

## 结构性通胀下，政策更加关注供给端

2022年05月12日

➤ 2022年5月11日，国家统计局公布通胀数据，对此我们点评如下：

➤ 4月通胀数据反映哪些信息？

4月通胀数据反映疫情反复、部分地区封控、物流及产业链供应链不畅之下，食品类价格因供需缺口扩大而普遍上涨，而核心CPI环比低于季节性显示疫情下实体终端消费需求仍然较弱，PPI同比降幅进一步放缓主由国际能源价格高位震荡带动，并且内部定价的商品需关注在稳增长进一步发力之下的边际变化及保供政策应对。

➤ **结构性通胀下，政策更加关注供给端**

**展望未来，CPI或将小幅温和上涨，整体对债市约束不大，但需要关注结构性问题：**一方面随着猪肉供给减少，预计二季度猪肉价格或迎来拐点，为CPI提供向上拉动力，另一方面食品价格预计随着疫情受控、物流恢复，保供稳价政策作用之下有所回落。

**PPI同比降幅或进一步放缓，考虑基数，也不排除有反弹上行的可能：**一方面，随着国内稳增长政策下各领域加速发力，给内部定价商品价格上升带来了可能性，我们需密切关注保供相关政策；而另一方面，则仍需关注地缘政治局势对国际能源等大宗商品价格的影响，警惕输入性通胀，但疫情脉冲式冲击下全球经济进一步放缓，这一定程度制约着海外定价商品价格的大幅抬升。

央行2022年第一季度货币政策执行报告也指出，当前国内物价形势总体稳定，年内来看总体也均将在合理区间内运行。**针对国内而言，稳物价手段主要在于“支持粮食、能源生产保供，保持物价总体稳定”。**结合今年4月及2020年4月的政治局会议来看，这两次疫情爆发期间的政治局会议均对保供稳价及农业工作提出要求，意味着稳定粮食等农副产品的生产供应，对于稳物价、保民生无疑具有压舱石的作用，显然核心约束端在供给短缺。**由此来看，当前物价并非制约货币政策的因素，但会给予密切关注。**

➤ **债市怎么看？**

对于债市而言，当前经济下行压力加大，国股票据利率持续走低亦反映宽信用进程不畅，央行主动应对下将对市场实体更为关注，因而在货币政策在总量和结构上均有可能做出进一步行动，而当前通胀更多呈现出结构性特征，其解决方式更多在于供给端，尤其是国内定价的商品保供，对于货币政策并不构成核心约束。

➤ **风险提示：**1) 政策不确定性；2) 基本面超预期；3) 地缘政治冲突。



**分析师：谭逸鸣**

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

### 相关研究

- 1.利率专题：货币政策的稳中求进：宽松仍在路上
- 2.利率专题：以史为鉴，2020年债市有哪些启发？
- 3.贸易数据点评 20220510：内外需双弱，政策需更加有为
- 4.经济金融数据预测专题：供需双弱，4月经济金融数据预测
- 5.利率专题：政策调控加码，债市喜忧参半

## 目 录

<b>1 CPI 上行主因疫情扰动，食品价格普遍上涨 .....</b>	<b>3</b>
1.1 食品 CPI：蛋果价格上涨，猪肉价格止跌回稳.....	4
1.2 非食品 CPI：主由能源价格上涨带动.....	5
<b>2 PPI 回落速度进一步放缓，内外因分化 .....</b>	<b>7</b>
2.1 生产资料 PPI：能源和黑色价格上涨.....	7
2.2 生活资料 PPI：主由食品和必需品支撑.....	7
<b>3 结构性通胀下，不构成货币政策核心约束 .....</b>	<b>9</b>
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>10</b>

