

2022年4月物价数据简评

结构性通胀压力不减

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项:

2022年4月CPI同比2.1%，PPI同比为8.0%。

平安观点:

- **4月CPI同比增速较上月提升0.6个百分点**，背后的原因有三：1) 疫情推升物流运输成本和居民囤货需求；2) 国际粮油、能源价格上涨的影响依然较大。3) PPI向CPI的价格传导也有助推。**当前CPI增速的上行仍是结构性的**，剔除食品和能源的核心CPI同比下滑0.2个百分点，经济下行压力加大、就业偏弱抑制着居民非必需消费需求，疫情防控进一步冲击线下服务需求。
- **4月PPI同比增速继续回落，环比涨幅收窄**。分行业看，4月上游采掘及原材料行业PPI环比涨幅多数收窄。环比涨幅较高的行业依然集中于石化产业、有色金属、黑色系商品三大板块。一方面，国际原油、有色金属价格高位震荡，但在人民币贬值预期的助推下，国内期货价格相对走强。另一方面，保供稳价措施积极推进，黑色系商品涨幅回落。然而，后续国内基建稳增长预期依然较强，焦煤等商品供需缺口依然存在，黑色系商品价格回落的根基尚不稳定。
- **4月PPI向下游行业及CPI传导的迹象较多**。一是，生产资料中，加工工业的表现依然较强，环比持平于0.4%，这意味着PPI生产资料向生活资料的传导较强。二是，生活资料的环比增速并未跟随生产资料收窄，而是持平于上月；生活资料的同比增速相比上月提升了0.1个百分点。三是，CPI家用器具分项环比上涨0.4%，相比2015至2021年同期均值高出0.3个百分点，表明工业品价格高位下，PPI向CPI传导有所加快。
- **后续通胀内忧与外患并存**。一方面，国际粮食、原油价格上行风险较大，人民币汇率贬值弹性的释放或进一步助推输入型通胀压力。另一方面，国内物价运行存在三点内部隐患，包括国内工业品向居民消费的传导有所增强，黑色系商品价格和新一轮猪周期的潜在影响。
- **当前我国结构性通胀压力依然较大，是全局性货币政策操作面临的约束之一**。4月22日央行行长易纲在博鳌亚洲论坛上表示，“中国货币政策的首要任务是维护物价稳定”。5月9日央行发布的2022年一季度货币政策执行报告也将“稳物价”排在稳增长和稳就业之后，作为支持实体经济的重点目标之一。我们认为，后续央行将继续多措并举降低企业综合融资成本、积极推进宽信用，同时为经济薄弱的环节提供更多的定向支持。支持交通运输、物流仓储业融资的1000亿元再贷款工具可能较快落地，这将有助于对冲物流运输成本上升对通胀的冲击。

一、食品能源共同推高 CPI 增速

4 月 CPI 同比上涨 2.1%，相比上月提升 0.6 个百分点。其中，CPI 食品项同比 1.9%，相比上月抬升 3.4 个百分点；非食品项同比 2.2%，持平于上月；剔除食品和能源的核心 CPI 同比增速 0.9%，较 3 月下滑 0.2 个百分点。**4 月 CPI 环比增速 0.4%，强于-0.2%的季节性规律，主要受食品、能源相关分项的上行推动，核心 CPI 的环比涨幅弱于季节性。**具体看：

