

研究所

分析师：魏大朋  
SAC 登记编号：S1340521070001  
Email: weidapeng@cnpsec.com

研究助理：崔超  
SAC 登记编号：S1340121120032  
Email: cuichao@cnpsec.com

2022年5月宏观月报

4月多项数据低迷，稳增长更待政策发力

● 4月各项经济指标低迷

Wind 一致预测我国二季度经济同比增长 3.99%，低于一季度及全年目标增速。4 月份，国内疫情多点散发，经济增速再度回落，疫情影响在一季度初步显现，二季度的或将更加严峻。

**生产：大幅下挫，上游行业保持韧性。**4 月工业增加值同比下降 2.9%，环比增速下降 7.08%。1-4 月工业增加值累计增速下降至 4%。主要原因为疫情管控部分地区停工停产，交通管控物流不畅，供应链阻滞。4 月工业产能利用率和制造业产能利用率亦不容乐观。**分行业看，上游原材料行业韧性优于中下游产业。**煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业等四个行业仍然保持了较高水平的增长速度，俄乌冲突导致的能源和大宗商品价格上涨是重要因素之一。此外，稳增长政策基建项目的靠前发力，亦首先从产业链上游得到反映。**汽车和通用设备行业受疫情冲击严重。**上海、吉林为 4 月疫情较为严重地区，使得当地汽车及装备制造产业受影响严重。4 月汽车行业工业增加值同比大幅下降 31.8%，装备制造业同比下降 15.8%。

**投资：基建、制造业增速放缓，房地产低迷短期曙光难现。**4 月固定资产投资同比增长 1.8%，较 3 月下降 4.9 个百分点；环比下降 0.82%。受 4 月份数据拖累，1-4 月份固定资产投资（不含农户）同比增长 6.8%，较 1 季度数据下跌 2.5 个百分点。三大产业连续两个月累计同比增速下滑。**基建投资增速放缓。**1-4 月份基础设施建设投资累计同比增长 8.26%，较 3 月份降速 2.22 个百分点，增速放缓，但仍处于较高水平。**制造业增速下降。**1-4 月制造业固定资产投资累计同比增长 12.20%，较 3 月份增速下降 3.4 个百分点。制造业固定资产投资增速下滑，主要受内需不足，企业投资意愿下降影响。此外，原材料价格上涨也对企业投资扩产产生压制。**房地产投资增速转负。**1-4 月份，房地产累计投资同比下降 1.9%，增速由正转负。延续了 2021 年 2 月以来累计同比增速下滑的趋势。4 月房地产各项数据低迷，商品房销售面积、销售额分别下降 39.0%和 46.6%，房地产施工和新开工面积同比分别下降 38.7%和 44.2%。预期房地

产行业短期内仍然低迷。

**消费：消费大幅下降，线上业务占比提升。**疫情对社消造成严重冲击，4月社会消费品零售总额当月同比下降11.10%，较3月份降幅进一步扩大。**餐饮、商品零售受疫情冲击较大。**4月份，商品零售26874亿元，同比下降9.7%；餐饮收入2609亿元，下降22.7%。**网上零售保持增长，占比提升。**为应对疫情对线下经营的不利影响，餐饮零售企业线上业务发展迅速。1-4月，全国网购实物金额同比增长5.2%，占社零总额比重23.8%，比重较1-3月提升0.6个百分点。

● **利率：长短期资金价格下行，地方政府债发行环比大增**

**5年LPR利率下调，债券信用利差收窄。**5年期LPR利率大幅下调15个基点，超出市场预期。近期多家银行下调存款利率，负债端成本逐步下降，为LPR利率下调进行了准备。5年期LPR利率下调，虽对银行净息差产生不利影响，但贷款利率下降刺激贷款需求增长能够减少部分损失。**债券发行规模下降，地方政府债发行环比大增。**本月发行债券3406只，募集资金合计44287.08亿元，发行金额减少6185.64亿元，降幅12.16%。地方政府债发行量环比大幅增长269%，预期积极地财政政策将在5-6月发力，基建项目将成为二季度经济增长的有利推手。

● **汇率：人民币汇率企稳，两因素成影响汇率关键**

**中美利差企稳，人民币反弹。**美债利率回落，中美利差企稳。5月6日，美国10年期国债利率升至近期最高3.12%后回调，中美利差企稳，但5月大多数交易日仍处倒挂状态。人民币汇率快速贬值后反弹。4月以来，人民币在岸汇率已由6.3509贬值至6.7387（5月27日），贬值3878个基点。本轮人民币汇率贬值与中美利差收窄基本同步，中美利差出现倒挂是4月19日以来加速贬值的诱因。**国内存贷款利率同降，二级市场再现资本流出。**5年期LPR利率大幅下调15个基点至4.45%，国内资金价格承压，中美利差倒挂现象恐将持续或进一步加剧。二级市场5月份再现资本流出，在国内稳增长压力较大背景下，资金价格有望进一步下调，资本流出现象或将持续。**国内经济与美国通胀，将成为影响人民币汇率的关键。**汇率是经济基本面的反映，4月以来国内疫情多点散发，对生产、消费、出口等均产生较大负面影响；而美国居高不下的通胀率，亦推高了美联储加息预期。随着国内疫情得到基本控制，稳增长政策大幅加码，国内经济预期将得以较大程度恢复，国际市场重拾人民币信心。同时，美国通胀数据亦将成为影响美联储加息预期的关键，进一步对人民币汇率产生影响。

- **价格：大宗商品价格高位震荡，今年通胀压力仍然较大**

**食品价格上涨推高 CPI。**4 月份 CPI 同比上涨 2.1%，其中食品价格上涨 1.9%，非食品价格上涨 2.2%；CPI 环比上涨 0.4%，其中食品价格上涨 0.9%，非食品价格上涨 0.2%。**交通通信为本月同比涨幅最大的子项。**同比上涨 6.5%，主要受交通工具用燃料价格大幅上涨所致。地缘政治危机导致国际能源价格上涨，进而向全产业链传导，汽柴油等交通工具用燃料首当其冲。4 月交通工具用燃料价格同比上涨 28.4%，环比上涨 2.7%，1-4 月同比上涨 24.1%，为涨幅最大子项。**食品项环比涨幅创 2004 年以来同期新高。**同比涨幅由 3 月下跌 1.5%转为本月上涨 1.9%。环比涨幅由 3 月下跌 1.2%转为本月上涨 0.9%。归因看主要有两点，一是受疫情影响，物流运输不畅，且居民食品囤货需求增大；二是与部分食品价格周期相关。**猪肉价格有望走出低迷。**猪肉价格 4 月环比上涨 1.5%（上月为下降 9.3%），生猪存栏量下降、猪肉收储增加，推动猪肉价格逐步走出低迷周期。当前通胀水平仍处可控区间，随着能源、大宗商品价格向全产业链传导，**预计 CPI 将继续保持温和上涨趋势。**

**大宗商品价格环比回落，并持续向下游传导。**4 月份 PPI 同比上涨 8.0%，环比上涨 0.6%，涨幅均较上月回落。生产资料价格涨幅回落，生活资料价格增速稳中有升，原材料价格向下游传导。**国际大宗商品价格上涨是推动 PPI 环比上涨的主要因素。**涨幅较大的为黑色金属矿采选业、石油煤炭及其他燃料加工业价格，分别上涨 4.0%和 3.5%，但增速呈现明显回落，影响生产资料环比下降。同比看来，大宗商品价格仍处于高位，且持续向下游传导，影响生活资料价格同比上升。

**PPI-CPI 剪刀差连续 6 个月收窄。**4 月 PPI 和 CPI 剪刀差收窄至 5.9 个百分点，连续第 6 个月下降。

我们预计，随着猪肉逐步走出下跌周期，猪肉对 CPI 指数上涨的抑制作用将减弱。能源价格对国际政治形势的变化敏感，短期内仍无下降的迹象，有望在高位持续震荡。原油、有色金属等大宗商品价格的上涨持续向下游传导，“猪下油上”的形势有转变为“猪油同上”的概率，今年通胀压力仍然较大。

- **外贸：4 月外贸数据下滑，RECP 有望拓展外贸空间**

**出口增速大幅下滑。**4 月我国出口总值增速大幅下滑，主要原因因为国内疫情反弹和海外消费品需求走弱。4 月国内疫情多点散发，上海疫情管控严格，对企业开工、产业链物流造成压力，同时大宗商品价格上涨导致的原材料价格上涨，对出口产品价格优势造成一定削弱。海外疫情管控放松，产业链逐步恢复，对我国机电产品、

纺织纱线织物及其制品等防疫用品需求减小。进口疲软，连续两个月同比零增长。4月我国进口总值同比零增长。内需偏弱以及疫情管控是主要影响因素。主要大宗商品价格仍处于高位，对进口金额具有一定支撑作用。

**对前五大贸易伙伴进出口总额增速放缓。**1-4月，我国对前五大贸易伙伴东盟、欧盟、美国、韩国和日本进出口总额（亿美元计价）分别增长9.4%、8.9%、10.9%、10.6%和-0.5%，累计同比增速自1月份以来逐月下滑。当前增速下滑主要受国内疫情管控、供应链不畅、需求疲软以及国外产业链修复、订单减少等因素影响。

**RECP将在我国对外贸易中发挥重要作用。**1-4月，我国对东盟累计出口1621.77亿美元，累计同比增长11%；进口1270.95亿美元，累计同比增长7.5%。对RECP成员国出口增速远高于进口，RECP将助推出口在稳增长工作中发挥重要作用。4月仍为我国第一大贸易伙伴。

