本情况是地缘冲突持续, 国际大宗商品价格高位震荡, 国内疫情 5 月开始已经初现转机。预计 5 月 CPI 同比+2.2%左右, PPI 同比+7.0%左右。

股市有风险入市须谨慎



1、国内疫情持续及国际大宗商品价格上涨之下，4月CPI环比超季节性上行、同比继续抬升

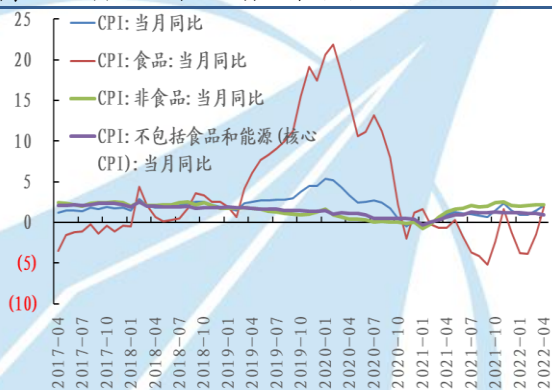
2022年4月CPI环比+0.4%，强于近5年历史同期均值的-0.25%，呈现超季节性上涨特点。扣除食品和能源后，4月核心CPI环比+0.1%，弱于近5年历史均值的+0.18%。**CPI和核心CPI分别强于和弱于季节性，主要原因在于本月CPI环比超季节性上涨由食品和能源价格超季节性上行推动。**具体来看：1，CPI食品项环比+0.9%，强于近5年历史同期均值的-1.6%。因鲜菜上市量增加，4月鲜菜价格环比下行，CPI鲜菜项环比录得-3.5%（上月为+0.4%），但这种环比下行幅度与历年4月相比并不强，低于近5年4月CPI鲜菜项环比下行均值的6.35PCTS，带动CPI环比下行力度较小。4月猪肉价格因生猪产能逐步调整及中央冻猪肉储备收储工作的开展由上月的环比下行转头向上，CPI猪肉项环比录得+1.5%，高于近5年4月环比均值的-5.12%，带动CPI环比超季节性上行。此外，4月粮食（4月环比+0.7%，5年均值+0.12%）、食用油（4月环比+0.5%，5年均值0）、牛肉（4月环比+0.3%，5年均值-0.52%）、水产品（4月环比+1.2%，5年均值+0.74%）、蛋类（4月环比+6.3%，5年均值-0.24%）及鲜果（4月环比+5.2%，5年均值-0.55%）等价格均呈现超季节性上行。总体来看，4月食品价格总体呈现全面超季节性上行态势，我们认为这一方面缘于疫情期间的封控政策以及能源价格上涨下的物流成本上升，推高部分食品价格，另一方面缘于居民囤货需求短期内提升。2，4月CPI非食品项环比+0.2%，强于近5年历史同期均值的+0.1%，超季节性上行主要受能源价格上涨下交通和通信价格超季节性上行和生活用品及服务超季节性上行推动。其中，4月，汽油和柴油价格分别上涨2.8%和3.0%，带动CPI交通工具用燃料环比+2.7%，超近5年4月均值的-1.46%。

2022年4月CPI同比+2.1%，较上月+0.60PCTS，略高于市场预期的+2.0%。分食品和非食品看，食品项同比+1.9%，较上月+3.4PCTS，非食品项同比+2.20%，与上月相同，食品项推动了4月CPI同比上行。具体来说：4月猪肉价格环比上行，叠加去年同期的价格基数降低，使得猪肉价格同比录得-33.3%，较上月+8.1PCTS，对CPI同比的拖累作用明显减弱。此外，鲜菜（同比+24.0%，上月+17.2%）、蛋类（同比+12.1%，上月+7.0%）、鲜果（同比+14.1%，上月+4.3%）、牛肉（同比+0.8%，上月0）及粮食（同比+2.7%，上月+2.0%）等同比上行幅度加大，与对CPI同比拖累作用减弱的猪肉一起推高了本月CPI食品项的同比。非食品方面，交通工具用燃料同比录得+28.4%，较上月+4.3PCTS，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨29.0%、31.7%和26.9%。受疫情影响，旅游价格上行趋缓，CPI旅游项录得+2.4%，较上月-3.8PCTS。

