

输入型通胀“锚定”PPI，CPI 相对温和

——4 月通胀数据点评

2022 年 05 月 12 日

- **事件：**4 月 CPI 同比上行 0.6 个百分点至 2.1%，市场预期 2%，环比 0.4%；PPI 同比 8.0%，前值 8.3%，市场预期 7.8%，环比 0.6%。
- **CPI 非食品项持平，非食品项同比转正，环比增速高于近几年同期。**国内部分地区疫情影响下，服务项增速持续放缓，消费品增速继续上行。核心 CPI 同比小幅回落，服务项价格下行，工业消费品价格继续上涨。国内外干扰项延续，疫情和防控政策下，线 4 月线下消费受到的冲击延续，物流受阻下，线上消费也有所放缓。
- **猪肉价格同比跌幅收窄，疫情影响物流，运价上涨等多因素作用下，蔬菜、鲜果同比继续走高，粮食价格也在缓步抬升。**年内已经开展 5 轮中央冻猪肉收储工作，4 月猪肉价格中枢反弹，猪粮比价重回 5 以上，行业产能去化趋势延续。养殖利润边际改善，养殖户对下半年猪价走势预期偏乐观。当前仍处于产能去化阶段，但生猪压栏增重和仔猪补栏热情提高，后期去化和价格上行速度可能放缓。上半年猪肉对通胀不会形成大幅拉升。
- **非食品项中交通工具燃料继续上行，旅游同比显著回落，五一假期带动环比转好。**地缘政治影响下，4 月国际原油价格延续高位。服务项受疫情影响，企业招工持续回落，服务项继续走弱。
- **PPI 输入型通胀压力延续，出厂和购进价格分化。**原油、煤炭价格上涨带来的输入通胀压力延续，采掘工业、原材料价格继续上行，而加工工业保持回落，原材料和加工工业价差再度走阔。工业生产者购进价格 PPIRM 小幅反弹，与 PPI 走势出现分歧。
- **石油、煤炭等燃料加工保持增长，PPI 中下游价格小幅回落。**海外大宗商品延续高位，但快速攀升时点已经过去。制裁影响下，即使“热战”转向“冷战”，能源价格年内预期持续高位，全球通胀风险依然较大。石油和天然气开采加工高位保持上行，环比放缓；煤炭开采同比小幅回落，石油、煤炭等燃料加工业上行幅度最大。居民消费意愿偏弱和就业压力下，中下游行业价格上涨难度较大。
- **PPI 通胀后期压力依然来源于输入性通胀，CPI 受食品项影响，上半年保持温和。**海外对我国的输入型通胀主要在 PPI 端体现，英、美等发达经济体已经开启加息，通过货币政策收紧来遏制通胀的上行势头。PPI 也会受到汇率波动的影响。汇率波动性上升提高了风险和不确定性，进而提高了进口成本。5 月 PPI 在高基数作用下仍将保持下行，国内保供稳价政策也在持续推进。对 CPI 的影响主要在于非食品项，交通出行用燃料已经有所抬升。当前居民消费和预期在疫情和收入不确定性下，相对疲弱，涨价依然主要由下游企业承担。二季度预期 CPI 将保持在 3% 以内，不对货币政策构成制约。
- **风险因素：**大宗商品价格拉升超预期，疫情影响居民消费和供应链时长和范围超预期，美联储货币政策节奏和幅度超预期。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

疫情阶段性干扰，关注外需基本面
财政保驾护航，关注后续政策落地
成本端压力延续，行业利润分化

正文目录

事件.....	3
1、CPI 非食品项持平，食品项增速转正.....	3
2、PPI 输入通胀性压力延续，出厂和购进价格分化.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	8