#### ● 风险提示

政策施行效果不及预期、疫情恶化、国际关系恶化、地方债务风险集中爆发。

## 目录

1 4 月经济数据分析.....	8
1.1 经济增长：一季度 GDP 偏弱，二季度增长预期放缓.....	8
1.2 生产：生产大幅下挫，上游行业保持韧性.....	8
1.3 投资：基建、制造业增速放缓，房地产低迷短期曙光难现.....	10
1.4 消费：消费大幅下降，线上业务占比提升.....	11
2 利率：长短期资金价格下行，地方政府债发行环比大增.....	12
2.1 长短期资金价格下降，债券信用利差收窄.....	12
2.2 债券发行规模下降，地方政府债环比大幅增长.....	14
3 汇率：人民币汇率企稳，两因素成影响汇率关键.....	16
3.1 中美利差企稳，人民币反弹.....	16
3.2 国内存贷款利率同降，二级市场再现资本流出.....	17
3.3 国内经济与美国通胀，将成为影响人民币汇率的关键.....	17
4 价格：大宗商品价格高位震荡，今年通胀压力仍然较大.....	18
4.1 食品涨价推动 CPI 同比上涨 2.1%.....	18
4.2 大宗商品价格环比回落，并持续向下游传导.....	20
4.3 PPI-CPI 剪刀差连续 6 个月收窄.....	21
4.4 今年通胀压力仍然较大.....	22
5 外贸：4 月外贸数据下滑，RECP 有望拓展外贸空间.....	23
5.1 进出口数据同现疲软态势.....	23
5.2 对前五大贸易伙伴进出口总额增速放缓.....	23
5.3 RECP 将在我国对外贸易中发挥重要作用.....	24

## 图表索引

图表 1 GDP 当季同比增速及预测值 (%)	8
图表 2 三大产业同比增速 (%)	8
图表 3 工业增加值同比变动 (%)	9
图表 4 工业及制造业产能利用率 (%)	9
图表 5 能源、金属行业工业增加值同比变动 (%)	9
图表 6 汽车和通用设备行业工业增加值同比变动 (%)	10
图表 7 固定资产投资累计同比变动 (%)	10
图表 8 分产业固定资产投资累计同比变动 (%)	10
图表 9 基建、制造业、房地产投资累计同比变动 (%)	11
图表 10 社会消费品零售总额当月同比变动 (%)	11
图表 11 餐饮、商品零售当月同比变动 (%)	11
图表 12 贷款市场报价利率 (LPR)	12
图表 13 DR001\DR007\R001\R007 利率走势	13
图表 14 隔夜\1周\2周\1个月 SHIBOR 利率走势	13
图表 15 1年\5年\10年期国债到期收益率走势	13
图表 16 1年\5年\10年期企业债到期收益率走势 (AAA 级)	14
图表 17 企业债、产业债、城投债信用利差走势 (AAA 级)	14
图表 18 月度债券发行总额和数量情况	15
图表 19 1-5 月债券发行结构	15
图表 20 中美 10 年期国债利率走势	16
图表 21 人民币汇率与中美 10 年国债利差走势	16
图表 22 美元指数	16
图表 23 近期沪深股通月度净流入情况 (亿元)	17
图表 24 CPI 同比与环比变化	18
图表 25 CPI 食品与非食品当月同比变化	19
图表 26 食品与非食品价格环比变化	19
图表 27 鲜菜价格当月同比与环比变化	19
图表 28 交通工具用燃料当月同比与环比变化	19
图表 29 22 省市猪肉平均价格	19
图表 30 猪粮比价	19
图表 31 CPI 分类别环比涨跌幅	20
图表 32 CPI 分类别同比涨跌幅	20
图表 33 PPI 当月同比与环比变化	21
图表 34 生产资料当月同比与环比变化	21
图表 35 生活资料当月同比与环比变化	21

---

图表 36 主要生产资料市场价格 .....	21
图表 37 PPI-CPI 剪刀差 .....	22
图表 38 进出口金额当月值 .....	23
图表 39 进出口总值当月同比变化（美元计价） .....	23
图表 40 我国与前五大贸易伙伴进出口总额月度值（百万美元） .....	24
图表 41 进出口总值当月累计同比变化（美元计价） .....	24
图表 42 2019-2022 年中国与东盟 14 国 1-4 月贸易总额（百万美元） .....	24

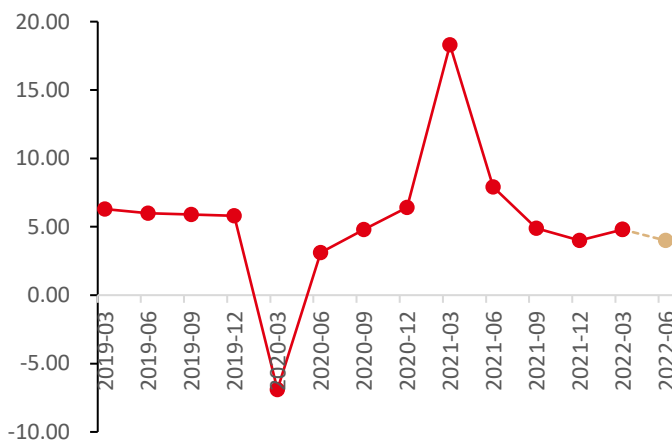
## 1 4月经济数据分析

### 1.1 经济增长：一季度 GDP 偏弱，二季度增长预期放缓

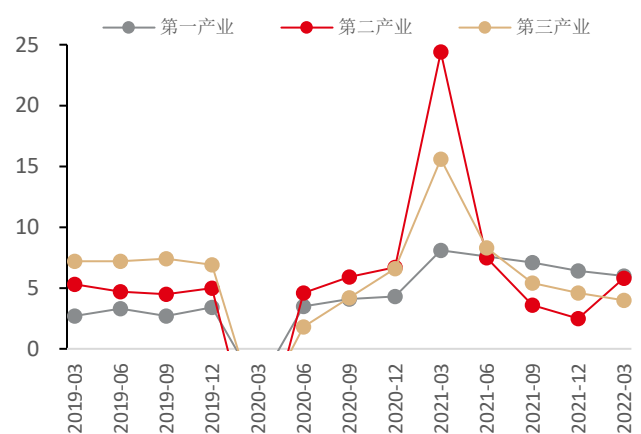
Wind 一致预测我国二季度经济同比增长 3.99%，低于一季度及全年目标增速。2022 年一季度，我国 GDP 同比增长 4.8%，较去年四季度增长 0.8 个百分点，但整体仍然较弱，低于全年 GDP 5.5% 的增速目标。

分产业看，第二产业贡献度较大。一季度，第一产业同比增长 6.00%，连续第四个季度增速下降；第二产业同比增长 5.8%，季度增速率先企稳回升，对 GDP 贡献较大，主要是受一季度稳增长政策下，财政、基建等供给端提前发力影响；第三产业同比增长 4.00%，与第一产业类似，连续第四个季度增速下滑，主要受疫情影响。3 月份以来，国内疫情多点散发，经济增速再度回落，疫情影响在一季度初步显现，而计入二季度的疫情形势更加严峻，负面影响将在二季度释放。

图表 1 GDP 当季同比增速及预测值 (%)



图表 2 三大产业同比增速 (%)



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

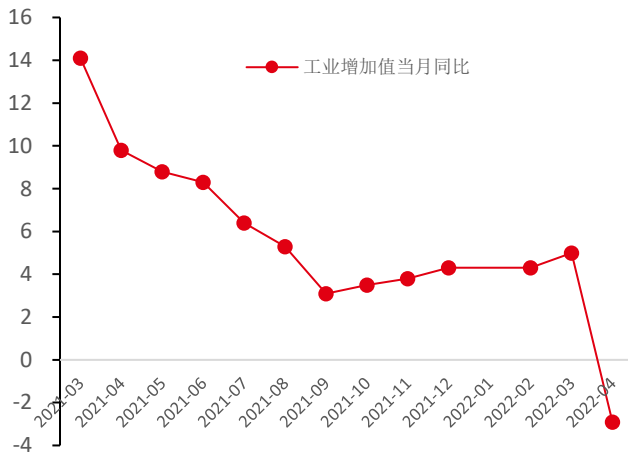
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

### 1.2 生产：生产大幅下挫，上游行业保持韧性

生产负增长。4 月工业增加值同比下降 2.9%，是自 2020 年 2 月以来首度生产同比增速为负值；环比增速下降 7.08%。今年以来，各月工业增加值累计增速持续下降，1-4 月份降至 4%。主要原因为疫情管控部分地区停工停产，交通管控物流不畅，供应链阻滞。3 月工业产能利用率和制造业产能利用率为 2020 年 2 季度以来最低，预期 4 月份数据不容乐观。

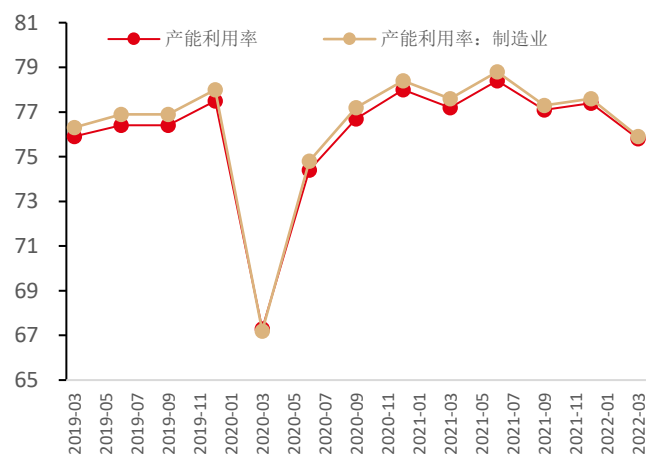


图表 3 工业增加值同比变动 (%)