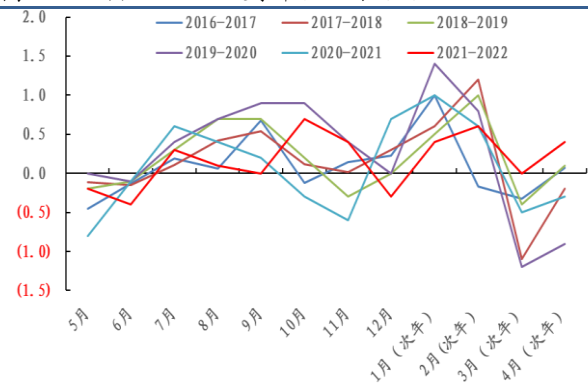
总体来看，2022年4月CPI呈现环比超季节性上行、同比继续上行的态势，前者主要由食品和能源价格超季节性上行推动，后者主要缘于猪肉价格对CPI同比的拖累作用减弱，以及鲜菜、蛋类和鲜果等其余食品项价格同比的持续上行。**疫情防控导致的物流受阻、囤货需求提高以及地缘冲突下的国际能源价格持续高位运行是推动2022年4月CPI环比超季节性上行和同比继续上行的主要原因。**4月，整车货运流量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数、公共物流园吞吐量指数环比、同比均出现较大幅度下降，显示4月全国物流与3月和去年同期相比均出现较大程度堵塞。4月原油价格高位震荡，叠加去年的低基数，价格同比仍然较高。去除食品和能源后，4月核心CPI环比弱于季节性，同比+0.9%，较上月-0.2PCTS，仍然比较平稳。

往后看：1，预计猪价对 CPI 食品项同比的拖累将继续走弱。4 月猪肉价格已经呈现环比上行趋势，5 月初至今继续上行，结合目前与历史价格相比仍然较低的猪肉价格，和连续 9 个月为负的能繁母猪存栏变化率，短期内猪肉价格或有波动，但即使下探，幅度也比较有限。而去年 4 月到 10 月猪价逐月下行，4 月到 6 月期间每月跌幅更是达到-14.0%到-15.6%。猪价向下空间有限，叠加去年 4 月到 10 月猪价基数的持续走低（其中 4 月到 6 月基数走低速度最快），后续猪价同比对 CPI 的拖累将持续走弱，5 月和 6 月走弱幅度可能更大。2，物流改善，蔬菜鲜果等食品同比涨幅有望下降。5 月疫情仍在持续，但较 4 月情况已有改善。叠加各项保物流措施出台，预计物流阻塞对鲜菜、水果等食品价格的影响将较 4 月减弱，整车货运流量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数、公共物流园吞吐量指数等高频数据显示物流自 4 月中下旬至今持续改善。由于前期价格已经上涨较多，价格同比预计仍然维持相对高位，但涨幅有望下降。3，地缘冲突持续，能源价格预计继续高位震荡，仍将持续推高 CPI。

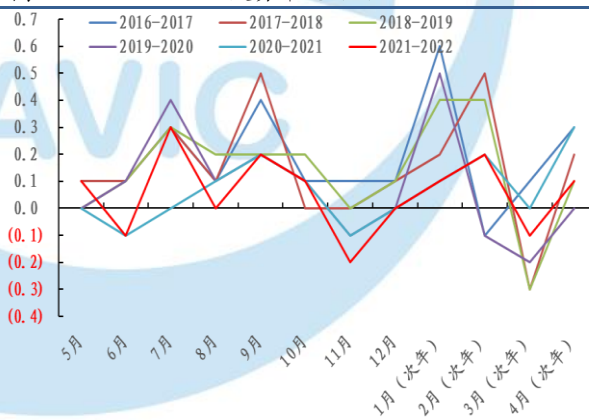
总体上，在猪肉价格对食品项的拖累逐步减弱、5 月到 6 月 CPI 翘尾因素逐渐走高的情况下，国内疫情的防控效果和地缘冲突的变化是未来几个月决定 CPI 同比是否出现持续超预期的关键因素。未来几个月 CPI 同比或继续上行，但同比上涨超过 3%，制约货币政策的可能性并不大。

