

通胀逻辑的蜕变

——2022年4月通胀数据点评

周君芝、谢文迪



摘要

- 5月11日，统计局公布4月通胀数据，4月CPI同比2.1%，PPI同比8.3%。CPI同比较前值走高0.6个百分点，PPI同比较前值走低0.3个百分点。任何时候，价格都是观察经济运行奥秘的关键所在。
- 目前上下游价格的“跷跷板”特征引起我们关注。
- 下游物价上翘，是指4月CPI环比超预期。疫情原因，CPI已经接连两月持续超涨，直接驱动分项还是食品项。除了预料之内的猪肉价格，还有就是全国物流约束带来蔬菜瓜果等消费品价格上行。
- 上游物价下行，是指PPI同比下降迹象开始显露。本月PPI环比虽为正，更多是统计时点带来的价格记录错位。4月下旬以来，国际以有色为主的大宗价格快速下行，预计后续PPI同比将下行。
- 未来上游通胀逻辑将会迎来蜕变。
- 今年1至4月，上游通胀走势极为凌厉，既因俄乌冲突引致能源大宗供给不足，也因年初全球年初能源需求季节性扩张。当然，4月大宗价格下行，还有国内疫情冲击出口原因，毕竟中国制造生产是国际大宗重要的下游需求。
- 展望未来，海外需求逐步下行，中国出口动能趋势性衰减，这为后续大宗价格下行奠定基本基调。但必须看到另一面，未来中国基建持续放量，地产投资企稳回升，对上游大宗形成一定支撑。即上游通胀逻辑将从能源切换至金属和建材。



摘要

- **未来下游通胀逻辑也将迎来蜕变。**
- 疫情以来，中国内需面临更多的是通缩压力，故而CPI同比持续低迷。今年趋势将有转变。
- 首先迎来改变的是猪肉价格，这一点市场已有充分认识。猪肉供需以及基数效应，决定未来猪肉价格将会成为CPI的重要贡献分项。前期能源价格上行逐层传递，后续国内食品及必选相关价格或有走高。

- **通胀逻辑变化隐含的行业影响。**
- 讨论中下游企业盈利，还需要观察需求动能和经济结构，例如出口动能，又例如国内稳增长力度。理论上PPI同比涨幅最快过去之后，上游对下游利润的挤占压力便有所减轻。期待疫情过后，中下游企业利润会跑出相对表现。

- **风险提示：**疫情发展超预期，海外需求回落超预期，经济发展超预期。



01

本月上下游价格呈现出“跷跷板”趋势

02

后期通胀怎么看？

03

对行业影响如何？

04

风险提示

CONTENTS

目录

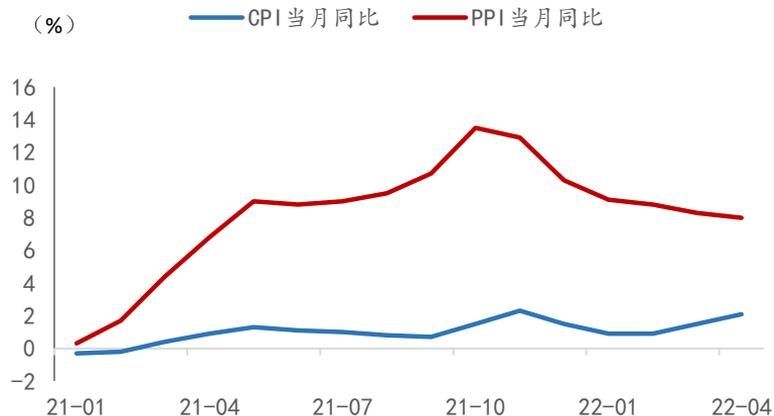


01 本月上下游价格呈现出 “跷跷板”趋势

1

本月上下游价格呈现出“跷跷板”趋势

- 4月通胀数据超预期在于两点。一是CPI环比超预期，二是PPI同比降幅低于预期。
- **CPI超预期的背后是食品价格的上涨，主要有3点原因：**
 - 1) 猪价反弹解释了4月约6成CPI环比波动，这与生猪产能调整，饲料成本攀升有关。
 - 2) 疫情导致全国层面物流受阻，鲜菜、水果等价格随运输成本上行。以上海为例，3月份上海的蔬菜和菌菇价格涨幅近30%，相反，封控前的2月份，上海蔬菜和菌菇价格同比下滑0.7%。
 - 3) 居民出于对疫情的担忧，大量囤货，冰箱、冰柜的销售数据侧面证明了这一点。