2022年5月11日，国家统计局公布通胀数据：

(1) 4月CPI同比上涨2.1%，环比上涨0.4%；

(2) 4月PPI同比上涨8.0%，环比上涨0.6%

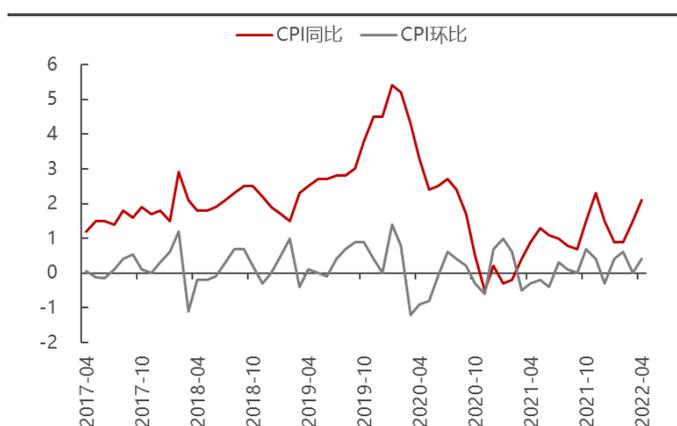
总体来看，CPI环比上涨较大一定程度超预期，而PPI同比下行速度进一步放缓，基本符合预期，对此我们点评如下：

## 1 CPI上行主因疫情扰动，食品价格普遍上涨

4月CPI同比上涨2.1%，较上月上行0.6pct，翘尾影响约为0.7个百分点，新涨价影响约为1.4个百分点；环比上涨0.4%，高于季节性水平。

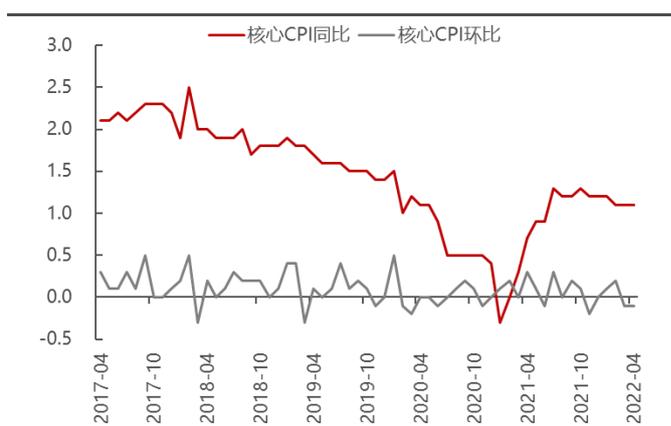
核心CPI同比增速为0.9%，较上月下行0.2pct；环比0.1%，低于季节性水平。相较而言，核心CPI表现仍弱，主因疫情扰动下居民收入及消费需求均有下滑，而4月CPI上行主由粮食及能源价格上涨带动。

图1：CPI同比及环比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

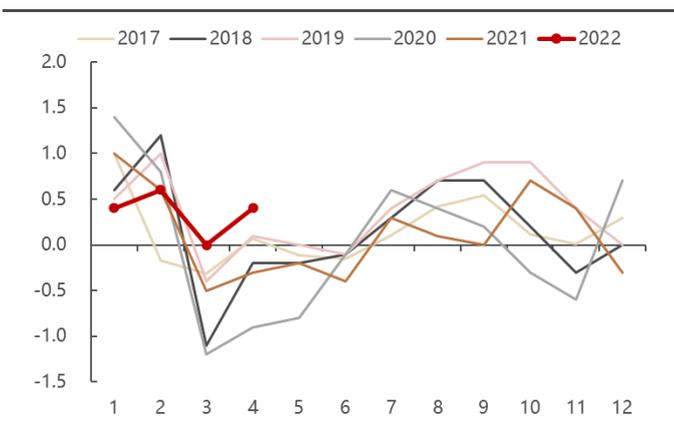
图2：核心CPI同比及环比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