图表目录

图表 1: CPI 同比增速持续上行 (%).....	3
图表 2: 食品项环比反弹，增速高于近几年同期(%).....	3
图表 3: 服务项价格继续回落 (%).....	3
图表 4: 汽油、柴油价格高位回落 (元/吨).....	3
图表 5: 猪价 4 月反弹，猪粮比价重回 5 以上(元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪存栏保持去化(万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜 4 月季节性回落 (元/公斤).....	5
图表 8: 水果价格延续高位 (元/公斤).....	5
图表 9: CPI 燃料相关分项延续高位 (%).....	5
图表 10: 疫情影响下，企业招工偏弱，服务回落(%).....	5
图表 11: PPI 同比增速延续回落 (%).....	6
图表 12: 加工工业 - 原材料工业价差再度走阔 (%).....	6
图表 13: 有色、石油增速有所反弹(%).....	7
图表 14: PPI - CPI 剪刀差延续回落 (%).....	7
图表 15: PPI 同比仍处回落阶段，M1 有所反弹(%).....	7
图表 16: PPI 与美元指数同比延续回落(%).....	7

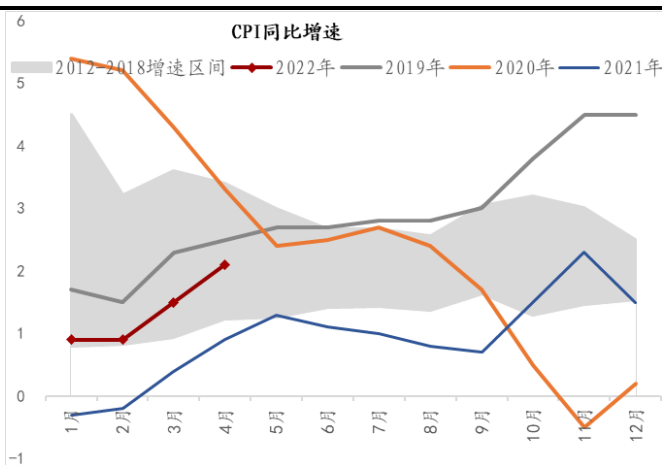
事件

2022年4月，CPI同比增速2.1%（市场预期2.0%），较上月上涨0.6个百分点，环比增速0.4%，前值0%，1-4月CPI累计同比1.4%；PPI同比增速8.0%（市场预期7.8%），较上月回落0.3个百分点，环比增速0.6%，前值1.1%，1-4月PPI累计同比8.5%。

1、CPI 非食品项持平，食品项增速转正

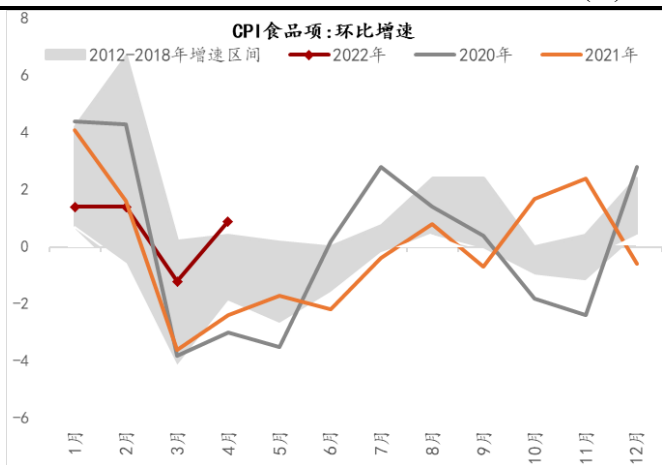
CPI同比继续上行，环比增长，非食品项持平，食品项同环比增速转正，环比增速高于近几年同期。4月CPI同比增速较上月上行0.6个百分点至2.1%，环比增速由上月0%变为0.4%。CPI食品项同比增速由3月的-1.5%上行至1.9%，环比由上月的-1.2%上行至0.9%；非食品项同比持平于上月的2.2%，环比由上月的0.3%下行至0.2%。

图表1: CPI同比增速持续上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 食品项环比反弹, 增速高于近几年同期(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