图表1：PPI-CPI加速收敛


资料来源：wind，民生证券研究院

1

本月上下游价格呈现出“跷跷板”趋势

- PPI 同比降幅低于预期
- 4月下旬后，国际以有色为主的大宗价格快速下行，但是PPI 环比仍然为正，这与统计时点有关，预计后期PPI 环比将逐步回落。

图表2：各版块对PPI环比的贡献



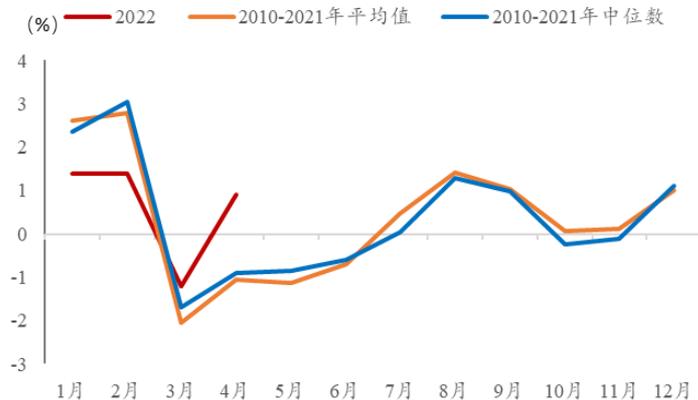
资料来源：wind，民生证券研究院

02 后期通胀怎么看？

2 后期通胀怎么看？

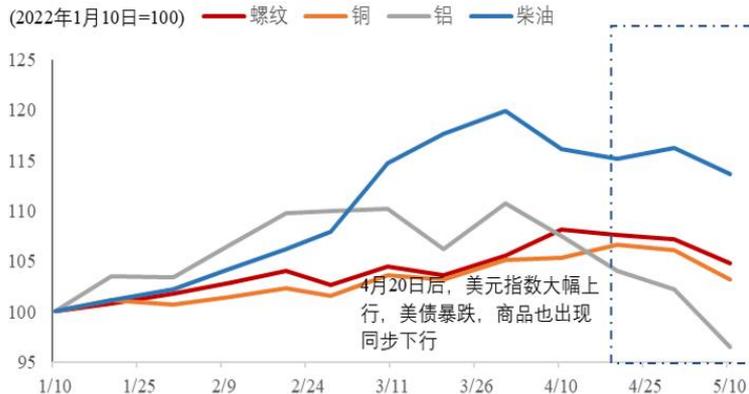
- **CPI方面**，近半年能源涨价较多，经验上能源价格一般领先食品价格半年左右，因此国内相关产品（如油脂油料、饲料等）全年面临较大涨价压力。
- 同时，当前生猪养殖利润较低，猪价大概率被动抬升。
- 需求端，海外发达国家居民切向非耐用品消费，一定程度上将从需求侧利好燃料、食品等与居民必选消费相关的商品价格。

图表3：食品项CPI环比连续2个月超预期



资料来源：wind，民生证券研究院

- **PPI方面**，近期基本金属大幅回落，主要受美联储加息预期较强所影响，还有就是三月以来欧美国家对耐用品的支出增速显著走弱。
- 此外，去年PPI超预期上行重要因素是电力紧缺，**这一因素在今年明显改观**。今年西南地区来水较多，主要省会城市的降雨量是去年同期的两倍，3月份水利发电增速满足40%的用电增长。

图表4：4月20日后部分商品价格明显下跌


资料来源：wind，民生证券研究院

03 对行业影响如何？

3

对行业影响如何？

- 经验上，PPI与部分中下游行业的毛利率呈现明显负相关，如果需求在疫情后逐步恢复至疫情前的水平，未来1-2个季度大概率能看到轻工、家电、汽车、电力设备等行业毛利率改善。
- 需要注意的是，虽然原材料成本的下移有国内疫情的因素，但是相关商品的中枢下移更多是美联储的“较鹰”的货币政策影响，在资产价格上表现为海外金属的价格跌幅远快于国内。同时，出口转弱并不意味着中下游行业的毛利率收缩，部分中下游行业成本弹性高于收入弹性。
- 因此，在基本金属价格下跌的背景下，中下游成本压力相较今年一季度也大概率释缓。

04 风险提示

4

风险提示

- 疫情发展超预期：当前疫情对经济影响较大，也深刻影响到通胀的变化。
- 海外需求回落超预期：海外需求与基本金属息息相关，若海外加速收紧，可能利空基本金属价格。
- 经济发展超预期：经济发展会从需求层面影响国内的通胀水平。

THANKS 致谢

宏观经济研究团队：



分析师 周君芝

执业证号：S0100521100008
电话：15601683648
邮件：zhoujunzhi@mszq.com



研究助理 谢文迪

执业证号：S0100121110022
电话：18807906838
邮件：xiewendi@mszq.com



研究助理 谭浩弘

执业证号：S0100121110017
电话：18221912539
邮件：tanhaohong@mszq.com



研究助理 周恺悦

执业证号：S0100121120011
电话：15623945742
邮件：zhoukaiyue@mszq.com



研究助理 吴彬

执业证号：S0100121120007
电话：15171329250
邮件：wubin@mszq.com



研究助理 方诗超

执业证号：S0100122030001
电话：18868130217
邮件：fangshichao@mszq.com

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19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

分析师声明：

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
	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。