数据来源: iFinD, 中邮证券研究所整理

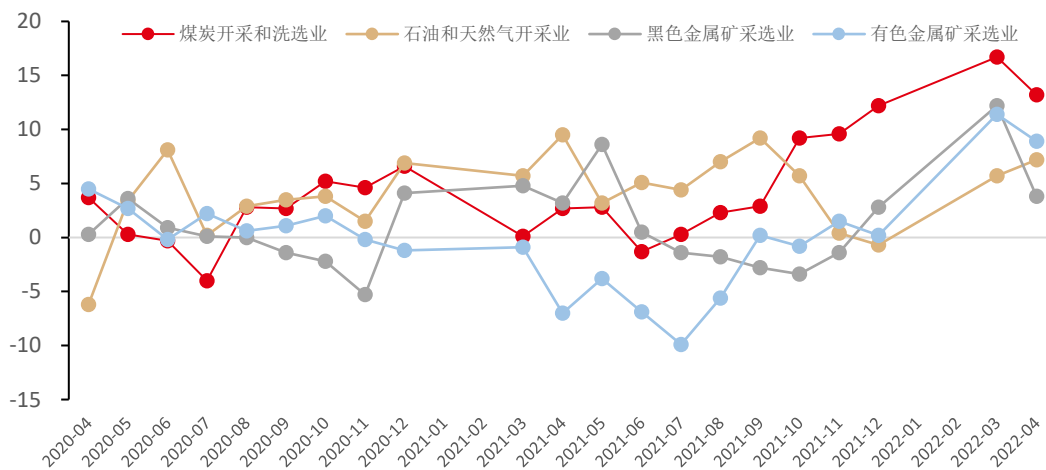
图表 4 工业及制造业产能利用率 (%)



数据来源: iFinD, 中邮证券研究所整理

分行业看, 上游原材料行业韧性优于中下游产业。4 月份, 煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业等四个行业工业增加值同比分别增长 13.20%、7.20%、3.80%、8.90%, 仍然保持了较高水平的增长速度, 俄乌冲突导致的能源和大宗商品价格上涨是重要因素之一。此外, 稳增长政策基建项目的靠前发力, 亦首先从产业链上游得到反映。

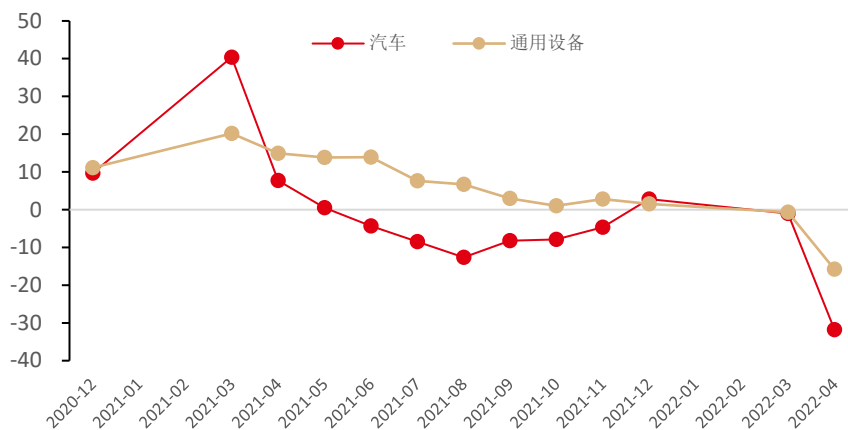
图表 5 能源、金属行业工业增加值同比变动 (%)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

汽车和通用设备行业受疫情冲击严重。上海、吉林为 4 月疫情较为严重地区, 使得当地汽车及装备制造产业受影响严重。4 月汽车行业工业增加值同比大幅下降 31.8%, 装备制造业内同比下降 15.8%。

图表 6 汽车和通用设备行业工业增加值同比变动 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 1.3 投资：基建、制造业增速放缓，房地产低迷短期曙光难现

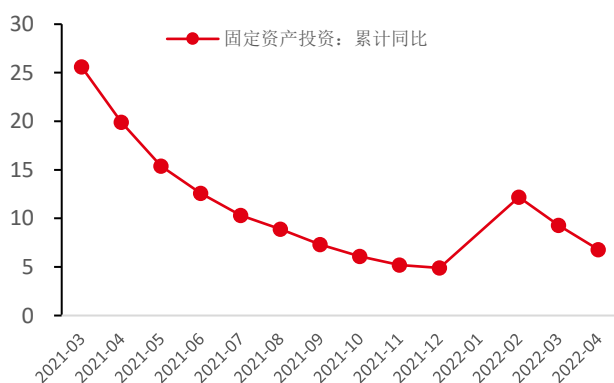
4月固定资产投资同比增长1.8%，较3月下降4.9个百分点；环比下降0.82%。受4月份数据拖累，1-4月份固定资产投资（不含农户）同比增长6.8%，较1季度数据下跌2.5个百分点。三大产业连续两个月累计同比增速下滑。

**基建投资增速放缓。**1-4月份基础设施建设投资累计同比增长8.26%，较3月份降速2.22个百分点，增速放缓，但仍处于较高水平。

**制造业增速下降。**1-4月制造业固定资产投资累计同比增长12.20%，较3月份增速下降3.4个百分点。制造业固定资产投资增速下滑，主要受内需不足，企业投资意愿下降影响。此外，原材料价格上涨也对企业投资扩产产生压制。

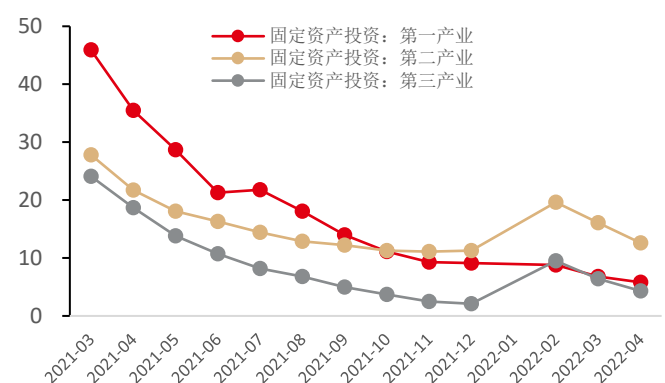
**房地产投资增速转负。**1-4月份，房地产累计投资同比下降1.9%，增速由正转负。延续了2021年2月以来累计同比增速下滑的趋势。4月房地产各项数据低迷，商品房销售面积、销售额分别下降39.0%和46.6%，房地产施工和新开工面积同比分别下降38.7%和44.2%。预期房地产行业短期内仍然低迷。

图表 7 固定资产投资累计同比变动 (%)



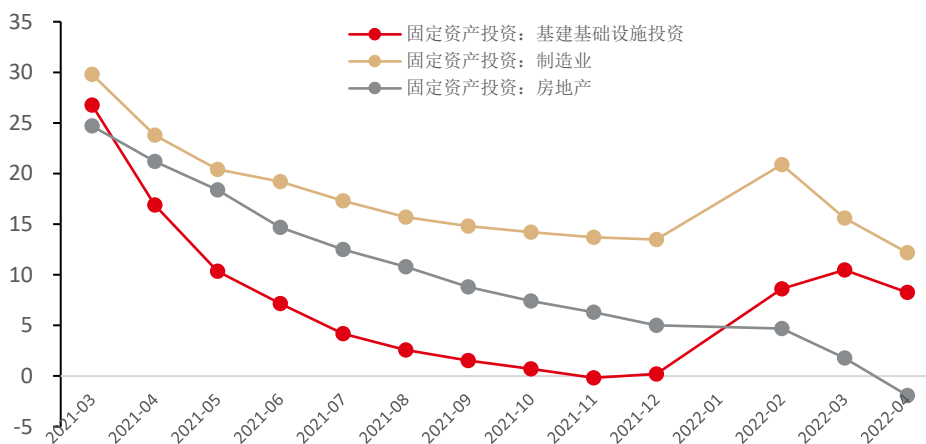
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 8 分产业固定资产投资累计同比变动 (%)



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 9 基建、制造业、房地产投资累计同比变动 (%)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

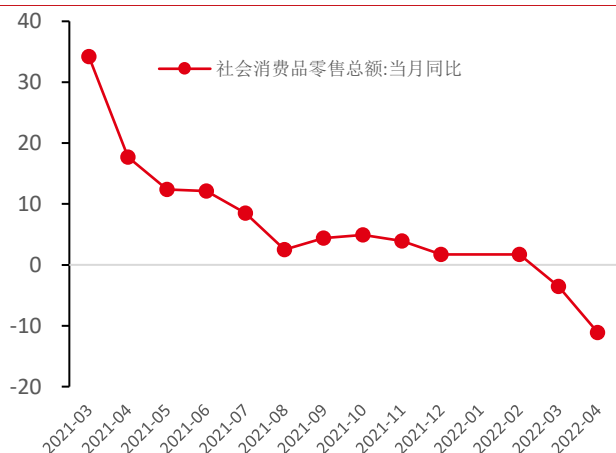
#### 1.4 消费: 消费大幅下降, 线上业务占比提升

**消费大幅下降。**疫情对社消造成严重冲击,4月社会消费品零售总额当月同比下降11.10%,较3月份降幅进一步扩大。1-4月,社会消费品零售总额138142亿元,同比下降0.2%。其中,除汽车以外的消费品零售额124807亿元,增长0.8%,增速放缓。