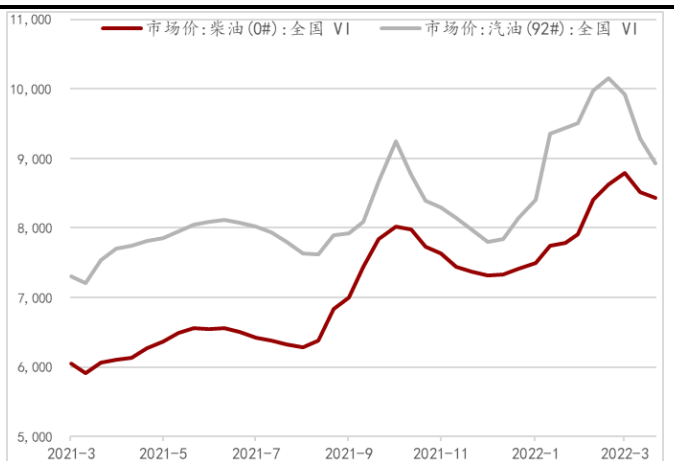
国内部分地区疫情影响下，服务项增速持续放缓，消费品增速继续上行。国内外干扰项延续，疫情和防控政策下，4月线下消费受到的冲击延续，物流受阻下，线上消费也有所放缓，部分地区商品价格有所上行。核心CPI同比增速回落0.2个百分点至0.9%，环比上行0.1%。CPI服务项同比较3月继续回落0.3个百分点至0.8%，环比上行0.1%，前值-0.2%；消费品同比则上行1.3个百分点至3%，环比上行0.5%，前值0.2%。

图表3: 服务项价格继续回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 汽油、柴油价格高位回落(元/吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品项价格同环比增速转正，猪肉价格同比跌幅进一步收窄，蔬菜、鲜果价格同比继续走高，部分受到疫情期间物流成本上涨影响。同比增速来看，猪肉、牛肉价格延续负增，鸡蛋快速上行；鲜菜、水果价格走高，粮食价格也在缓步抬升。CPI食品项同比增速由3月的-1.5%上行至1.9%，环比由上月的-1.2%上行至0.9%。

4月猪肉价格中枢反弹，猪粮比价重回5以上，行业产能去化趋势延续。年内已经开展5轮中央冻猪肉收储工作，猪肉价格4月快速回暖，养殖利润边际改善，养殖户对下半年猪价走势预期偏乐观。当前仍处于产能去化阶段，生猪压栏增重和仔猪补栏热情提高，后期去化和价格上行速度可能放缓。上半年猪肉对通胀不会形成大幅的拉升。

疫情影响物流，运价上涨等多因素作用下，蔬菜、水果价格同比上行，全球粮食供应偏紧的预期下，国际大宗商品粮食价格继续上涨，国内价格同比也温和上行。随天气转暖，蔬菜价格进入季节性回落阶段，但同比仍处高位。预期随物流逐步恢复，蔬菜、水果价格将有所回落。

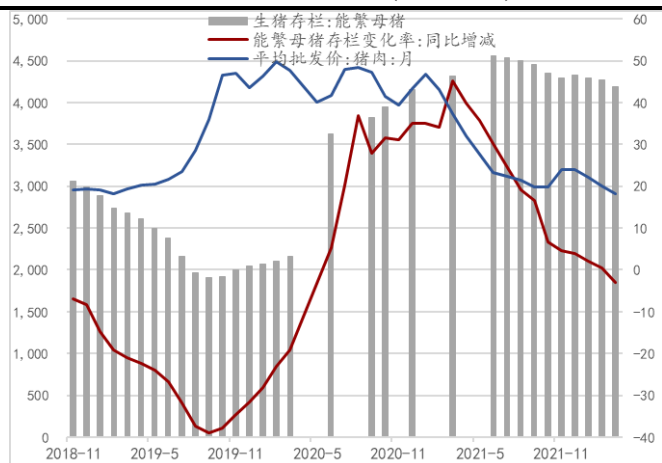
从CPI食品具体分项来看，4月，猪肉价格同比继续上行8.1个百分点至-33.3%，上涨幅度继续加快，环比增速由上月的-9.3%大幅上行至1.5%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的0%、-4.6%变动为0.8%、-5.2%，蛋类同比增速上行5.1个百分点至12.1%，环比上行6.3%。鲜菜价格同比继续上行6.8个百分点至24%，仍处高位，环比季节性下行-3.5%；鲜果价格同比上涨9.8个百分点至14.1%，环比上行5.2%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由3月的2%、3.5%、4.2%、1.7%、1.7%变动为2.7%、3.5%、2.4%、1.7%、1.8%。

