

CPI 不易突破 3%，但货币政策需要更确定的信号

——4 月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

CPI 上涨动力在于食品和能源。4 月 CPI 同比增速较上个月提升 0.6 个百分点至 2.1%，基本符合预期。其中基数因素（翘尾变化）和新涨价因素各贡献 0.3 个百分点。3 月份 CPI 数据有以下结构性特征：第一，带动 CPI 上涨的因素主要为食品和能源。4 月粮食价格上行，一定程度上是受到了国际粮价快速上涨的影响。鲜菜价格降幅不及正常季节性规律，鲜果、鸡蛋和薯类价格上涨明显，这背后是 4 月部分地区封城，居民抢菜、囤菜的需求促使食品价格上涨。猪头价格边际回升，随着生猪产能持续去化，猪周期开始掉头向上，未来猪价大趋势上是回升的。能源方面，此前国际油价大涨存在滞后性效应，4 月能源相关价格继续上涨。第二，核心 CPI 非常疲软。这反映出终端需求很弱，对价格的拉动力明显不足。我们预计未来 CPI 同比有望继续上行，但速度可能放缓。我们预计未来 CPI 同比有望继续上行，但速度可能放缓。一方面，猪周期已经启动，未来价格有望逐步上涨，带动 CPI 上行，并且接下来几个月 CPI 翘尾因素在持续上升。另一方面，5 月份以来鲜菜价格继续下跌，鲜果、蛋类等食品价格上涨势头趋缓，疫情封城对蔬果价格的推动作用趋弱；同时国际油价涨幅在 4 月已经趋缓，5 月相关产品价格将回落。这是抑制 CPI 过快上行的因素。

PPI 上游涨势趋缓。4 月 PPI 同比增长 8%，虽略高于市场预期但回落态势不变。4 月 PPI 环比上涨 0.6%。国内 PPI 主要受国际大宗商品价格影响，且影响具有一个月左右的滞后性。所以 4 月份国际大宗商品价格回落尚未完全反映到 4 月国内 PPI 上。结构上看，工业品价格的上涨仍然主要集中在上游和中游，下游行业价格几乎没有任何上涨动力。不过从趋势上来看，上游及中游行业价格涨幅普遍放缓，海外大宗商品价格上涨带来的最严重的一波冲击已经过去。我们预计未来 PPI 将加速回落。一方面，4 月份之后大宗商品价格普遍回落，包括油价。另一方面，PPI 基数上升速度很快，体现为翘尾因素迅速下降。四季度 PPI 同比有望回落至零附近。未来上游成本对下游行业利润的挤压将会有所缓解。

货币政策等待双重信号。央行最近在一季度货币政策执行报告及多个其它场合都明确表示，当前货币政策主要有两个“密切关注”，一是物价，二是主要发达经济体的货币政策调整。即通胀和美联储加息是中

国货币政策关注的两个要点。通胀角度来看，CPI 全年大趋势上是上行的，主要边际增量是猪周期处于上行周期之中。另外油价存在较大不确定性，需要关注俄乌局势的变化。不过总体上看我们认为 CPI 压力较大的时间在年中到三季度，三季度之后翘尾快速回落有助于抑制同比涨幅。我们预计 CPI 同比的高点不易突破 3%。PPI 整体来看处于下行趋势。虽然从预测的角度来看，通胀并不是当前国内的主要矛盾，但由于海外通胀居高不下，存在输入压力，而国内短期内 CPI 确实在加速上行，所以央行对此还是要谨慎一些，避免处置不当而出现类似海外各国的情况。从央行的角度上看，可能需要等待国内外通胀回落趋势更加明确的信号。美联储加息的角度来看，我们目前的预计是二季度将为美联储最鹰派的时期，三季度其态度可能会逐渐缓和，四季度有望停止加息。短期内是美联储最强硬的时段，且路径也存在较大的不确定性，在人民币已经出现较大贬值压力的情况下，中国央行行动相对谨慎也合乎情理。综合来看二季度是这两个因素存在较大不确定性的时期，所以短期内中国货币政策还是以结构性政策为主，总量型政策为次。下半年这两个因素可能出现更加积极的信号，届时中国央行的操作空间将扩大。