**餐饮、商品零售受疫情冲击较大。**4月份,商品零售26874亿元,同比下降9.7%;餐饮收入2609亿元,下降22.7%。

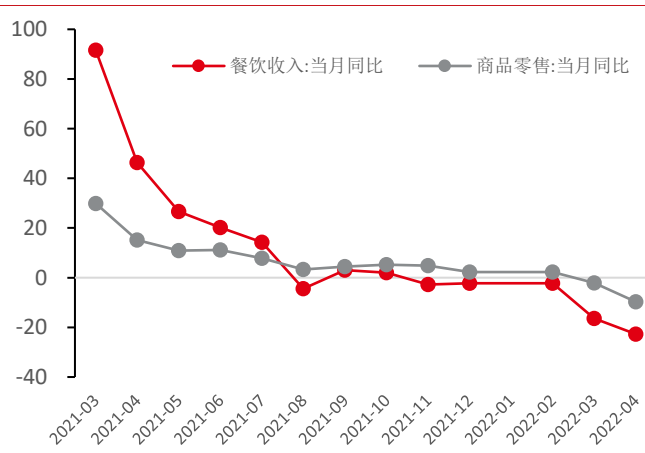
**网上零售保持增长,占比提升。**为应对疫情对线下经营的不利影响,餐饮零售企业线上业务发展迅速。1-4月,全国网购实物金额同比增长5.2%,占社零总额比重23.8%,比重较1-3月提升0.6个百分点。

图表 10 社会消费品零售总额当月同比变动 (%)



数据来源: iFinD, 中邮证券研究所整理

图表 11 餐饮、商品零售当月同比变动 (%)



数据来源: iFinD, 中邮证券研究所整理

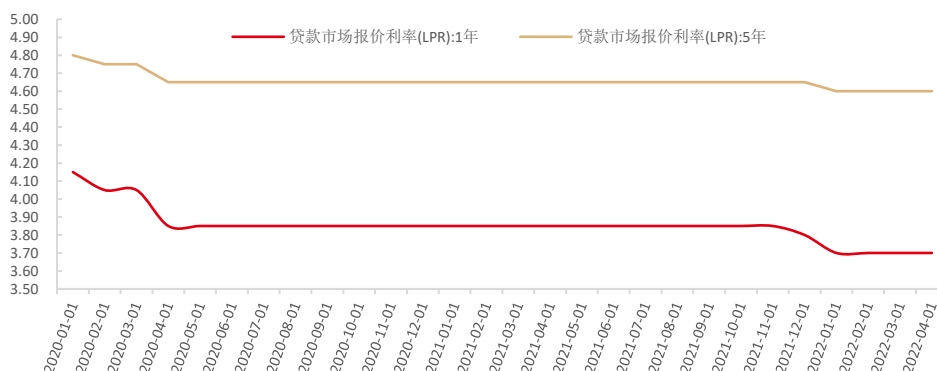
## 2 利率：长短期资金价格下行，地方政府债发行环比大增

### 2.1 长短期资金价格下降，债券信用利差收窄

5 年期 LPR 利率大幅下调 15 个基点，超出市场预期。5 月 20 日，央行公布贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.7%，5 年期以上 LPR 为 4.45%。

近期多家银行下调存款利率，负债端成本逐步下降，为 LPR 利率下调进行了准备。5 年期 LPR 利率下调，虽对银行净息差产生不利影响，但贷款利率下降刺激贷款需求增长能够减少部分损失。本次 LPR 利率下调，开启银行“薄利多销”新的发展阶段，净息差收窄的同时，房地产行业增量贷款将成为年内银行发展的重要领域。在此阶段，风控及信贷质量将显得尤为重要。

图表 12 贷款市场报价利率（LPR）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

截至 5 月 27 日，本月长短期资金价格整体呈下降趋势，信用利差收窄。

截至 5 月 27 日各利率及信用利差情况为：

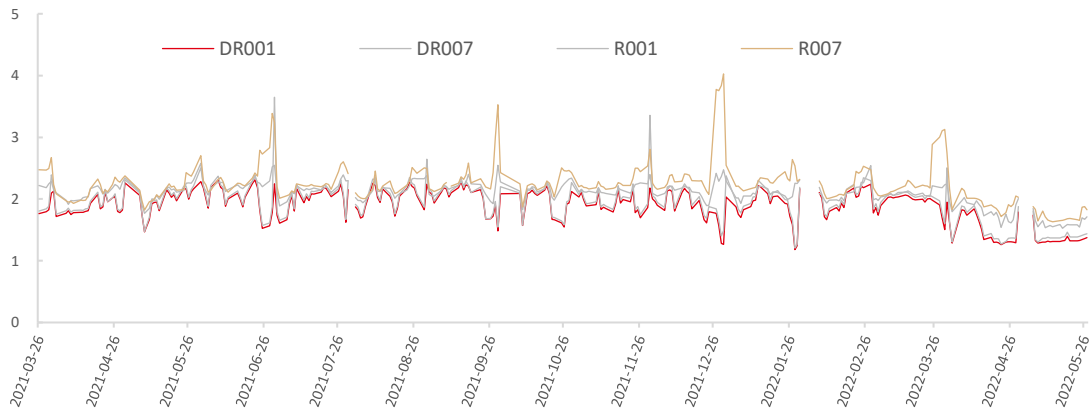
DR001\DR007\R001\R007 分别为 1.375%\1.7138%\1.4359%\1.8246%，分别较上月-41.32bp\ -29.15bp\ -43.91bp\ -20.58bp。

隔夜\1 周\2 周\1 个月 SHIBOR 利率分别为 1.381%\1.777%\1.738%\1.854%，分别较上月-45.7bp\ -22.9bp\ -28.4bp\ -27.1bp。

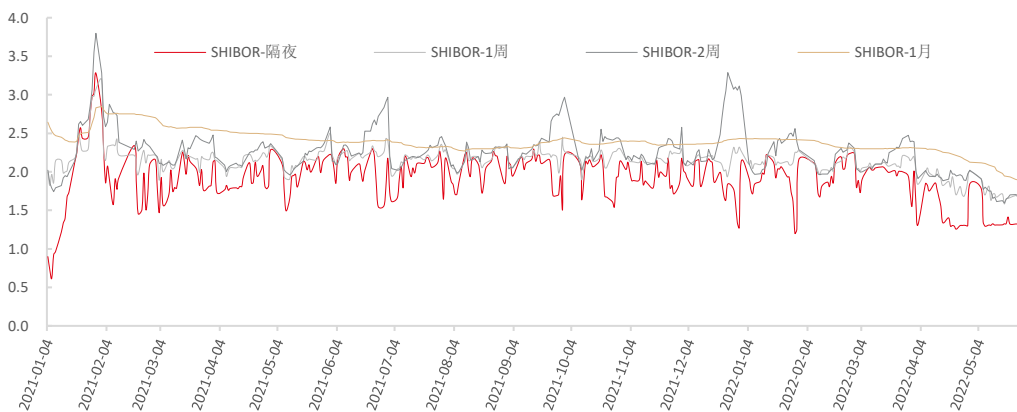
1 年期\5 年期\10 年期到期国债收益率分别为 1.9133%\2.4767%\2.6974%，分别较上月-11.87bp\ -13.69bp\ -14.12bp。

1 年期\5 年期\10 年期到期企业债（AAA）收益率分别为 2.2824%\3.1887%\3.5586%，分别较上月-17.4bp\ -19.14bp\ -17.27bp。

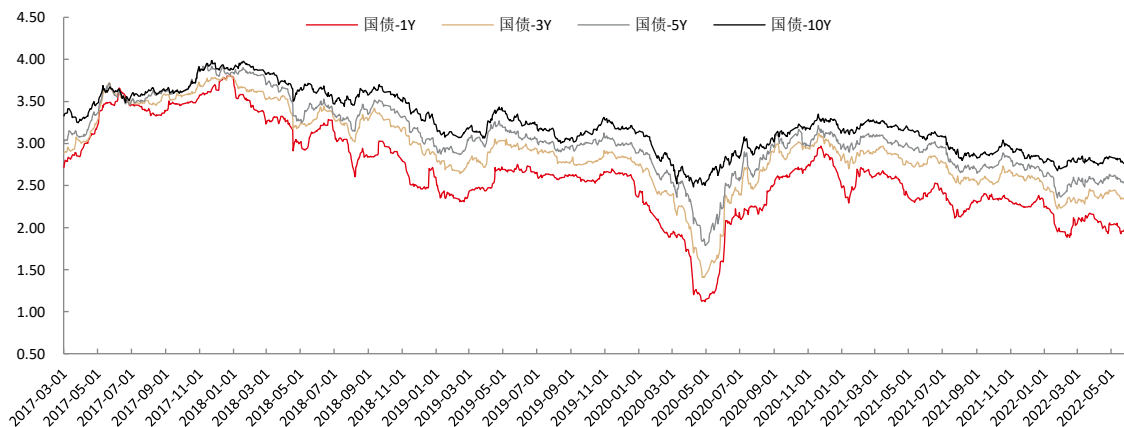
5 年期 AAA 级企业债\产业债\城投债到期收益率较 5 年期国开债信用利差分别为 51.88bp\69.06bp\51.53bp，信用利差较上月有所收窄。

**图表 13 DR001\DR007\R001\R007 利率走势**


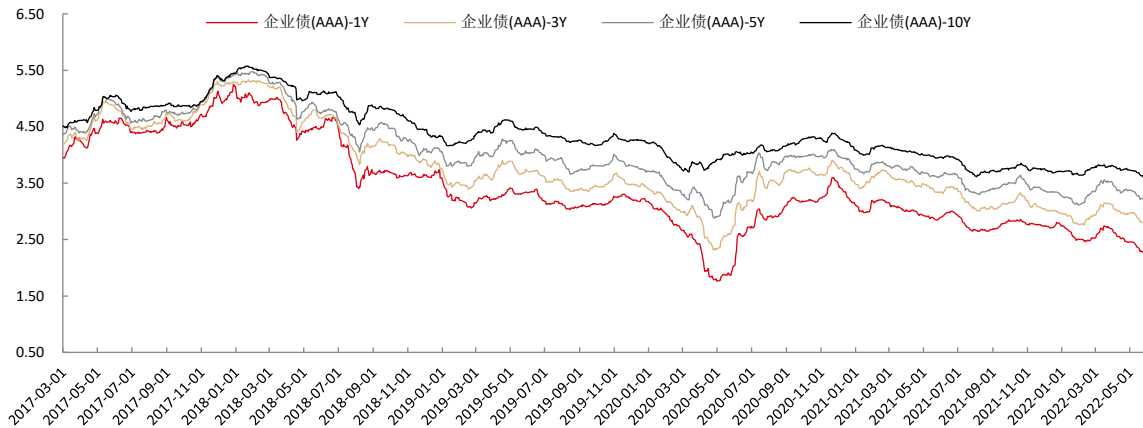
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表 14 隔夜\1周\2周\1个月 SHIBOR 利率走势**