图表5: 猪价4月反弹, 猪粮比价重回5以上(元/公斤)



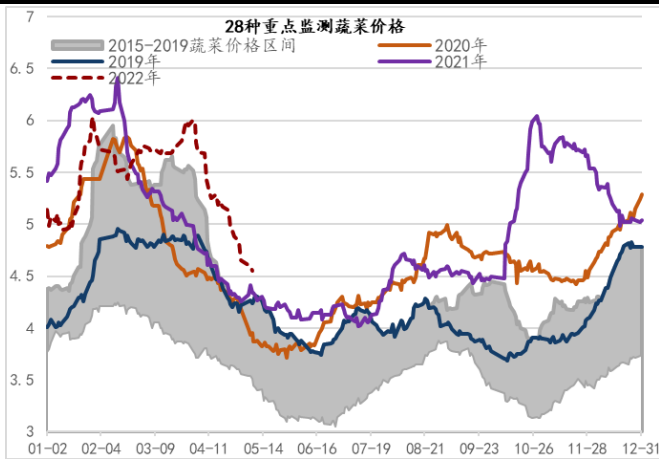
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪存栏保持去化(万头, %)



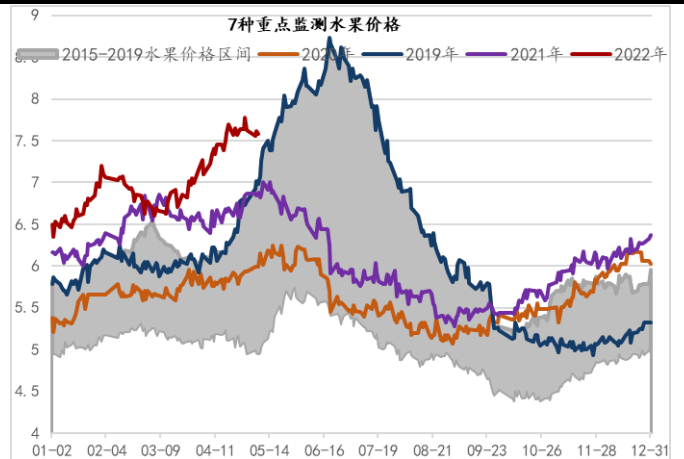
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜4月季节性回落 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

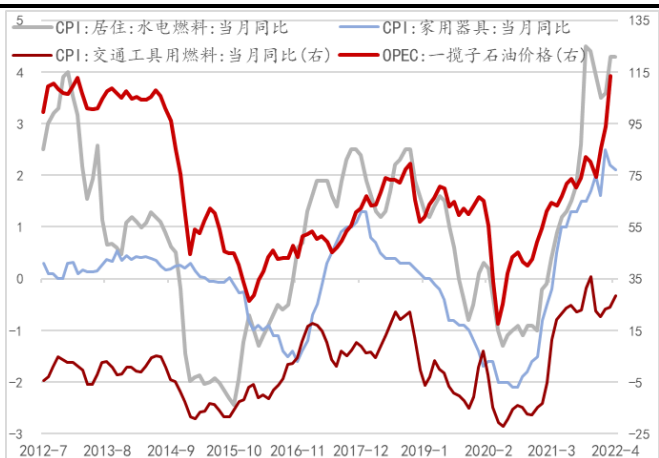
图表8: 水果价格延续高位 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