风险提示：俄乌冲突加剧海外通胀形势。

目录

| | |
|--------------------------|---|
| 1. 数据 | 5 |
| 2. CPI 上涨动力在于食品和能源 | 5 |
| 3. PPI 上游涨势趋缓 | 7 |
| 4. 货币政策等待双重信号 | 8 |

图表目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 图表 1: CPI 继续上行..... | 5 |
| 图表 2: 食品价格涨幅较大..... | 6 |
| 图表 3: 能源价格涨幅较大..... | 6 |
| 图表 4: 食品和能源以外的类别价格非常疲软..... | 6 |
| 图表 5: PPI 回落趋势不变..... | 7 |
| 图表 6: 上游及中游价格涨幅趋缓..... | 7 |
| 图表 7: 油价中枢回落..... | 8 |
| 图表 8: 铜铝铁矿石价格回落..... | 8 |

1. 数据

中国 4 月 CPI 同比增长 2.1%，预期（Wind）2.0%，前值 1.5%。

中国 4 月 PPI 同比增长 8.0%，预期 7.8%，前值 8.3%。

2. CPI 上涨动力在于食品和能源

4 月 CPI 同比增速较上个月提升 0.6 个百分点至 2.1%，基本符合预期。其中基数因素（翘尾变化）和新涨价因素各贡献 0.3 个百分点。

图表 1：CPI 继续上行



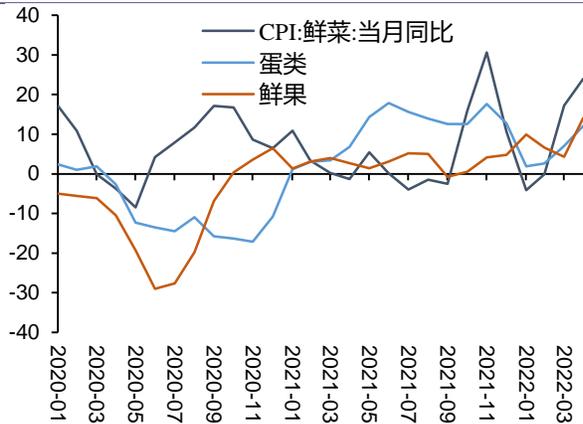
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3 月份 CPI 数据有以下结构性特征：

第一，带动 CPI 上涨的因素主要为食品和能源。4 月粮食价格同比上涨 2.7%，较 3 月上行 0.7 个百分点，一定程度上是受到了国际粮价快速上涨的影响。鲜菜价格环比下降 3.5%，这是受到鲜菜上市的季节性影响，但同比涨幅扩大到 24%，反映出价格边际下行幅度不及往年同期的水平。这背后是 4 月部分地区封城，居民抢菜、囤菜的需求促使食品价格上涨。同样涨幅明显的还有鲜果、鸡蛋和薯类价格，同比分别上涨 14.1%、13.3%和 11.8%，涨幅比上月均有扩大。猪肉价格边际回升，环比上涨 1.5%，同比降幅缩窄。**随着生猪产能持续去化，猪周期开始掉头向上，未来猪价大趋势上是回升的。**

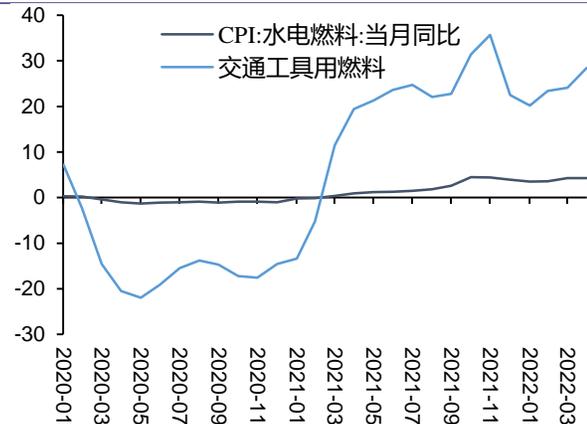
能源方面，此前国际油价大涨存在滞后性效应，4 月汽油、柴油价格继续上涨。CPI “交通工具用燃料”一项环比上涨 2.7%，同比上涨 28.4%，“水电燃料”一项环比持平，同比上涨 4.3%，这都是能源价格上涨的滞后性影响。