图表 1：4 月 CPI 同比继续上行（%）


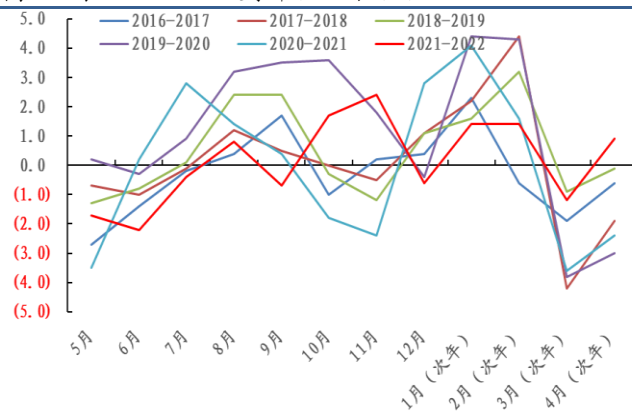
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 2：4 月 CPI 环比超季节性上行（%）


资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 3：核心 CPI 环比走势平稳（%）


资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 4：食品 CPI 环比超季节性上行（%）


资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 1: CPI 分项目同比和环比情况 (%)

	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04
CPI: 当月同比	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70	0.80	1.00	1.10	1.30	0.90
CPI: 食品烟酒: 当月同比	1.90	-0.30	1.80	1.80	-0.10	1.70	-0.90	2.80	2.00	1.80	-0.40	0.80	0.10
CPI: 衣着: 当月同比	0.50	0.60	0.60	0.40	0.60	0.50	0.50	0.50	0.50	0.40	0.40	0.40	0.20
CPI: 居住: 当月同比	1.20	1.30	1.40	1.40	1.60	1.70	1.70	1.30	1.10	1.10	0.90	0.70	0.40
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	1.20	0.90	0.60	0.40	0.80	0.50	0.90	0.50	0.60	0.30	0.30	0.40	0.40
CPI: 交通和通信: 当月同比	6.90	5.80	5.50	5.20	5.00	7.60	7.00	5.80	5.90	6.90	5.80	5.50	4.90
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	2.00	2.60	2.50	2.90	3.10	3.00	2.90	3.20	3.00	2.70	1.50	1.50	1.30
CPI: 医疗保健: 当月同比	0.70	0.70	0.60	0.60	0.70	0.60	0.60	0.40	0.40	0.40	0.30	0.20	0.10
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	1.70	2.10	0.30	-0.10	-0.50	-0.60	-0.50	2.80	3.90	1.30	0.90	0.90	1.30
CPI: 环比	0.40	0.00	0.60	0.40	-0.30	0.40	0.70	0.00	0.10	0.30	-0.40	-0.20	-0.30
CPI: 食品烟酒: 环比	0.70	-0.90	1.20	1.10	-0.30	1.60	1.20	-0.40	0.50	-0.20	-0.40	-1.00	-1.50
CPI: 衣着: 环比	-0.20	0.40	-0.30	-0.50	0.10	0.30	0.30	0.80	-0.10	-0.40	-0.20	0.30	0.00
CPI: 居住: 环比	-0.10	0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00	0.40	0.20	0.10	0.20	0.10	0.10	0.10
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.60	0.20	0.20	-0.10	0.30	0.30	0.30	-0.10	0.10	0.40	-0.20	-0.10	0.30
CPI: 交通和通信: 环比	1.10	1.60	1.40	1.10	-1.30	0.30	1.00	-0.20	-0.60	1.50	0.10	0.40	0.40
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.10	-0.30	0.40	0.20	0.00	-0.50	0.20	0.70	0.00	1.00	-0.20	0.30	0.70
CPI: 医疗保健: 环比	0.10	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10
CPI: 其他用品和服务: 环比	0.00	1.00	0.10	0.90	-0.10	-0.50	0.10	0.30	-0.90	0.20	0.10	0.60	0.40

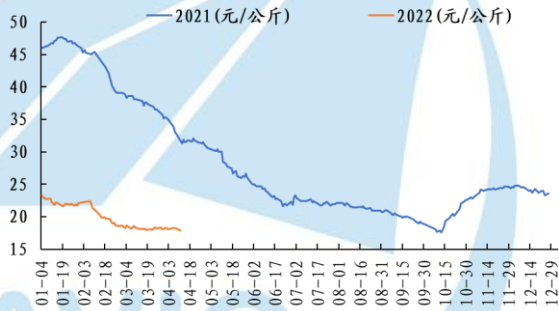
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: CPI 分项目季节性比较 (%)