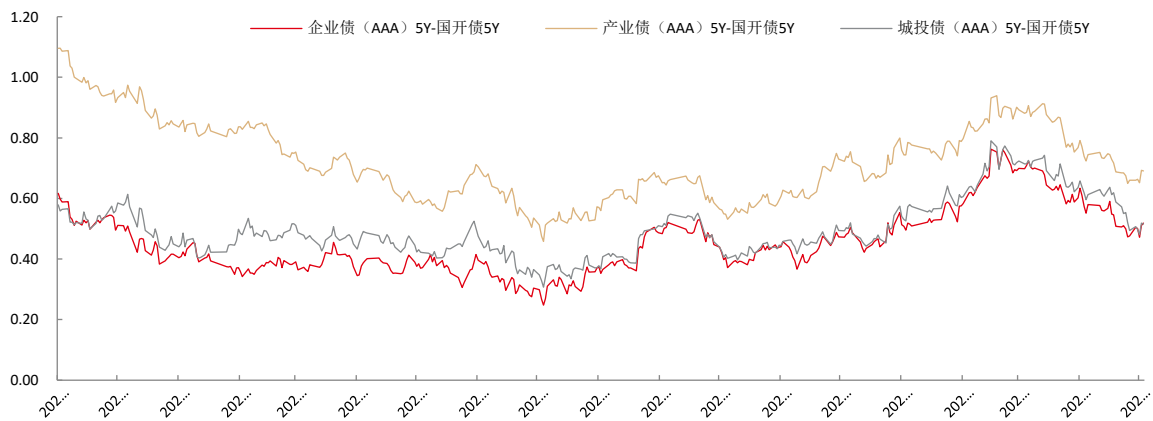
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表 15 1年\5年\10年期国债到期收益率走势**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表 16 1年\5年\10年期企业债到期收益率走势 (AAA级)**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

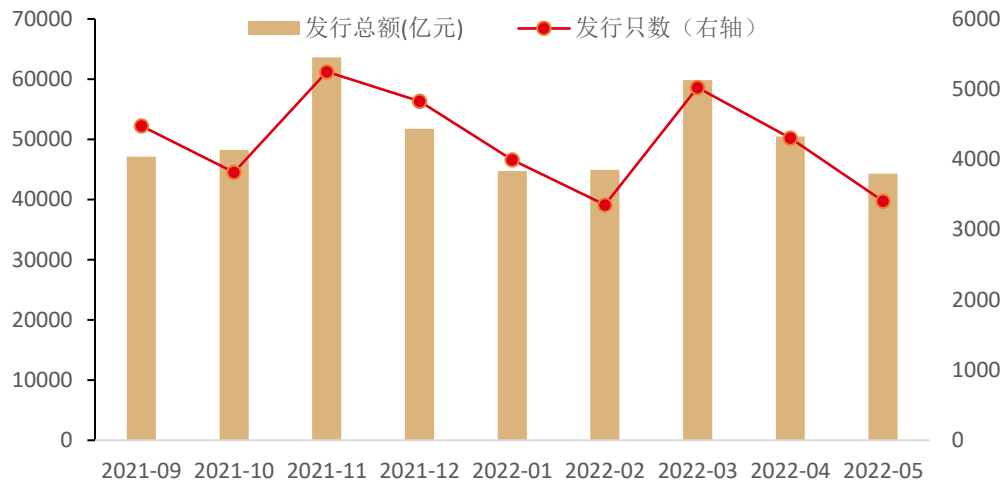
**图表 17 企业债、产业债、城投债信用利差走势 (AAA级)**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2.2 债券发行规模下降，地方政府债环比大幅增长

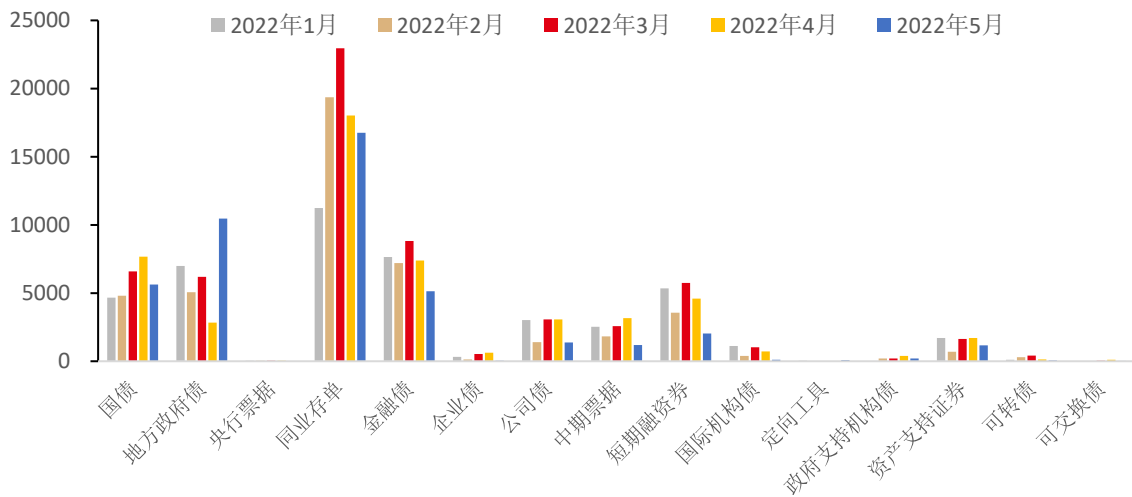
截至 5 月 27 日，本月债券发行规模低于上月。本月发行债券 3406 只，募集资金合计 44287.08 亿元，发行金额减少 6185.64 亿元，降幅 12.16%；发行只数下降 898 只。本月同业存单发行 16748.10 亿元，发行量最大，占比 37.82%；其次为地方政府债，发行 10473.32 亿元，占比 23.65%；第三为国债，发行 5616.20 亿元，占比 12.68%。5 月地方政府债发行量环比大幅增长 269%，预期积极地财政政策将在 5-6 月发力，**基建项目将成为二季度经济增长的有利推手。**

图表 18 月度债券发行总额和数量情况



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 19 1-5 月债券发行结构



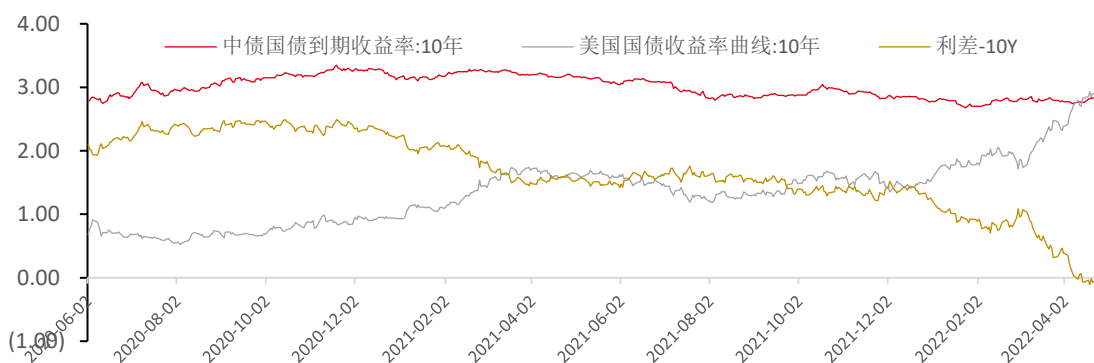
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

### 3 汇率：人民币汇率企稳，两因素成影响汇率关键

#### 3.1 中美利差企稳，人民币反弹

**美债利率回落，中美利差企稳，但仍倒挂。**中美利率倒挂现象主要出现在 2011 年之前，本次为近十年来首次。中美利差倒挂理论上易导致人民币贬值，进而引发资本外流。5 月 6 日，美国 10 年期国债利率升至近期最高 3.12% 后回调，中美利差企稳，但 5 月大多数交易日仍处倒挂状态。

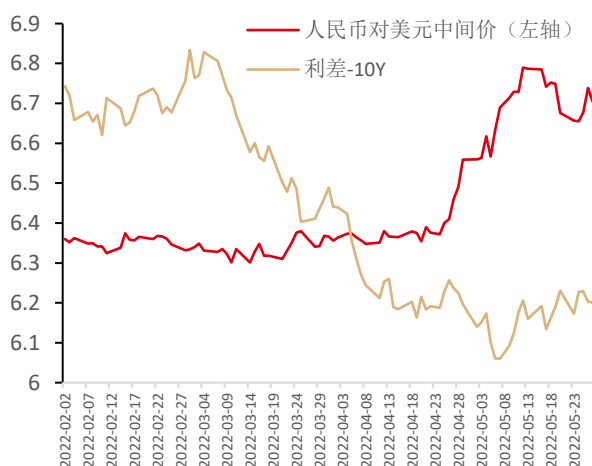
图表 20 中美 10 年期国债利率走势



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

**人民币汇率快速贬值后反弹。**人民币贬值始于 3 月初，4 月 19 日以来明显加快，5 月 13 日达到最低 6.7898 后反弹。4 月以来，人民币在岸汇率已由 6.3509 贬值至 6.7387（5 月 27 日），贬值 3878 个基点。本轮人民币汇率贬值与中美利差收窄基本同步，中美利差出现倒挂是 4 月 19 日以来加速贬值的诱因。