图表 2：食品价格涨幅较大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

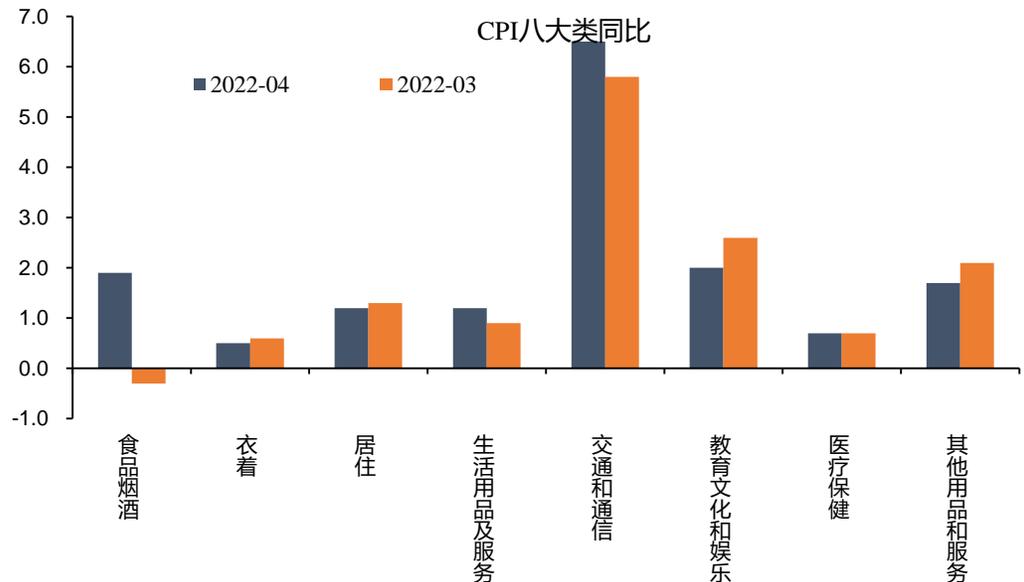
图表 3：能源价格涨幅较大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第二，核心 CPI 非常疲软。和居民消费能力相关的衣着、居住、生活用品及服务、医疗保健等项目的价格涨幅很低，这反映出终端需求对价格的拉动力明显不足，CPI 上行都是由供给端主导的食品和能源项目贡献的。

图表 4：食品和能源以外的类别价格非常疲软



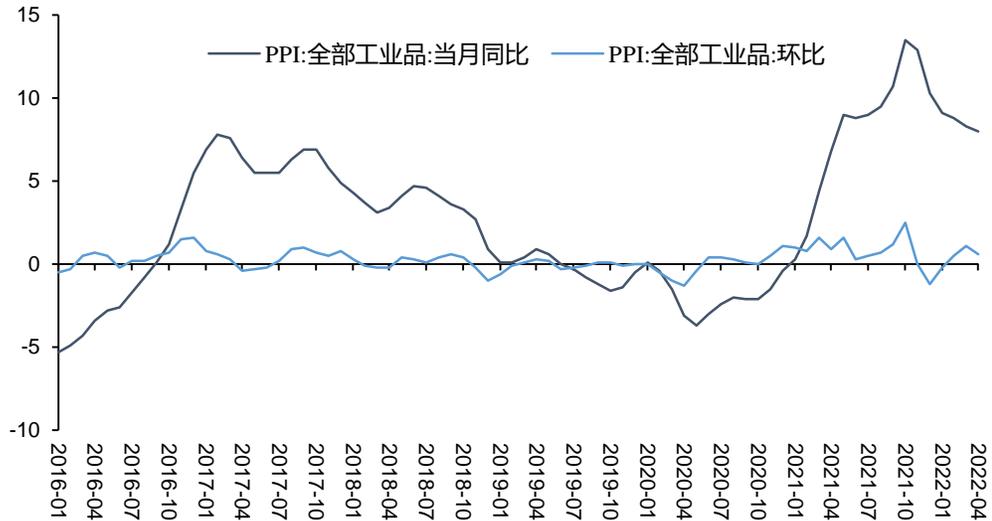
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