从食品与非食品CPI走势来看，4月CPI上涨主要由食品价格带动。进一步从八大分项环比来看，4月CPI上行拉动力主要来自食品烟酒，其次是生活用品服务和交通通信，环比均高于季节性水平：4月食品烟酒价格环比上行1.6pct至0.7%，生活用品服务价格环比上行0.4pct至0.6%，主因疫情封控之下，物流运输受阻，食品及生活必需品类供需缺口扩大，推动相关价格上涨，而交通通信环比下降0.5pct至1.1%，仍对CPI形成向上拉动，主因地缘政治冲突下国际能源价格仍高位震荡。

图 3：CPI 环比：季节性比较（%）



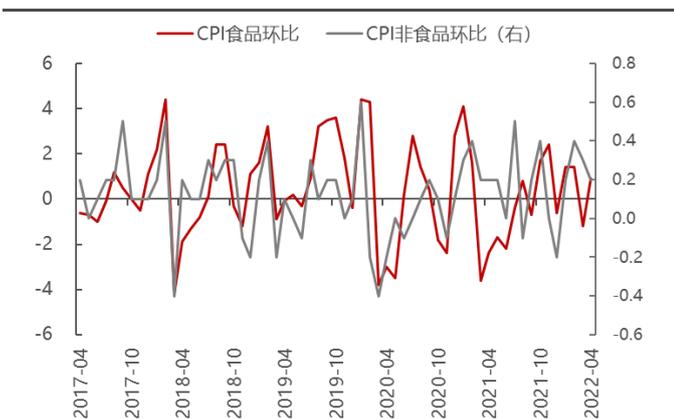
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：CPI 同比：食品与非食品（%）



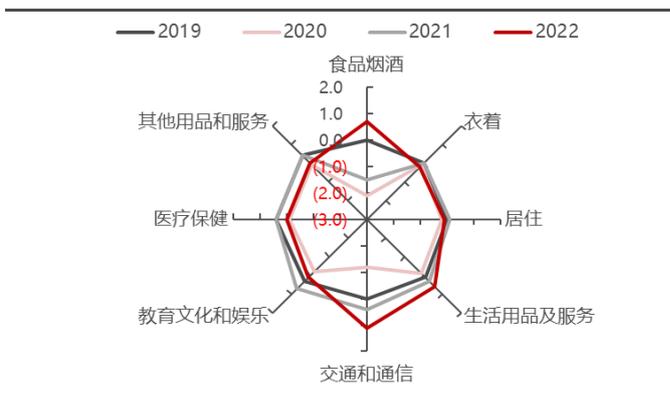
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：CPI 环比：食品与非食品（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：CPI 八大项环比：季节性比较（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.1 食品 CPI：蛋果价格上涨，猪肉价格止跌回稳

4 月 CPI 食品同比 1.9%，较上月上行 3.4pct；环比 0.9%，高于季节性水平。

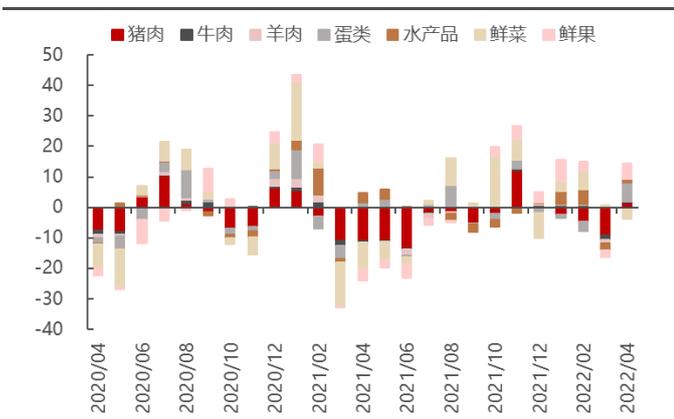
**除鲜菜价格有所回落外，其余食品价格普遍上涨。**

其中蛋类和鲜果价格涨幅最大，分别环比上行 6.3%、5.2%，主因部分地区疫情封控之下物流不畅，居民囤货需求相对旺盛而供给短缺，推升鸡蛋和鲜果价格；

猪肉价格也止跌企稳，环比上行 1.5%，一方面来自生猪产能逐步调整、中央冻猪肉储备收储工作有序开展，今年以来已开启五轮中央储备冻猪肉招标；另一方面，从能繁母猪存栏同比增减（通常领先猪肉价格 10 个月）来看，供需格局变化下拐点或将出现。