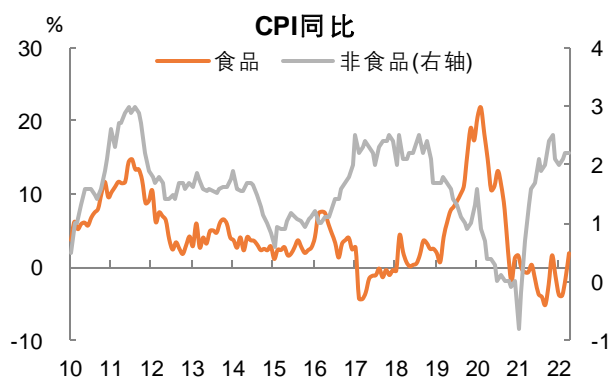
一是，食品分项环比反季节性上行，主要项目变化多数强于季节性规律。

- 一方面，主要食品均价抬升，其背后是疫情与燃油价格上涨共同推升了食品的物流运输成本，居民囤货需求有所增加。从公路物流运价指数看，全国、华北和长三角地区 3 月末以来分别累计上涨了 2.4%、4.3%、4.9%。尤其是 4 月第二周（4 月 6 日至 13 日），华北和长三角地区的公路运价的环比涨幅超过 300%。居民囤货需求火热，从百度搜索指数看，4 月“囤货”被搜索的次数明显高于此前。
- 另一方面，受国际粮价上涨的影响，CPI 粮食、食用油价格继续超季节性上行。4 月国际 CBOT 小麦、玉米和豆油期货价格环比分别上涨 4.9%、8.6%、20.4%，对应的国内现货商品价格 4 月环比分别上涨 1.7%、0.9%、11.8%，后续还可能继续传导。
- 此外，猪肉批发价自 4 月下旬开始环比反弹。由于部分养殖户因看好后市延迟生猪压栏、二次育肥，叠加囤货需求增加、部分地区的生猪调运政策调整影响下，猪肉批发价自 4 月中下旬起小幅上涨。不过，当前生猪的潜在供给依然处于过剩状态，4 月下旬开始的反弹幅度与持续性可能不强。往后看，基于对 2021 年 7 月以来能繁母猪存栏去化情况的观察，我们仍预计 2022 年下半年猪肉价格将有较大幅度的反弹。

二是，非食品项环比略强于季节性，主要受能源涨价和 PPI 价格传导助推，服务价格依然是拖累因素。

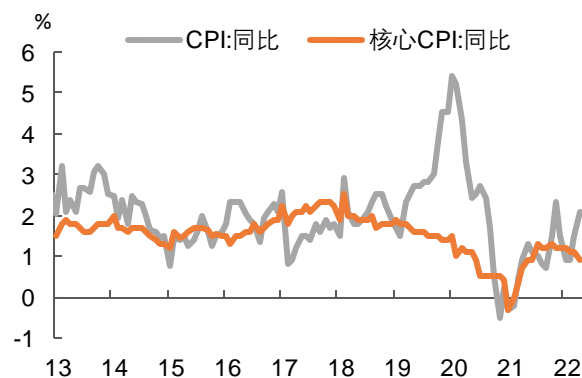
- 能源相关的交通工具用燃料分项环比上涨 2.7%。尽管布油价格 4 月震荡走平、国内成品油在 4 月 16 日和 29 日两次调降，但 4 月国内汽油、柴油出厂均价相比 3 月分别抬升了 3.0%、3.3%。
- PPI 相关的家用器具分项环比上涨 0.4%，相比 2015 至 2021 年同期均值高出 0.3 个百分点。工业品价格高位下，PPI 向 CPI 传导有所加快。
- 服务相关项目低迷，经济下行压力加大、就业偏弱抑制着居民非必需消费的需求，而疫情防控进一步冲击线下服务，娱乐文教、医疗服务等项目环比变化皆弱于季节性。

图表1 4 月 CPI 食品、非食品项双双上行



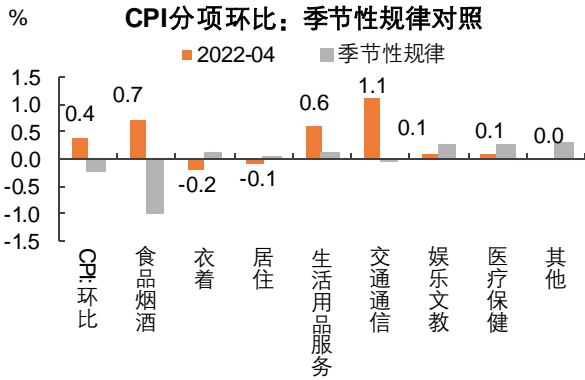
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 4 月核心 CPI 同比增速下滑 0.2 个百分点