我们预计未来 CPI 同比有望继续上行，但速度可能放缓。一方面，猪周期已经启动，未来价格有望逐步上涨，带动 CPI 上行，并且接下来几个月 CPI 翘尾因素在持续上升。另一方面，5 月份以来鲜菜价格继续下跌，鲜果、蛋类等食品价格上涨势头趋缓，疫情封城对蔬果价格的推动作用趋弱；同时国际油价涨幅在 4 月已经趋缓，5 月相关产品价格将回落。这是抑制 CPI 过快上行的因素。

3. PPI 上游涨势趋缓

4 月 PPI 同比增长 8%，虽略高于市场预期但回落态势不变。4 月 PPI 环比上涨 0.6%。国内 PPI 主要受国际大宗商品价格影响，且影响具有一个月左右的滞后性。所以 4 月份国际大宗商品价格回落尚未完全反映到 4 月国内 PPI 上。

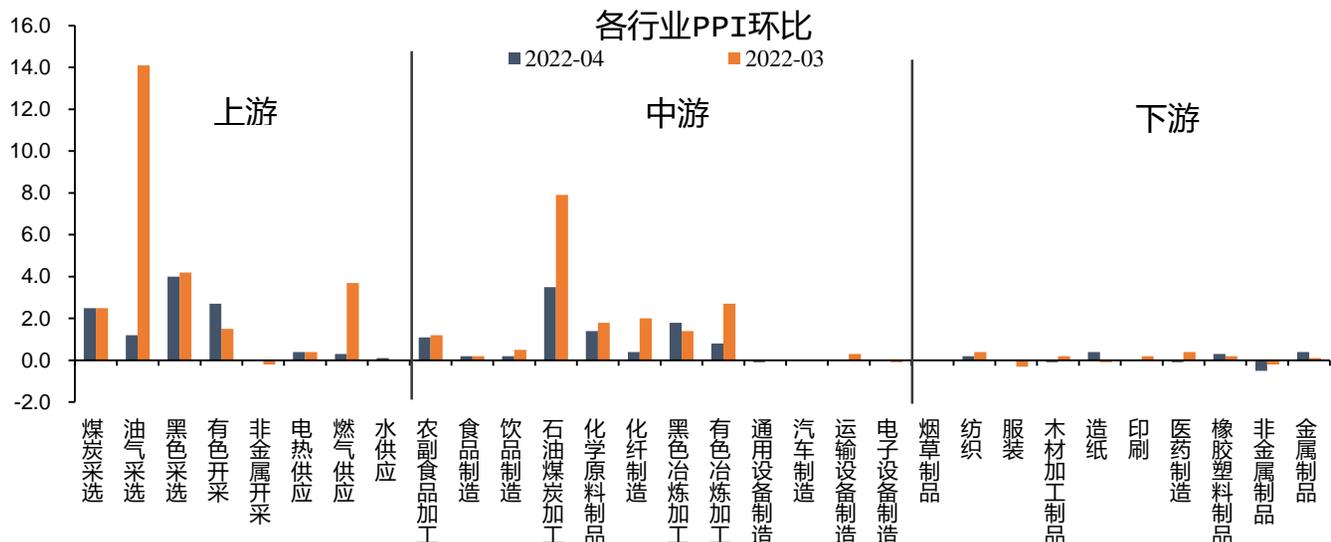
图表 5: PPI 回落趋势不变



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

结构上看，工业品价格的上涨仍然主要集中在上游和中游，下游行业价格几乎没有任何上涨动力。不过从趋势上来看，上游及中游行业价格涨幅普遍放缓，海外大宗商品价格上涨带来的最严重的一波冲击已经过去。