而鲜菜价格则有所回落，一方面由于鲜菜上市量增加，另一方面由于部分地区疫情封控下鲜菜不易于储存，需求量回落。

图 7：CPI 食品分项环比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：能繁母猪存栏与猪价（%，元/千克）



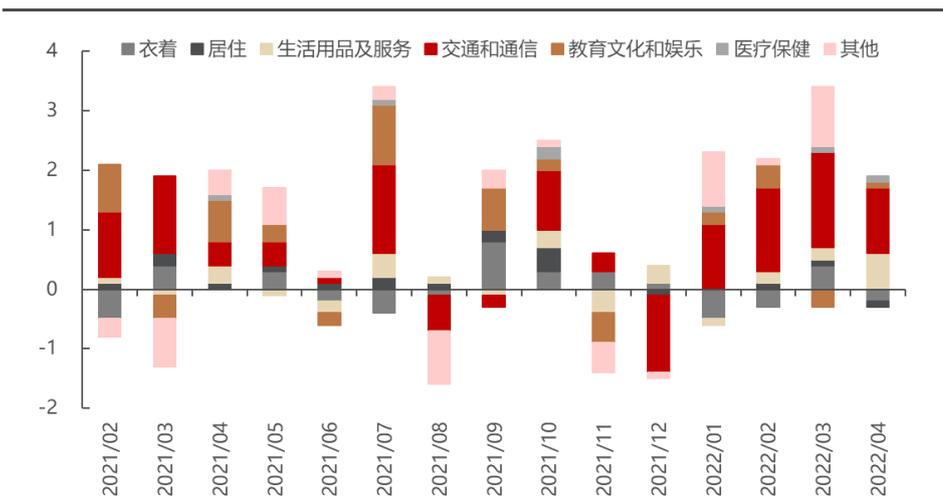
资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 非食品 CPI：主由能源价格上涨带动

4 月非食品 CPI 同比 2.2%，与上月持平；环比 0.2%，高于季节性水平。交通工具燃料价格仍是主要拉动项，环比 2.7%，较上月下行 4.4pct，主因地缘政治冲突下国际能源持续高位震荡，带动国内汽油、柴油等能交通工具燃料价格延续高位徘徊。