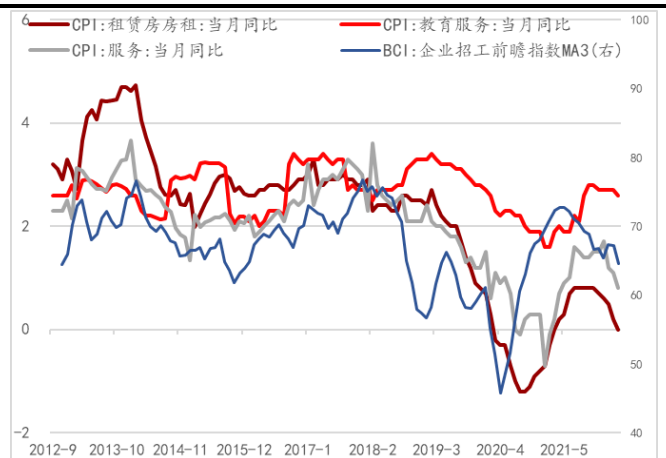
非食品项交通工具燃料同比高位继续抬升, 旅游同比显著回落, 环比转好。地缘政治影响下, 4月国际原油价格延续高位, 国内钢铁、能源价格指数持续上行, 煤炭现货价格也温和上行。服务项中, 受到疫情影响, 企业招工持续回落, 服务项继续走弱, 旅游基数作用下, 同比显著回落, 但随着五一小长假的到来, 机票、旅游价格环比上行, 而家庭服务价格同比在低基数作用下保持上行。

图表9: CPI燃料相关分项延续高位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 疫情影响下, 企业招工偏弱, 服务回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

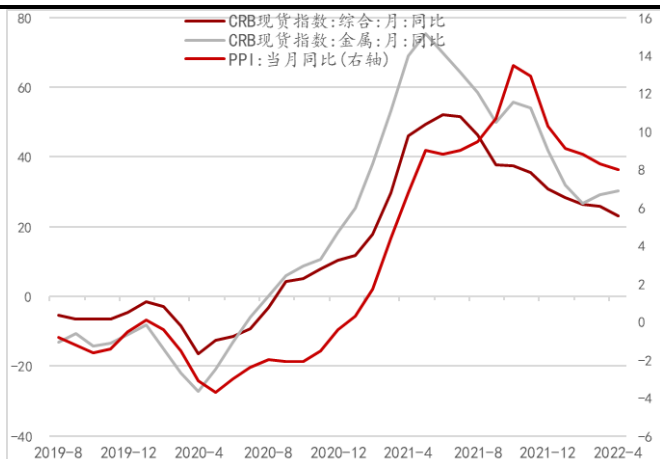
2、PPI 输入通胀性压力延续, 出厂和购进价格分化

PPI同比不改下行趋势, 下行速度放缓。原油、煤炭价格上涨带来的输入通胀压力延续, 农副食品加工价格抬升。采掘工业、原材料价格继续上行, 而加工工业保持回落, 原材料和加工工业价差再度走阔。生活资料中, 一般日用品同比保持上行。生产资料中, 采掘工业同环比反弹上行, 黑色、能源价格持续上行。原材料工业和加工工业剪刀差延续低位。工业企业成本持续承压。

从PPIRM来看, 工业生产者购进价格上行为10.8%, 走势与PPI出现分歧。PPIRM分项中, 燃料、动力类同环比保持较快上行, 农副产品增速转正。有色、黑色、化工原料类同比增速延续放缓, 但环比增速上行。

