

## 通胀的火苗：从邻院到后院

### 报告要点：

#### ● PPI 同比延续下跌，且环比的涨幅有所收敛：

1) 这似乎意味着俄乌局势的供应冲击对通胀的影响正在过去，资源品的上行支撑已经有所减弱；

2) 上游 PPI（采掘及原材料价格）的同比增长幅度加快的原因应是基数效应，去年 4 月上游 PPI 出现了环比上的小洼地，上游 PPI 的环比其实是收缩的。

#### ● 往后来看，PPI 依然在震荡下行的状态，PPI 增长或在今年 Q4 归零：

- 1) 随着全球货币共识性收缩，当前的全球信用仍然在下行；
- 2) 原油基于高绝对价带来的负反馈，边际的力量正在式微。

#### ● CPI 同比至 2.1%，较上月上升 0.6 个百分点；而核心 CPI 下滑 0.2%。

CPI 和核心 CPI 的劈叉继续扩大，核心 CPI 的承压以及食品项的强势目前都可以顺着当前疫情防控的线索去看

1) 一方面，疫情形势严峻，除却上海，多地多省市散点疫情频发。防疫封控逐步由点及面，4 月财新中国服务业 PMI 降至 36.2 为 2020 年 3 月以来新低，服务相关消费全面承压拖累核心 CPI；

2) 另一方面，阻塞的物流环境下供应受阻，蔬果鸡蛋等必选消费需求坚挺，必选消费品流通速度的下降在带动其价格加速，此外，海外粮食价格已在高位，此次粮价的加快属于国内价格向海外价格进行了有限且尝试性的弥合。

#### ● 当然，这些对 CPI 的推升都是不稳定因素：

1) 在防疫上，如果民生保障相关的供应情况出现好转，后续必须消费品的供应压力料有所缓解；

2) 海外粮价不会充分传导进国内，一方面国内在基本谷物方面对外依赖较低，另一方面也在我国的粮储和耕地保护政策对价格的稳定力度更大。

● 但 CPI 后续上行驱动或将由“猪油共振”转向为猪周期反转主导，更加的“以我为主”。生猪存栏同比增速继续下滑，产业出清节奏基本符合预期，猪肉价格同比在 Q1 二次探底后绝对价也逐步走出萎靡。

● 今年国内 PPI 向下，CPI 向上剪刀差的修复的总体趋势依旧是比较确定的。只是这种彼此分裂的价格在去年没有对货币政策形成太多阻碍，现在可能依然不会影响到货币政策，短时海外加息压力以及国内疲弱的经济基本面对货币政策的影响更为重要一些。

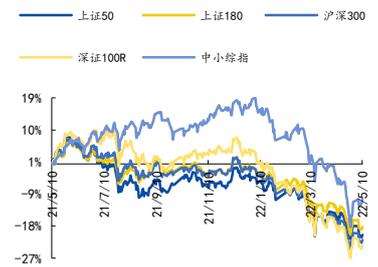
● 商品板块继续分化，外强内弱的矛盾略有缓解但格局料将延续，受外围供应冲击实质影响的资源品目前相对来说有更强势的价格表现，譬如紧平衡会支撑油价中枢坚挺，而下游工业品的价格逻辑可能逐步转向需求。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期

### 主要数据：

上证综指：	3035.84
深圳成指：	10912.74
沪深 300：	3919.87
中小盘指：	3824.86
创业板指：	2276.34

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

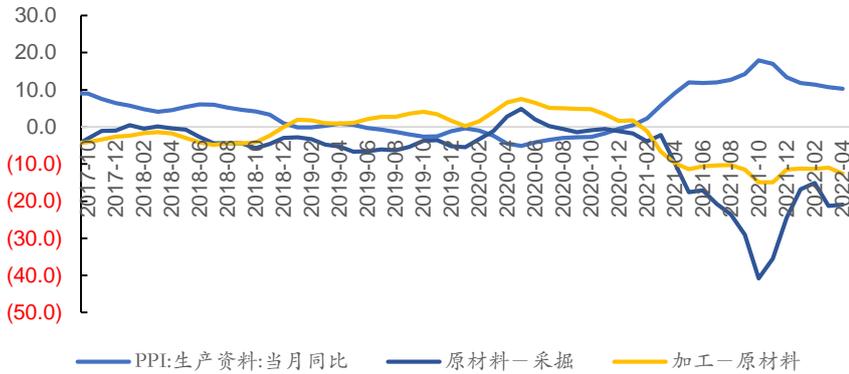
### 相关研究报告

《从今天起,关心粮食和蔬菜,也关心世界与未来》2022.4.11

### 报告作者

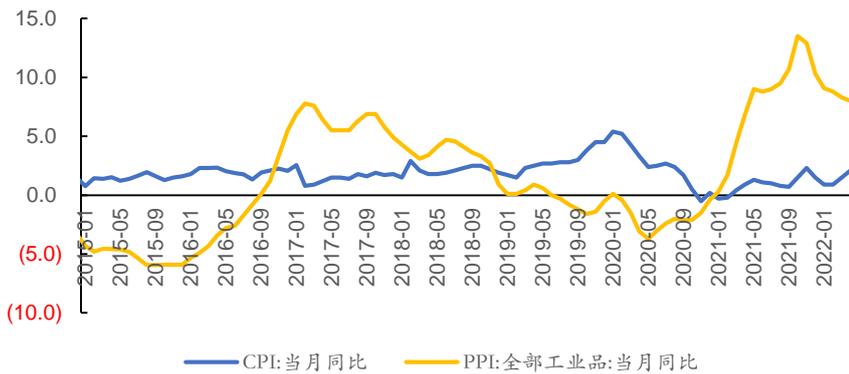
分析师 杨为敦  
执业证书编号 S0020521060001  
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