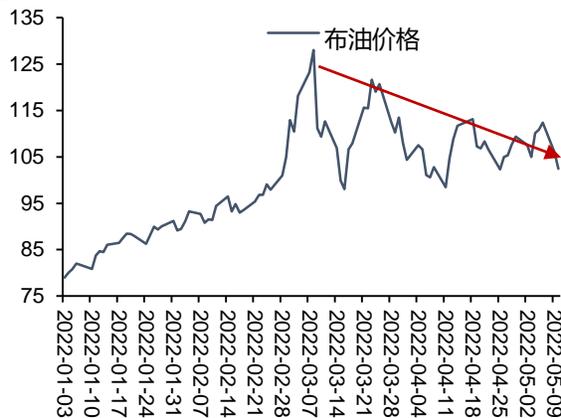
图表 6: 上游及中游价格涨幅趋缓



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

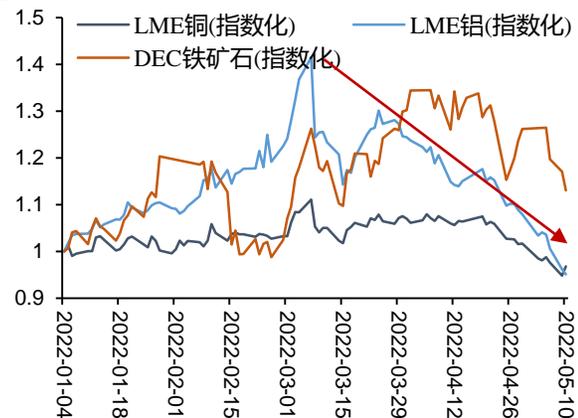
我们预计未来 PPI 将加速回落。一方面，4 月份之后大宗商品价格普遍回落，包括油价。布油价格已经从 3 月份 120 美元/桶的中枢下降至 4、5 月份 105-110 美元/桶的中枢，如果不出现新的黑天鹅事件，那么国内相关产业的 PPI 环比降由升转降。铜、铝等有色金属下降更加明显，铁矿石价格也有所回调。原材料价格下降的影响将在未来几个月内逐步显现。另一方面，PPI 基数上升速度很快，体现为翘尾因素迅速下降。四季度 PPI 同比有望回落至零附近。未来上游成本对下游行业利润的挤压将会有所缓解。

图表 7：油价中枢回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 8：铜铝铁矿石价格回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 货币政策等待双重信号

央行最近在一季度货币政策执行报告及多个其它场合都明确表示，当前货币政策主要有两个“密切关注”，一是物价，二是主要发达经济体的货币政策调整。即**通胀和美联储加息**是中国货币政策关注的两个要点。

通胀角度来看，CPI 全年大趋势上是上行的，主要边际增量是猪周期处于上行周期之中。另外油价存在较大不确定性，需要关注俄乌局势的变化。不过总体上看我们认为 CPI 压力较大的时间在年中到三季度，三季度之后翘尾快速回落有助于抑制同比涨幅。我们预计 CPI 同比的高点不易突破 3%。PPI 整体来看处于下行趋势。虽然从预测的角度来看，通胀并不是当前国内的主要矛盾，但由于海外通胀居高不下，存在输入压力，而国内短期内 CPI 确实在加速上行，所以央行对此还是要谨慎一些，避免处置不当而出现类似海外各国的情况。从央行的角度上看，可能需要等待国内外通胀回落趋势更加明确的信号。

美联储加息的角度来看，我们目前的预计是二季度将为美联储最鹰派的时期，三季度其态度可能会逐渐缓和，四季度有望停止加息。短期内是美联储最强硬的时段，且路径也存在较大的不确定性，在人民币已经出现较大贬值压力的情况下，中国央行行动相对谨慎也合乎情理。

综合来看二季度是这两个因素存在较大不确定性的时期，所以短期内中国货币政策还是以结构性政策为主，总量型政策为次。下半年这两个因素可能出现更加积极的信号，届时中国央行的操作空间将扩大。

风险提示：俄乌冲突加剧海外通胀形势。

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuyinga@tpyzq.com |
| 华北销售 | 董英杰 | 15232179795 | dongyj@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售总助 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhaf1@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |
| 华南销售 | 李艳文 | 13728975701 | liyw@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。