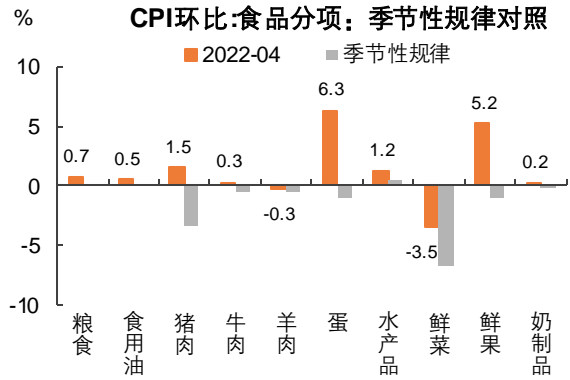
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 4月CPI环比强于季节性规律



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 粮油、鸡蛋、鲜菜等价格环比上行推升食品分项



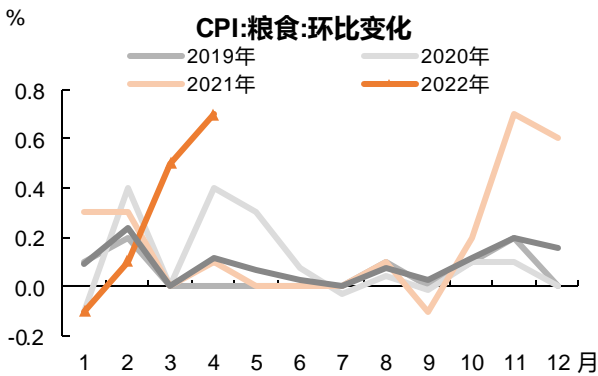
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 从百度指数看，4月“囤货”被搜索的次数明显高于此前



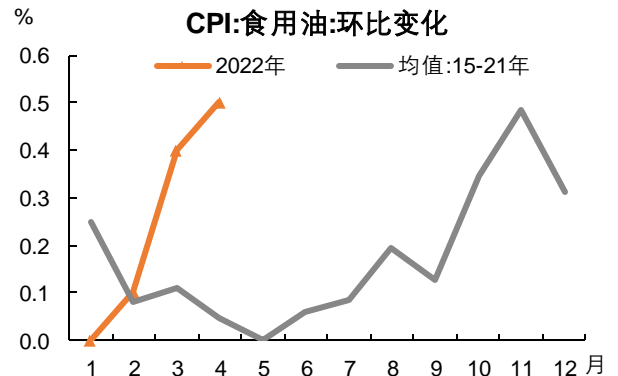
资料来源: 百度、平安证券研究所

图表6 CPI粮食分项环比进一步上行



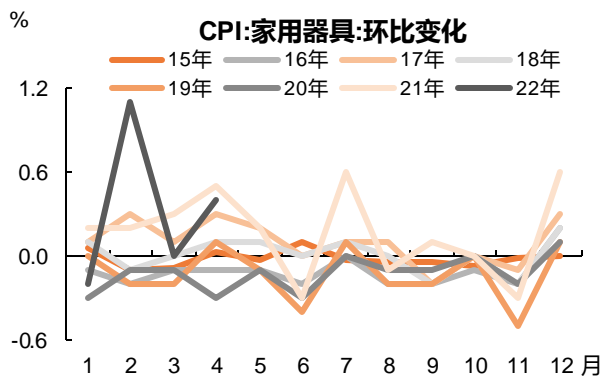
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 CPI食用油分项环比表现超季节性



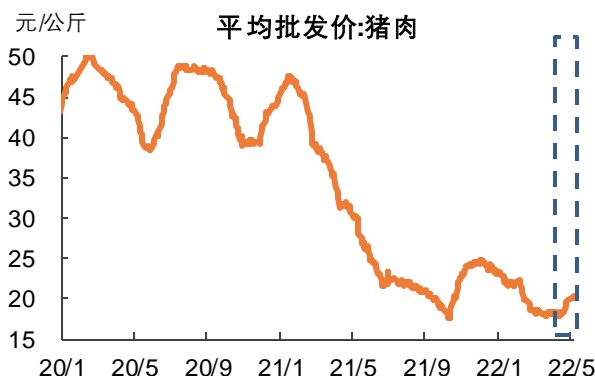
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 CPI家用器具分项环比表现超季节性