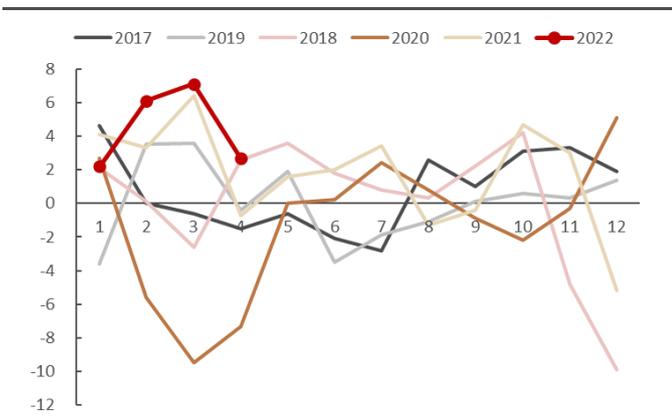
而衣着和居住类价格下降，主要是受到上海等一线城市疫情封控影响，相关消费减弱。

图 9：非食品类价格环比（%）



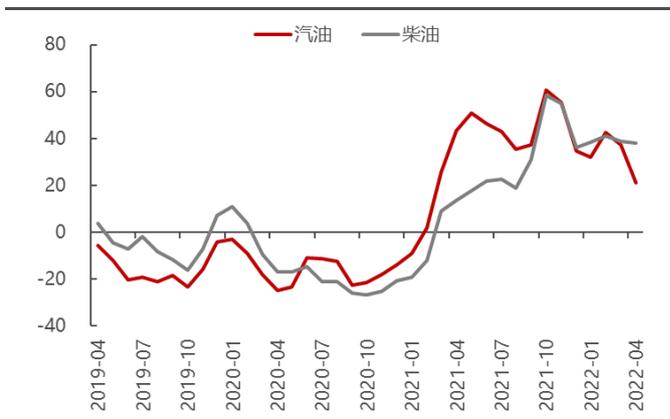
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：交通工具燃料价格环比：季节性比较（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：汽油、柴油价格同比（%）

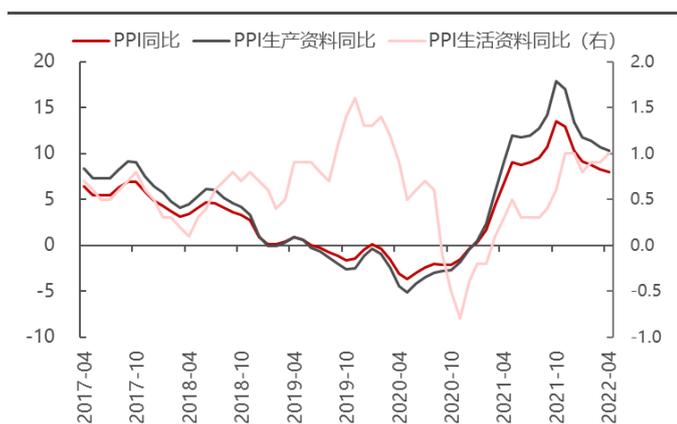


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 PPI 回落速度进一步放缓，内外因分化

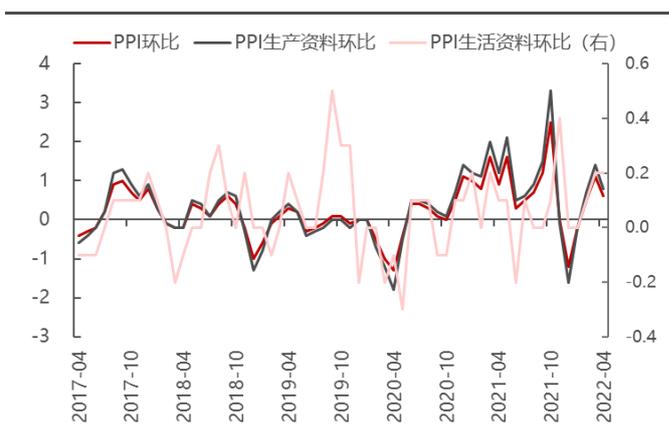
4 月 PPI 同比涨幅 8.0% 继续回落 0.3pct，回落速度进一步放缓，翘尾影响约为 5.9 个百分点，新涨价影响约为 2.1 个百分点；环比 0.6%，高于季节性水平。

图 12：PPI 同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：PPI 环比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

### 2.1 生产资料 PPI：能源和黑色价格上涨

4 月 PPI 生产资料同比 10.3%，较上月下降 0.4pct；环比 0.8%，高于季节性水平。

分项来看，能源仍为主要支撑，环比 3.5%，主因地缘政治冲突推升国际能源等大宗商品价格维持高位；此外，黑色材料价格亦形成支撑，环比 1.7%，较上月上行 0.5pct，有明显抬头，这主要与国内稳增长诉求下各项投资加速有关，后续稳增长政策加码之下，需求推升的背景下如何保供值得关注。