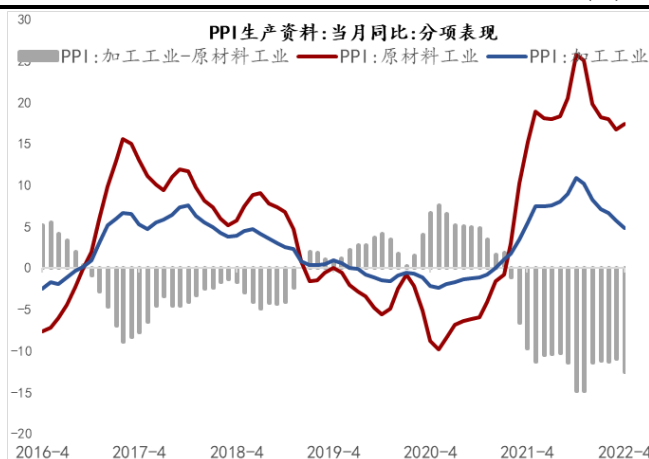
具体数据来看，PPI同比8%，较上月继续回落0.3个百分点，环比增速0.6%，前值1.1%。PPI生产资料同比回落0.4个百分点至10.3%，其中，采掘工业、原材料工业同比分别由3月的38.0%、16.7%上行至38.3%、17.4%，加工工业同比由5.7%下行至4.8%。PPI生活资料同比上行0.1个百分点至1%，环比增速0.2%，前值0.2%；其中，食品类同比由0.8%上行至1.6%。

图表11: PPI同比增速延续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工工业 - 原材料工业价差再度走阔 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

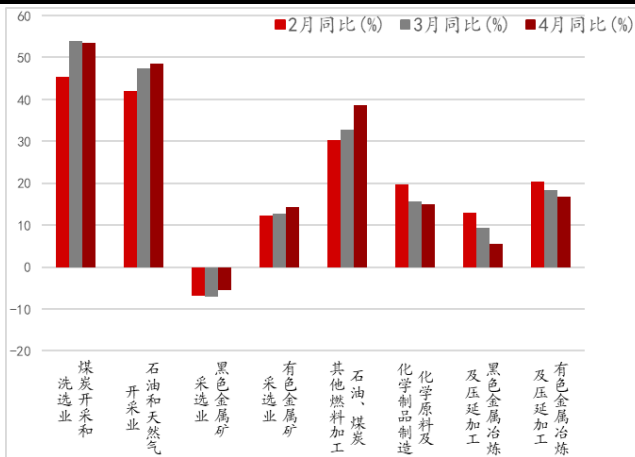
石油和天然气开采加工高位保持上行，环比显著回落；煤炭开采同比小幅放缓，石油、煤炭等燃料加工业本月上行幅度最大。俄乌冲突和欧美制裁的加剧，海外大宗商品价格4月延续高位，但快速攀升时点已经过去。制裁影响下，即使“热战”转向“冷战”，能源价格年内预期持续高位，全球通胀风险依然较大。欧盟成员国制裁下，将陆续禁止从俄罗斯进口煤炭、原油等，海外煤炭价格持续上行，我国煤炭进口尚未受到影响，煤炭进口关税减免为0，持续的保供稳价政策下，价格基本温和上行。

黑色、有色金属采选反弹，而冶炼及压延工业继续回落，非金属矿采选下行放缓。稳增长政策下，基建将带动钢材、水泥行业需求增加，但国内疫情对部分地区开工依然造成一定影响。有色受到国际价格走势上行，保持抬升。

下游制造业价格整体回落，燃气生产和供应业同环比显著上行。中游通用设备制造业同比继续小幅回落0.5个百分点，下游汽车制造同比持平，铁路、船舶等运输设备制造业同比回落；计算机、通信等电子设备制造业同比也有所回落。整体中下游行业价格上涨难度较大。随全球粮食价格上涨，农副食品加工业同环比均有所抬升。电力、热力的生产和供应业继续上行，燃气生产和供应业上行最为显著。