	近五年均值	2022-04	2021-04	2020-04	2019-04	2018-04	2017-04
CPI: 环比	-0.25	0.40	-0.30	-0.90	0.10	-0.20	0.07
CPI: 食品烟酒: 环比	-1.02	0.70	-1.50	-2.10	0.00	-1.20	-0.31
CPI: 衣着: 环比	0.06	-0.20	0.00	-0.10	0.00	0.20	0.19
CPI: 居住: 环比	0.03	-0.10	0.10	-0.20	0.00	0.10	0.14
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.15	0.60	0.30	-0.10	0.10	0.20	0.23
CPI: 交通和通信: 环比	-0.07	1.10	0.40	-1.20	0.00	0.60	-0.16
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.27	0.10	0.70	-0.20	0.30	0.20	0.35
CPI: 医疗保健: 环比	0.26	0.10	0.10	0.20	0.10	0.20	0.69
CPI: 其他用品和服务: 环比	0.36	0.00	0.40	-0.10	0.40	0.40	0.69

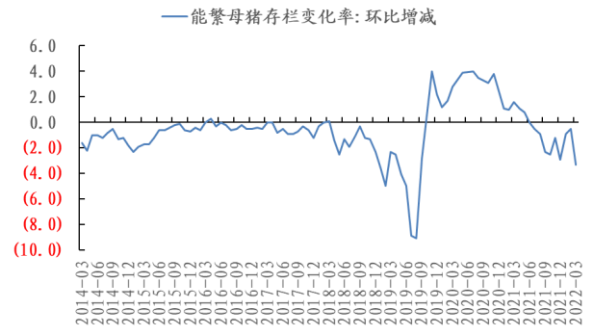
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 7: 2021 年和 2022 年猪肉价格走势



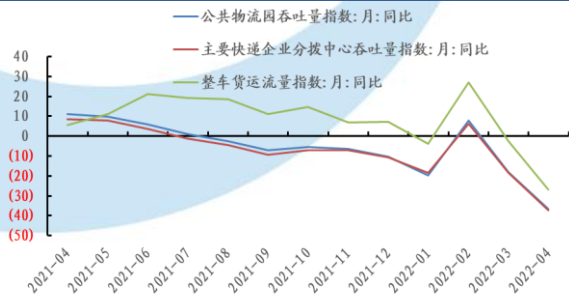
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 8: 能繁母猪存栏变化率 (环比增减) 走势 (%)



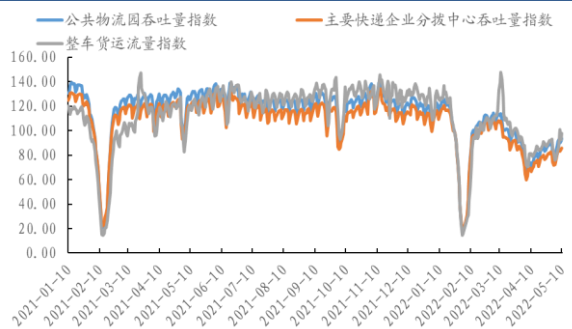
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 9: 4 月物流相关数据同比反映物流阻塞严重 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: 4 月中下旬以来物流已见持续改善



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 整车流量指数=当月整车任务数 / 2019 年周均任务数 * 100)

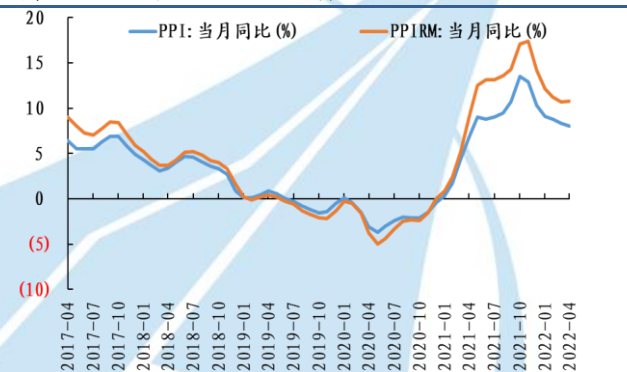
2、PPI 环比涨幅结束 3 个月的上行，出现回落，同比涨幅在翘尾因素作用下继续下行

2022 年 4 月 PPI 同比+8.0%，较上月-0.3PCTS，略高于市场预期的+7.8%，环比+0.6%，较上月-0.5PCTS。2022 年 4 月 PPIRM 同比+10.8%，较上月+0.1PCTS，环比+1.3%，与上月相同。