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 4月中下旬起,猪肉批发价低位有所反弹

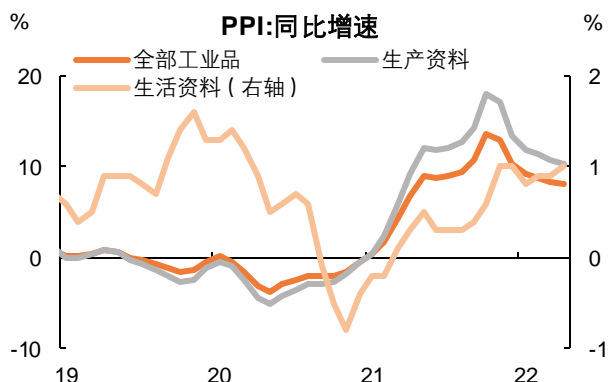


资料来源: wind, 平安证券研究所

二、PPI 环比增速回落

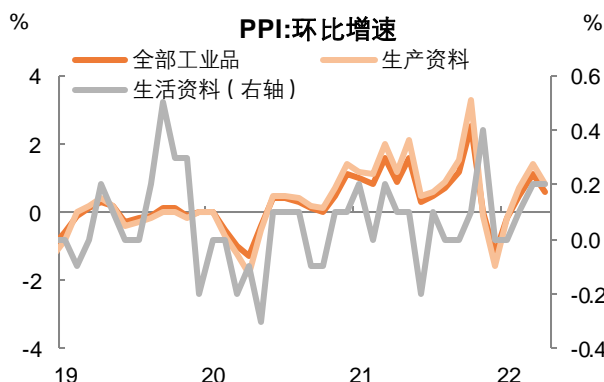
4月 PPI 同比增速继续回落, 环比涨幅收窄。PPI 同比上涨 8.0%, 自历史高位已连续 6 个月回落; 环比涨幅 0.6%, 比上月收窄 0.5 个百分点。

图表10 4月 PPI 同比增速继续下行



资料来源: wind, 平安证券研究所

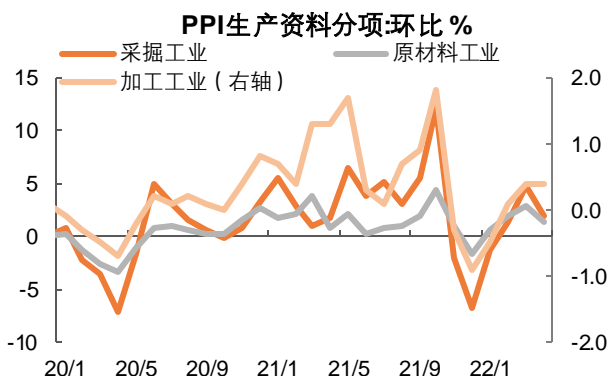
图表11 4月 PPI 环比涨幅收窄



资料来源: wind, 平安证券研究所

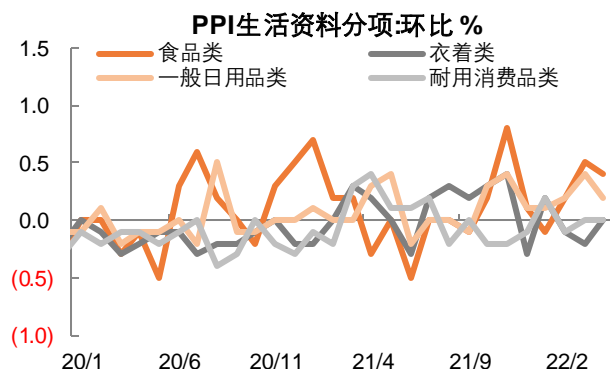
从分项看, 4月 PPI 生产资料上游涨幅收窄, 但向生活资料及 CPI 传导的迹象较多。生产资料环比上涨 0.8%, 相比上月下滑 0.6 个百分点。其中, 采掘与原材料工业的 PPI 环比涨幅相比上月收窄, 但连接生产资料价格和生活资料价格的加工工业的表现比持平, 这意味着 PPI 生产资料向生活资料的传导较强。生活资料环比增速并未跟随生产资料收窄, 而是持平于上月, 同比增速相比上月也提升了 0.1 个百分点。此外, CPI 中的家用器具分项环比上涨 0.4%, 相比 2015 至 2021 年同期均值高出 0.3 个百分点, 表明工业品价格高位下, PPI 向 CPI 传导有所加快。