图表 21 人民币汇率与中美 10 年期国债利差走势



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 22 美元指数



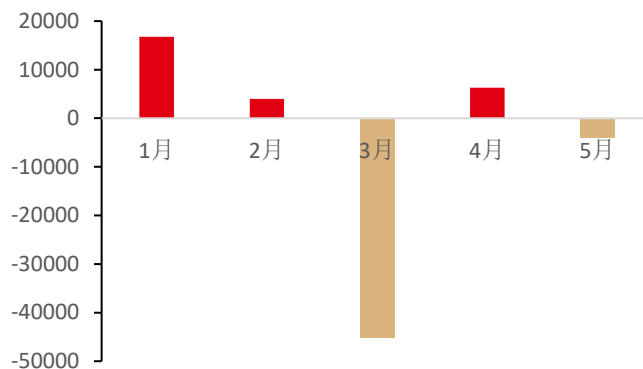
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理



### 3.2 国内存贷款利率同降，二级市场再现资本流出

5月20日，5年期LPR利率大幅下调15个基点至4.45%，国内资金价格承压，中美利差倒挂现象恐将持续或进一步加剧。同时，在二级市场5月份再现资本流出。截至27日，5月沪深股通净流出4047.1亿元。在国内稳增长压力较大背景下，资金价格有望进一步下调，资本流出现象或将持续。

图表 23 近期沪深股通月度净流入情况（亿元）



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

### 3.3 国内经济与美国通胀，将成为影响人民币汇率的关键

**人民币贬值有利于出口。**今年稳增长压力较大，出口对经济的拉动将起到较为重要的作用。汇率下降有助于提升出口产品价格竞争力，提升出口利润。

**过快贬值导致资本外流及输入性通胀。**当前资本小幅流出，并未对资本市场产生重大影响，过快过度贬值则将加剧资本流出，导致国内资产价格下跌；国外直接投资减少，产业投资动力下降；进口商品价格上升，输入性通胀加剧。

**国内经济与美国通胀，将成为影响人民币汇率的关键。**汇率是经济基本面的反映，4月以来国内疫情多点散发，对生产、消费、出口等均产生较大负面影响；而美国居高不下的通胀率，亦推高了美联储加息预期。随着国内疫情得到基本控制，稳增长政策大幅加码，国内经济预期将得以较大程度恢复，国际市场重拾人民币信心。同时，美国通胀数据亦将成为影响美联储加息预期的关键，进一步对人民币汇率产生影响。

## 4 价格：大宗商品价格高位震荡，今年通胀压力仍然较大

### 4.1 食品涨价推动 CPI 同比上涨 2.1%

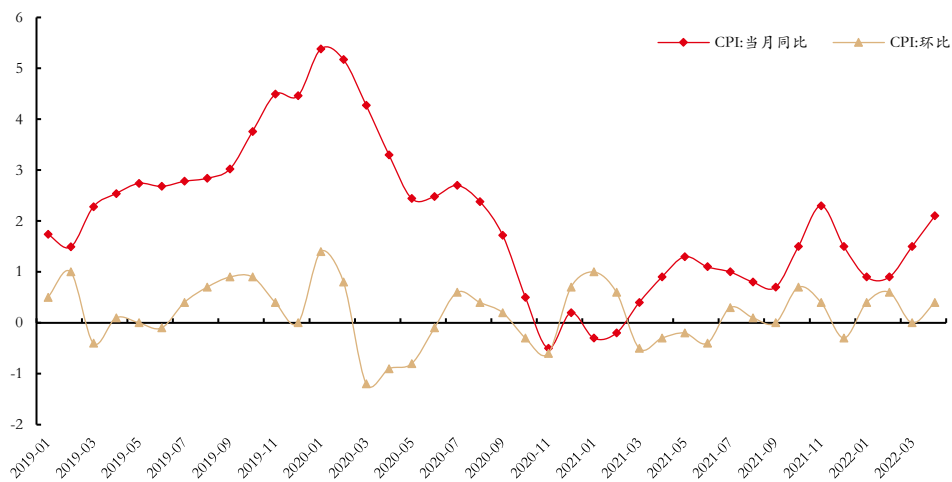
4 月份 CPI 同比上涨 2.1%，其中食品价格上涨 1.9%，非食品价格上涨 2.2%；CPI 环比上涨 0.4%，其中食品价格上涨 0.9%，非食品价格上涨 0.2%。

本月同比涨幅最大的子项为交通通信，同比上涨 6.5%，主要受交通工具用燃料价格大幅上涨所致。地缘政治危机导致国际能源价格上涨，进而向全产业链传导，汽柴油等交通工具用燃料首当其冲。4 月交通工具用燃料价格同比上涨 28.4%，环比上涨 2.7%，1-4 月同比上涨 24.1%，为涨幅最大子项。

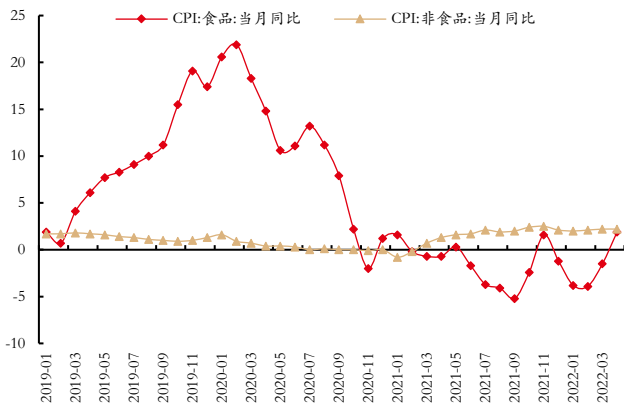
食品项环比涨幅创 2004 年以来同期新高。同比涨幅由 3 月下跌 1.5% 转为本月上涨 1.9%。环比涨幅由 3 月下跌 1.2% 转为本月上涨 0.9%。归因看主要有两点，一是受疫情影响，物流运输不畅，且居民食品囤货需求增大；二是与部分食品价格周期相关。猪肉价格 4 月环比上涨 1.5%（上月为下降 9.3%），生猪存栏量下降、猪肉收储增加，推动猪肉价格逐步走出低迷周期。

当前通胀水平仍处可控区间，随着能源、大宗商品价格向全产业链传导，预计 CPI 将继续保持温和上涨趋势。

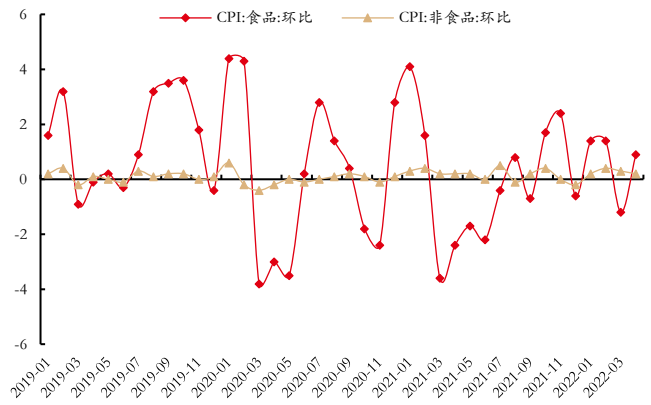
图表 24 CPI 同比与环比变化



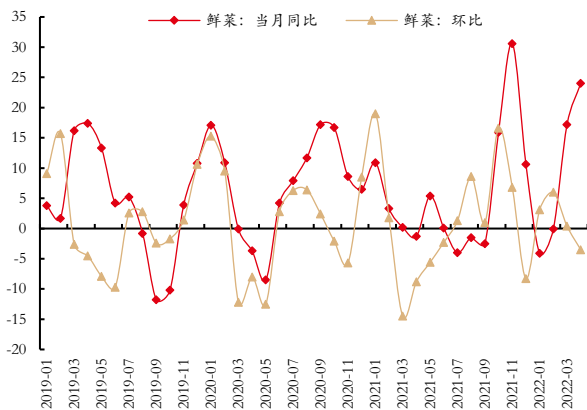
数据来源：iFind，中邮证券研究所整理

**图表 25 CPI 食品与非食品当月同比变化**


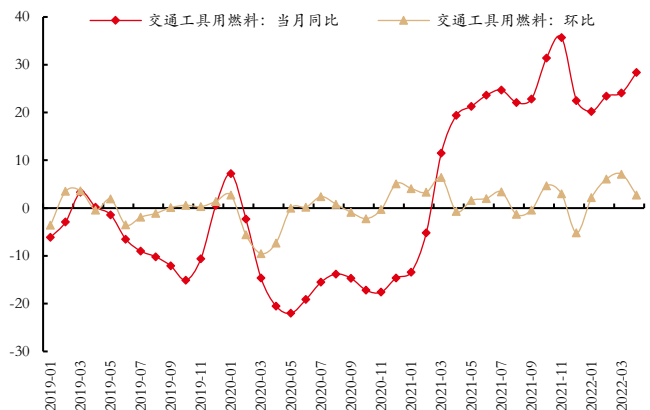
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

**图表 26 食品与非食品价格环比变化**


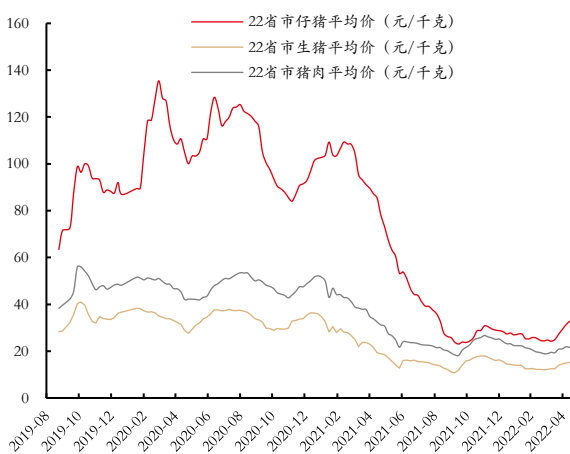
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