图 1: PPI 生产资料上下游结构依旧分化



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 2: PPI 和 CPI 同比剪刀差修复



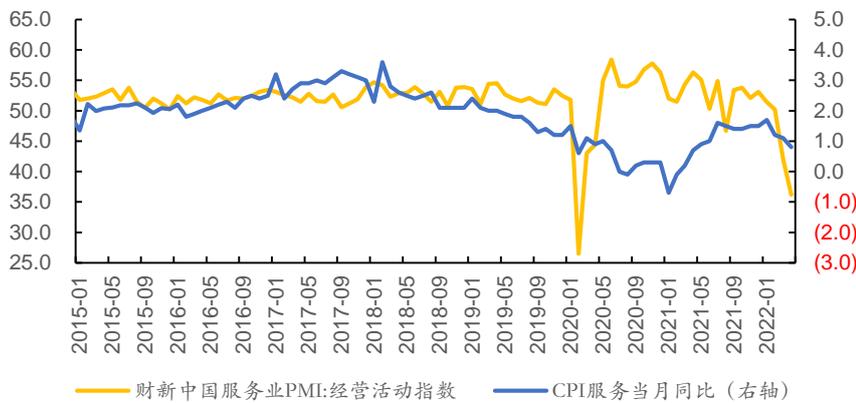
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 3: CPI 和核心 CPI 走势劈叉扩大, 食品项为主要上行驱动



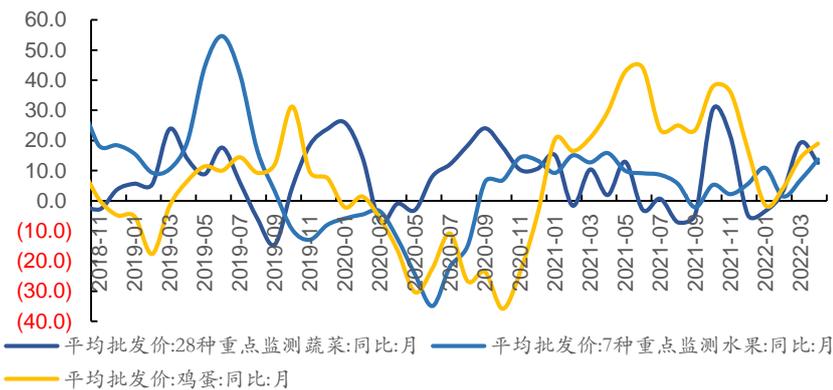
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 4：疫情防控由点及面，服务消费全面承压



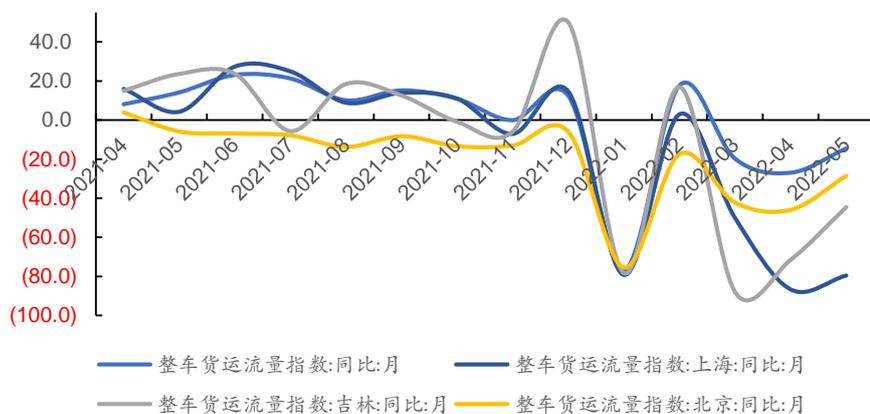
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 5：蔬菜水果鸡蛋等必选消费受囤货需求和物流阻塞影响，价格涨幅较显著



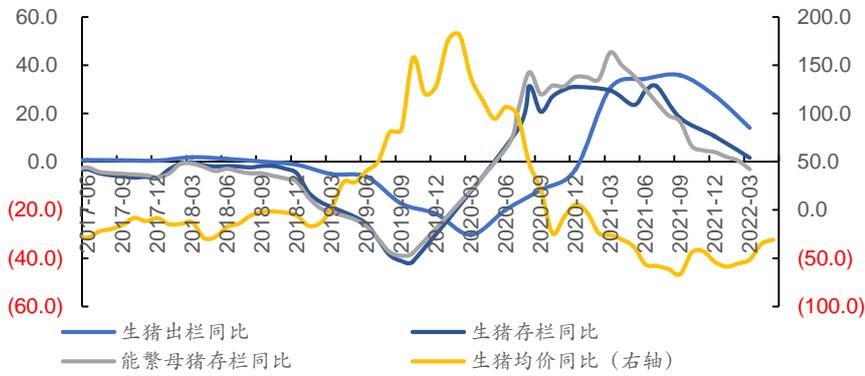
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 6：民生保供举措推动下，货运流量在边际好转



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 7：生猪产能出清节奏基本符合预期，猪价二次触底后反弹



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188