图表12 4月PPI生产资料各分项的环比增速较高



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 PPI生活资料中,必需消费相关分项环比为正



资料来源: wind, 平安证券研究所

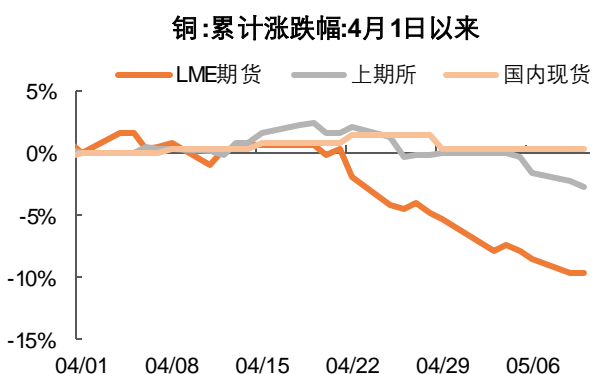
分行业看, 4月上游采掘及原材料行业 PPI 环比涨幅多数收窄。环比涨幅较高的行业依然集中于石化产业、有色金属、黑色系商品三大板块。

一方面, 国际原油、有色金属价格高位震荡, 但在人民币贬值预期的助推下, 国内期货价格相对走强。国际布油、LME 铜、LME 铝 4 月高位震荡, 并未进一步上冲, 但人民币汇率自 4 月 19 日起快速贬值, 这使得国内相关商品期货价格的表现强于国际期货价格。

另一方面, 保供稳价措施积极推进, 黑色系商品涨幅有所回落。从统计局公布的流通领域重要生产资料市场价格看, 山西优混(Q5500) 4 月下旬价格相比 3 月下旬环比下跌 22.2%, 而 3 月下旬相比 2 月下旬上涨了 48.3%。螺纹钢、焦煤(主焦煤)、焦炭(准一级冶金焦)分别上涨 1.5%、3.4%、11.6%, 相比上月涨幅回落。

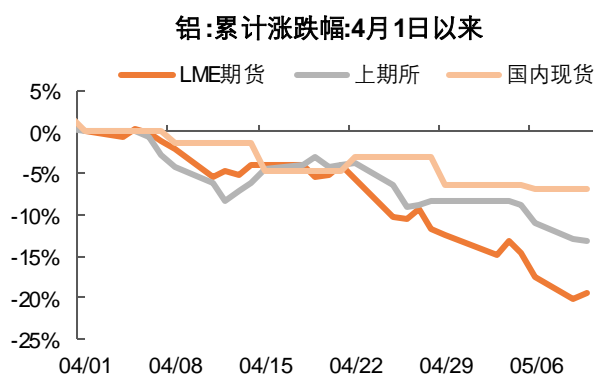
国家发展改革委 2 月 24 日发布的《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》和 4 月 30 日印发的《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》明确了煤炭现货交易的合理价格区间、界定哄抬价格行为, 均于 5 月 1 日起实施。南华黑色系价格 4 月 19 日至 5 月 10 日累计下跌了 10.9%。然而, 后续国内基建稳增长预期依然较强, 焦煤等商品供需缺口依然存在, 黑色系商品价格回落的根基尚不稳定。