2022 年 4 月，国内煤价、钢价相对平稳，国际油价在地缘政治突发事件持续下继续高位震荡，其中，煤价和油价由于去年的低基数，同比涨幅较大。分上中下游来看，同比方面，2022 年 4 月 PPI 采掘工业同比+38.3%，较上月+0.3PCTS，PPI 原材料工业同比+17.4%，较上月+0.7PCTS，PPI 加工工业同比+4.8%，较上月-0.9PCTS。环比来看，2022 年 4 月 PPI 采掘工业、原材料工业和加工工业分别为+2.0%（较上月-2.8PCTS）、+1.4%（较上月-1.5PCTS）和+0.4%（与上月相同）。环比上，上游行业 PPI 涨幅与下游行业 PPI 涨幅的差有所收窄，同比上，上游行业 PPI 涨幅与下游行业 PPI 涨幅的差继续扩大，下游行业的成本压力环比趋缓，但同比看仍然较大。4 月保供稳价政策起到了一定效果：石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业环比涨幅分别回落 4.4、0.4、12.9 和 1.9 个百分点。同比上，调查的 40 个工业行业大类中，价格涨幅回落的有 22 个，比上月增加 1 个。

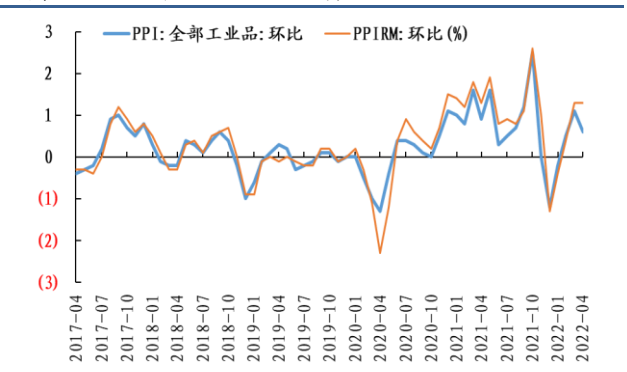
地缘冲突持续，国际大宗商品价格高位震荡，国内疫情 5 月开始已经初现转机。展望后市，我们认为基于翘尾因素，PPI 同比仍将继续下行，随着短期扰动的因素的消退，回落节奏可能较前几个月更快。

图表 11: PPI 和 PPIRM 同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 12: PPI 和 PPIRM 环比走势



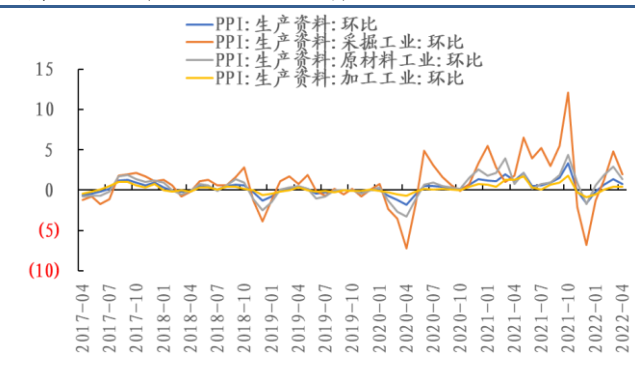
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 13: 上中下游 PPI 同比走势 (%)



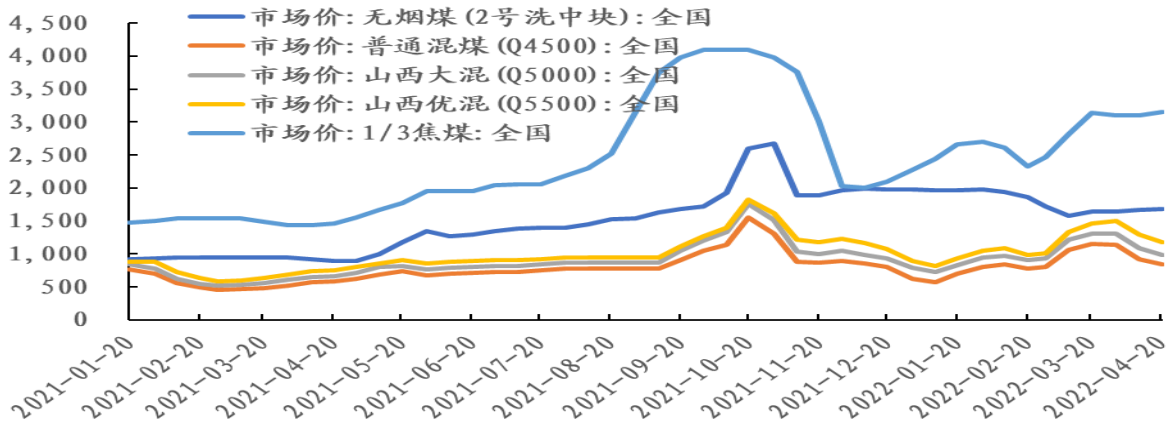
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 14: 上中下游 PPI 环比走势 (%)