此外农副产品环比上行 0.5pct 至 1.3%，主要受到疫情反复影响。

对应地从行业层面看，环比涨幅前三的行业有黑色开采（环比 4.0%，前值 4.2%，下同）、石油煤炭加工（3.5%、7.9%）、有色采选（2.7%、1.5%）；而回落幅度最大的是油气开采（1.2%，14.1%），但并未因此加大中下游行业的压力。综合来看，外部影响因素已有边际缓解，但内因在稳增长加码下，基建地产齐发力推动需求。

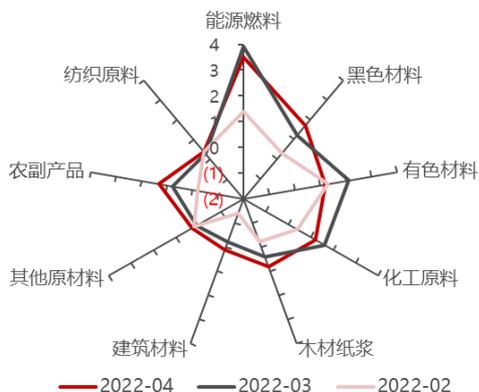
### 2.2 生活资料 PPI：主由食品和必需品支撑

4 月 PPI 生活资料同比 1.0%，较上月上行 0.1pct；环比 0.2%，与上月持平。

4 月生活资料价格总体平稳，食品和一般日用品是主要支撑项，环比分别为 0.4%、0.2%，而衣着及耐用消费品价格环比均为 0.0%。综合来看，4 月必选消费品价格上涨，而可选消费品价格下降，分化趋势延续，反映疫情仍是供需两端回暖

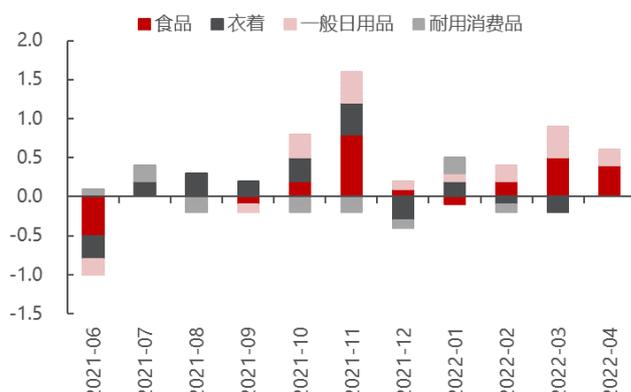
的最大制约因素。

图 14：PPIRM 生产资料分项环比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：PPI 生活资料分项环比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：原油价格及同比 (美元/桶, %)



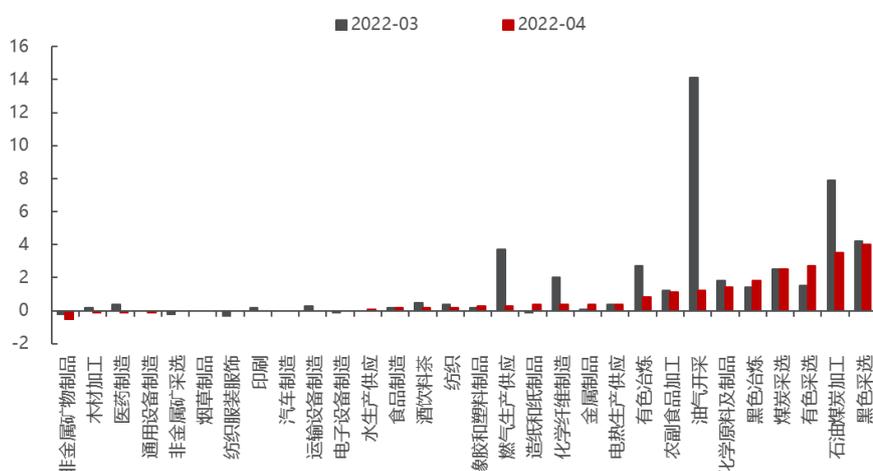
资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：铁矿石价格及同比 (元/吨, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：细分行业 PPI 环比增速比较 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 结构性通胀下，不构成货币政策核心约束