图表14 4月以来,国内铜期货相对海外期货价格跌幅较窄



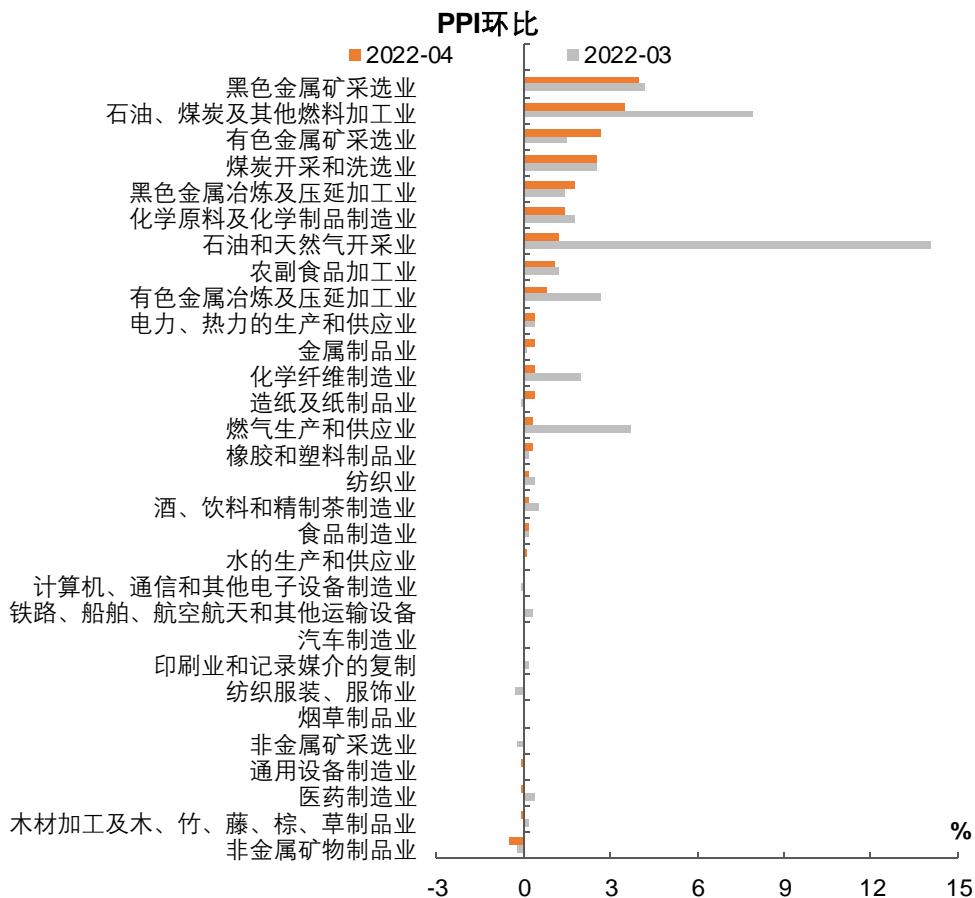
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表15 4月以来,国内铝期货相对海外期货价格跌幅较窄



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 16 4 月上游采掘及原材料行业 PPI 环比涨幅多数收窄



资料来源: wind, 平安证券研究所

三、后续通胀内忧与外患并存

往后看，我国物价运行的内忧与外患并存，结构性通胀压力依然较大。

海外输入性通胀风险上升。俄乌冲突后，国际粮食、原油价格的中枢明显抬升，不排除后续进一步上行的可能性。**粮食方面**，除却乌克兰粮食种植面积下滑的影响，极端天气多发、生物燃料替代、农资涨价也可能助推粮价上涨。**原油方面**，如果俄罗斯进一步退出国际原油市场，或疫情后“报复性出行”带动航空燃油需求恢复，原油价格可能进一步冲高。**此外，人民币汇率贬值压力加大**，可能助推输入性通胀风险。2022年4月19日至5月9日，离岸人民币累计贬值幅度已超过6%，期间国内大宗商品价格相对海外同品种明显走强。

国内物价运行存在三点内部隐患：一是，黑色系商品“保供稳价”任重道远。截止4月22日（最新），欧洲ARA动力煤价格折合人民币2259.6元/吨，海内外动力煤价格倒挂超过千元每吨，势必将影响煤炭的进口供应。二是，新一轮猪周期渐行渐近。从能繁母猪存栏这一领先指标看，新一轮猪周期或将于2022年6、7月份开启，下半年猪肉价格上涨或带动CPI在9月和12月两个时点“破3”。三是，PPI向CPI传导的风险上升。当前中下游行业的毛利已压缩至较低位置，其“缓冲垫”的作用有限。如后续成本进一步攀升，越来越多的居民消费品将被动涨价，PPI向CPI传导的风险加大。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033