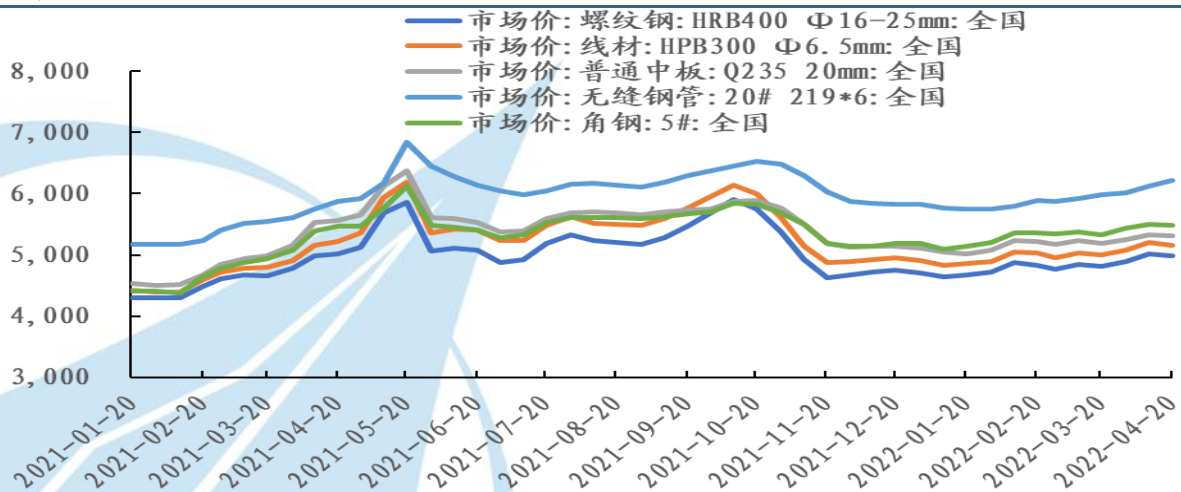
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 15: 煤炭价格走势 (元/吨)



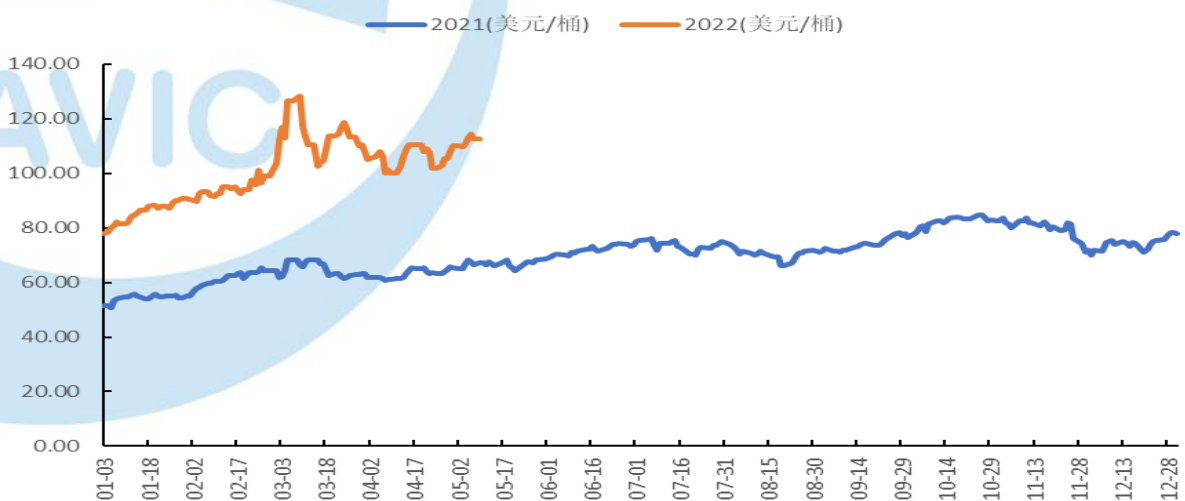
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 16: 钢材价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 17: 原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: wind, 中航证券研究所



图表 18: 南华工业品指数和 CRB 现货指数走势



资料来源: wind, 中航证券研究所



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

符畅（证券执业证书号：S0640514070001），中航证券首席宏观分析师。

刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），中航证券宏观分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。