4 月通胀数据反映疫情反复、部分地区封控、物流及产业链供应链不畅之下，食品类价格因供需缺口扩大而普遍上涨，而核心 CPI 环比低于季节性显示疫情下实体终端消费需求仍然较弱，PPI 同比降幅进一步放缓主由国际能源价格高位震荡带动，并且内部定价的商品需关注在稳增长进一步发力之下的边际变化及保供政策应对。

**展望未来，CPI 或将小幅温和上涨，整体对债市约束不大，但需要关注结构性问题：**一方面随着猪肉供给减少，预计二季度猪肉价格或迎来拐点，为 CPI 提供向上拉动力，另一方面食品价格预计随着疫情受控、物流恢复，保供稳价政策作用之下有所回落。

**PPI 同比降幅或进一步放缓，考虑基数，也不排除有反弹上行的可能：**一方面，随着国内稳增长政策下各领域加速发力，给内部定价商品价格上升带来了可能性，我们需密切关注保供相关政策；而另一方面，仍需关注地缘政治局势对国际能源等大宗商品价格的影响，警惕输入性通胀，但疫情脉冲式冲击下全球经济进一步放缓，这一程度制约着海外定价商品。

央行 2022 年第一季度货币政策执行报告也指出，**当前国内物价形势总体稳定，年内来看总体也均将在合理区间内运行。针对国内而言，稳物价手段主要在于“支持粮食、能源生产保供，保持物价总体稳定”。**结合今年 4 月及 2020 年 4 月的政治局会议来看，这两次疫情爆发期间的政治局会议均对保供稳价及农业工作提出要求，意味着稳定粮食等农副产品的生产供应，对于稳物价、保民生无疑具有压舱石的作用，显然核心约束端在供给短缺。**由此来看，当前物价并非制约货币政策的因素，但会给予密切关注。**

对于债市而言，当前经济下行压力加大，国股票据利率持续走低亦反映宽信用进程不畅，央行主动应对下将对市场实体更为关注，**因而在货币政策在总量和结构上均有可能做出进一步行动，而当前通胀更多呈现出结构性特征，其解决方式更多在于供给端，尤其是国内定价的商品保供，对于货币政策并不构成核心约束。**

## 4 风险提示

- 1、**政策不确定性**：货币政策、财政政策超预期变化；
- 2、**基本面超预期**：疫情发展、经济基本面情况超预期；
- 3、**地缘政治冲突**：地缘政治冲突发展态势存在不确定性，或将加剧金融市场动荡。

## 插图目录

图 1：CPI 同比及环比（%） .....	3
图 2：核心 CPI 同比及环比（%） .....	3
图 3：CPI 环比：季节性比较（%） .....	4
图 4：CPI 同比：食品与非食品（%） .....	4
图 5：CPI 环比：食品与非食品（%） .....	4
图 6：CPI 八大项环比：季节性比较（%） .....	4
图 7：CPI 食品分项环比（%） .....	5
图 8：能繁母猪存栏与猪价（%，元/千克） .....	5
图 9：非食品类价格环比（%） .....	5
图 10：交通工具燃料价格环比：季节性比较（%） .....	6
图 11：汽油、柴油价格同比（%） .....	6
图 12：PPI 同比增速（%） .....	7
图 13：PPI 环比增速（%） .....	7
图 14：PPIRM 生产资料分项环比（%） .....	8
图 15：PPI 生活资料分项环比（%） .....	8
图 16：原油价格及同比（美元/桶，%） .....	8
图 17：铁矿石价格及同比（元/吨，%） .....	8
图 18：细分行业 PPI 环比增速比较（%） .....	8

## 分析师承诺

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
行业评级	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。

本报告仅供本公司境内客户使用。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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

## 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 18 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