**图表 27 鲜菜价格当月同比与环比变化**


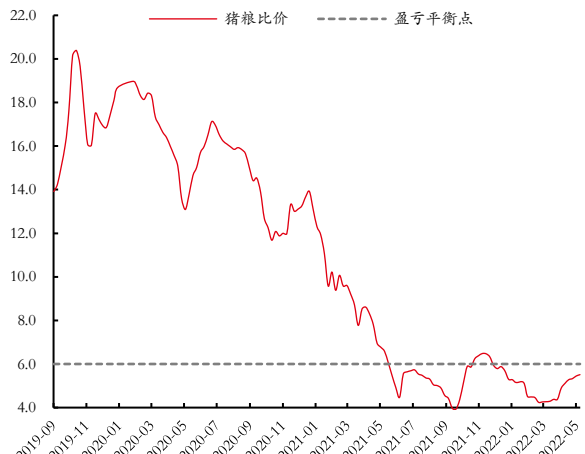
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

**图表 28 交通工具用燃料当月同比与环比变化**


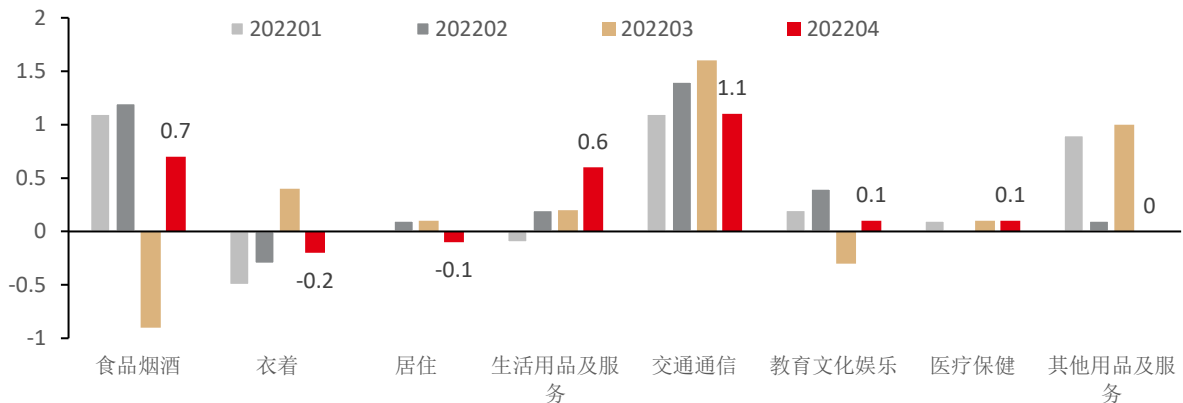
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

**图表 29 22 省市猪肉平均价格**


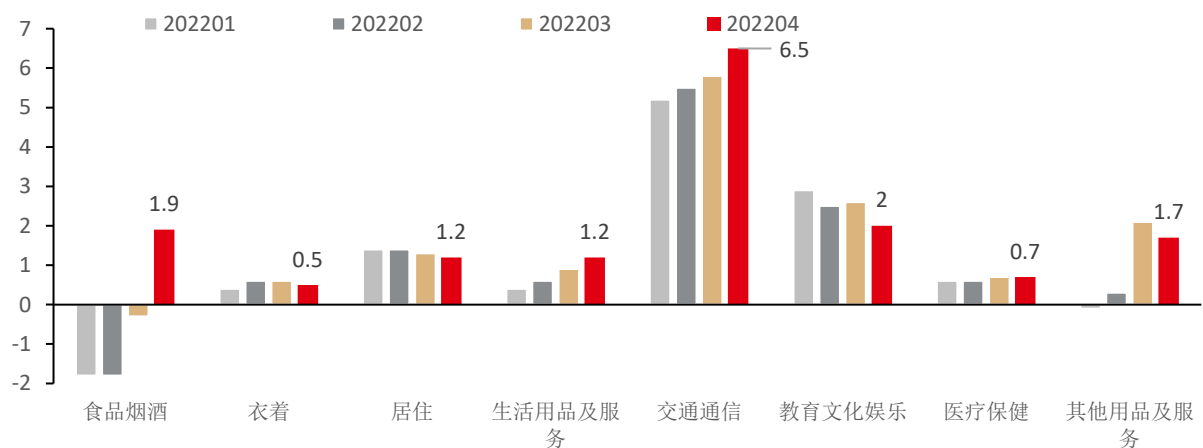
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

**图表 30 猪粮比价**


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

**图表 31 CPI 分类别环比涨跌幅**


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

**图表 32 CPI 分类别同比涨跌幅**


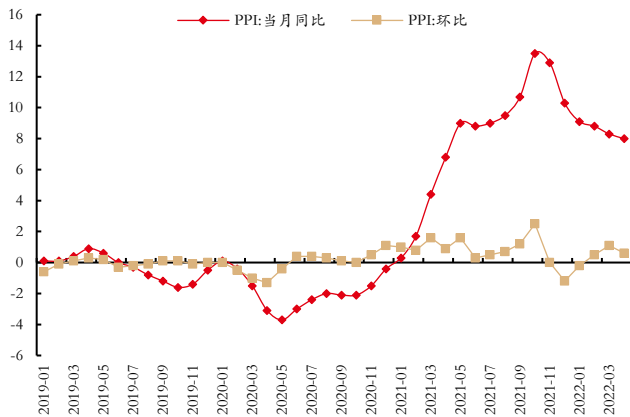
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

## 4.2 大宗商品价格环比回落，并持续向下游传导

4 月份 PPI 同比上涨 8.0%，环比上涨 0.6%，涨幅均较上月回落。生产资料价格环比上涨 0.8%，涨幅回落 0.6 个百分点；同比上涨 10.3%，涨幅回落 0.4 个百分点。生活资料价格环比上涨 0.2%，涨幅与上月相同；同比上涨 1.0%，涨幅扩大 0.1 个百分点。

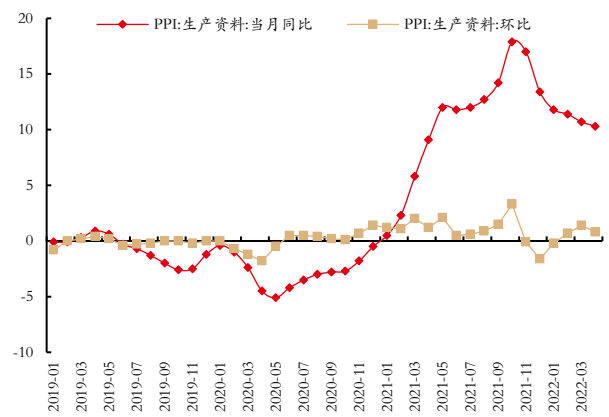
国际大宗商品价格上涨是推动 PPI 环比上涨的主要因素。涨幅较大的为黑色金属矿采选业、石油煤炭及其他燃料加工业价格，分别上涨 4.0% 和 3.5%，但增速呈现明显回落，影响生产资料环比下降。同比看来，大宗商品价格仍处于高位，且持续向下游传导，影响生活资料价格同比上升。

图表 33 PPI 当月同比与环比变化



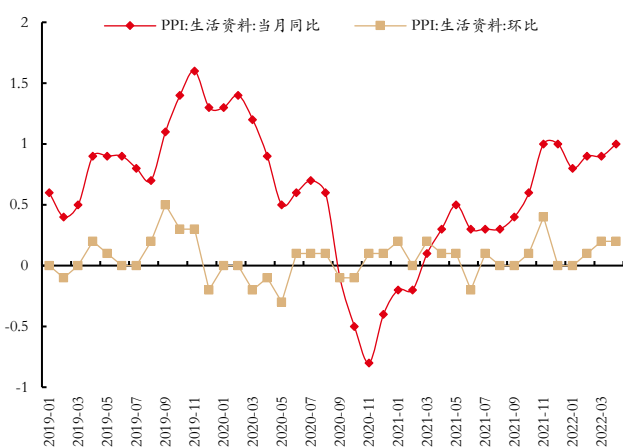
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 34 生产资料当月同比与环比变化



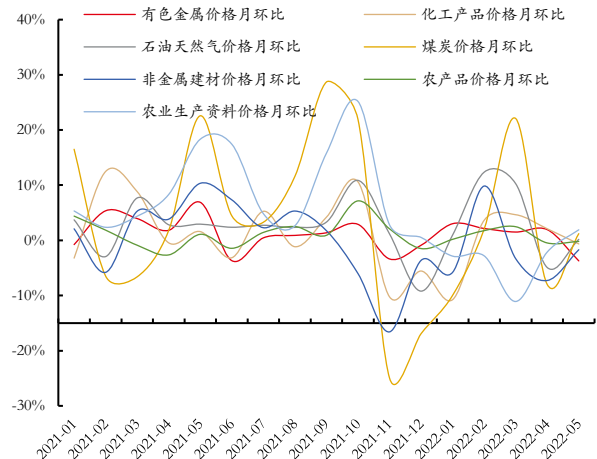
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 35 生活资料当月同比与环比变化