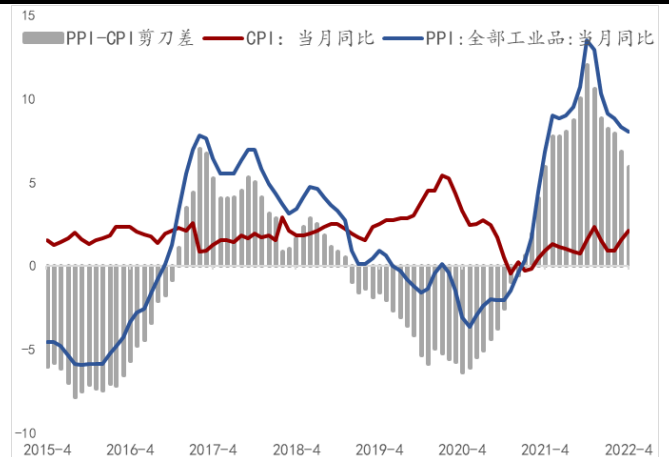
PPI-CPI剪刀差回落趋势延续。PPI下行、CPI上行，剪刀差高位持续回落。当前剪刀差收缩的主要驱动由PPI下跌，增加了CPI上行压力，上半年预期缩窄速度依然偏慢。海外俄乌冲突和欧美制裁影响下，大宗商品价格波动相对剧烈。海外通胀传导对PPI影响较大，对CPI影响主要是非食品项。

图表13: 有色、石油增速有所反弹(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI - CPI剪刀差延续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

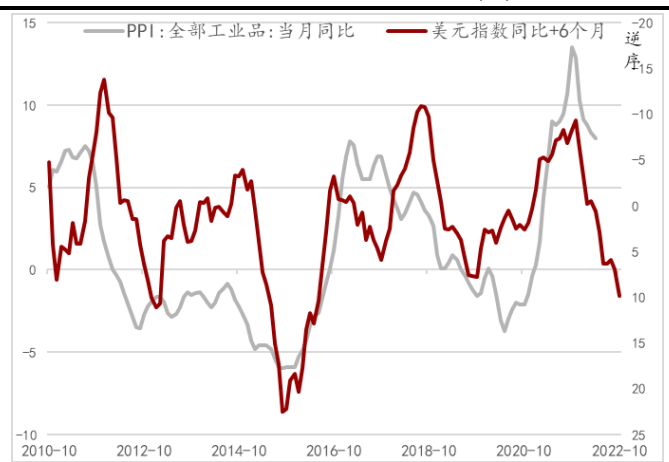
我国PPI通胀后期压力依然来源于输入性通胀，CPI还受到食品项影响，上半年保持温和。海外对我国的输入型通胀主要在PPI端体现，全球贸易产业链分工下，国际大宗商品价格给各国国内通胀造成了普遍影响。英、美等发达经济体已经开启加息，货币政策收紧来部分遏制通胀的上行势头。而大宗商品受到地缘政治风险影响，原油、粮食等价格仍将高位震荡，美国也通过调降中国出口关税等措施来降低商品成本。PPI也会受到汇率波动的影响。汇率波动性上升提高了风险和不确定性，进而提高了进口成本。5月PPI在高基数作用下仍将保持下行，国内保供稳价政策也在持续推进。对CPI的影响主要在非食品项，交通出行用燃料已经有所抬升。当前居民消费和预期在疫情和收入不确定性下，相对疲弱，涨价依然主要由下游企业承担。下半年随着猪周期开启上行周期，叠加基数效应，CPI或阶段性上行至3%以上。一季度货币政策报告也频繁提及稳物价方面，二季度预期CPI将保持在3%以内，不对货币政策构成制约。

图表15: PPI同比仍处回落阶段，M1有所反弹(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: PPI与美元指数同比延续回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

大宗商品价格拉升超预期，疫情影响居民消费和供应链时长和范围超预期，美联储货币政策节奏和幅度超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场