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

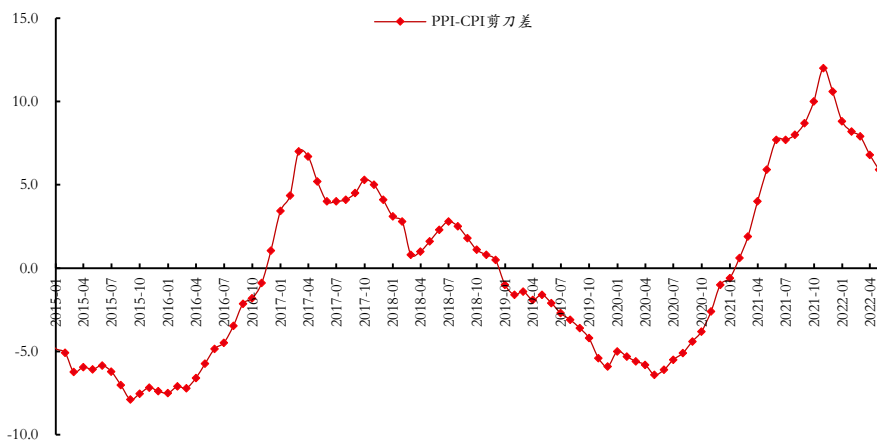
图表 36 主要生产资料市场价格



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

### 4.3 PPI-CPI 剪刀差连续 6 个月收窄

4 月 PPI 和 CPI 剪刀差收窄至 5.9 个百分点，连续第 6 个月下降。“剪刀差”的下降有助于缓解工业企业由大宗商品涨价带来的成本压力，是市场的良性调整。随着稳增长政策的不断推出，企业经营环境尤其是中小企业将在一定程度上得到改善。

**图表 37 PPI-CPI 剪刀差**


数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

#### 4.4 今年通胀压力仍然较大

我们预计，随着猪肉逐步走出下跌周期，猪肉对 CPI 指数上涨的抑制作用将减弱。能源价格对国际政治形势的变化敏感，短期内仍无下降的迹象，有望在高位持续震荡。原油、有色金属等大宗商品价格的上涨持续向下游传导，“猪下油上”的形势有转变为“猪油同上”的概率，今年通胀压力仍然较大。

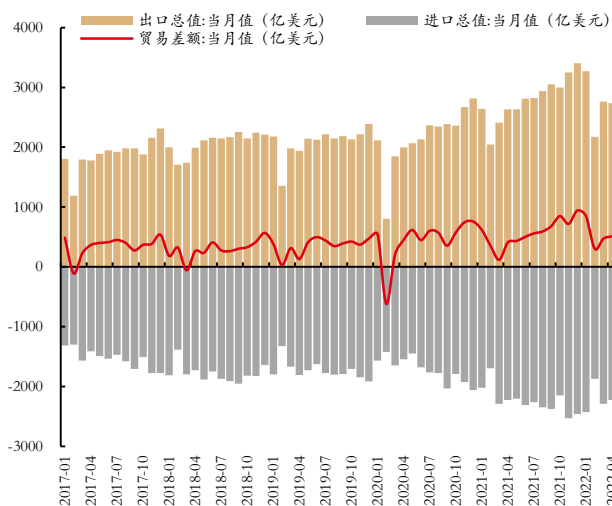
## 5 外贸：4月外贸数据下滑，RECP有望拓展外贸空间

### 5.1 进出口数据同现疲软态势

**出口增速大幅下滑。**4月我国出口总值2736.2亿美元，同比增长3.9%；大幅低于1-2月的16.4%、3月的14.7%。主要原因为国内疫情反弹和海外消费品需求走弱。4月国内疫情多点散发，上海疫情管控严格，对企业开工、产业链物流造成压力，同时大宗商品价格上涨导致的原材料价格上涨，对出口产品价格优势造成一定削弱。海外疫情管控放松，产业链逐步恢复，对我国机电产品、纺织纱线织物及其制品等防疫用品需求减小。

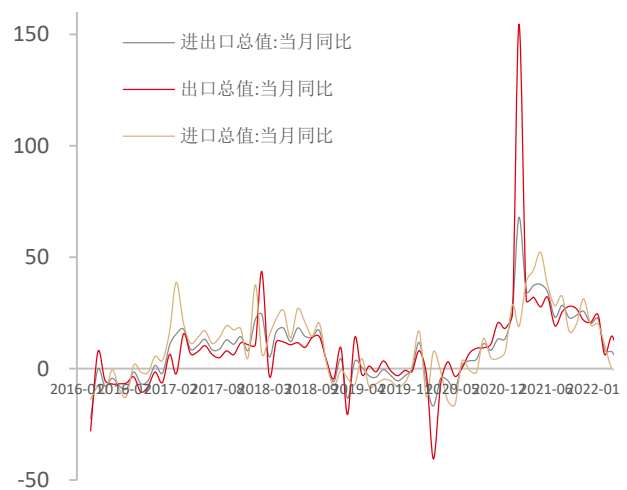
**进口疲软，连续两个月同比零增长。**4月我国进口总值2225.01亿美元，同比零增长。内需偏弱以及疫情管控是主要影响因素。主要大宗商品价格仍处于高位，对进口金额具有一定支撑作用。

图表 38 进出口金额当月值



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 39 进出口总值当月同比变化（美元计价）

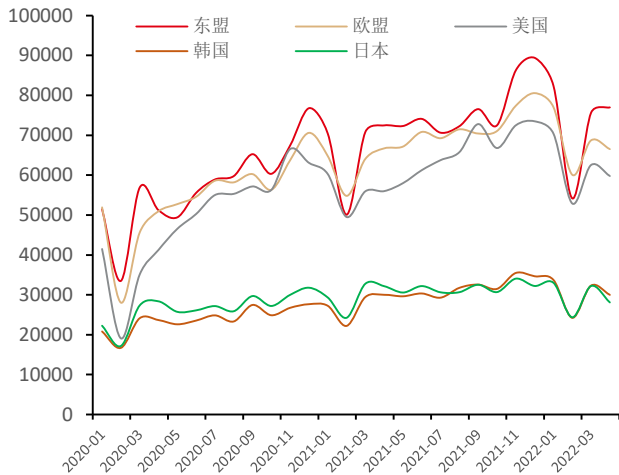


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

### 5.2 对前五大贸易伙伴进出口总额增速放缓

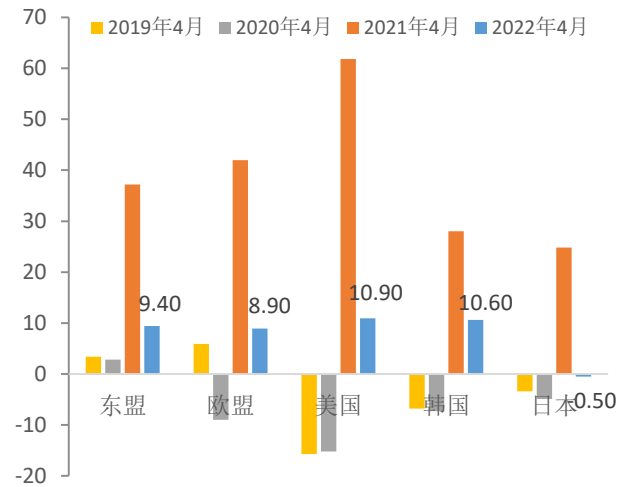
1-4月，我国对前五大贸易伙伴东盟、欧盟、美国、韩国和日本进出口总额（亿美元计价）分别增长9.4%、8.9%、10.9%、10.6%和-0.5%，累计同比增速自1月份以来逐月下滑。对比2019-2022年1-4月份进出口总额累计同比增速，当前增速高于疫情前的2019年。当前增速下滑主要受国内疫情管控、供应链不畅、需求疲软以及国外产业链修复、订单减少等因素影响。

图表 40 我国与前五大贸易伙伴进出口总额月度值（百万美元）



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 41 进出口总值当月累计同比变化（美元计价）



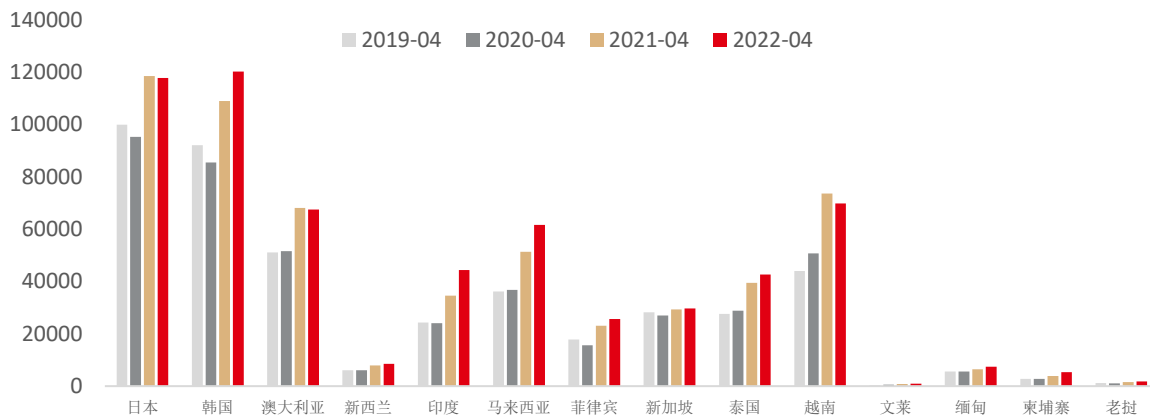
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

### 5.3 RECP 将在我国对外贸易中发挥重要作用

1-4 月，我国对东盟累计出口 1621.77 亿美元，累计同比增长 11%；进口 1270.95 亿美元，累计同比增长 7.5%。对 RECP 成员国出口增速远高于进口，RECP 将助推出口在稳增长工作中发挥重要作用。

今年 1 月 1 日，RECP 正式生效，东盟市场进一步被打开，有望进一步拓展我国外贸前景。3 月份，东盟超越欧盟，重返我国第一大贸易伙伴地位；4 月仍为我国第一大贸易伙伴。

图表 42 2019-2022 年中国与东盟 14 国 1-4 月贸易总额（百万美元）



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理



## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。