

宏观利率

报告原因：定期点评

关注价格传导和结构性通胀

——2022年5月通胀点评

2022年6月10日

宏观/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com太原市府西街69号国贸中心A座
28层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

主要观点

- **5月通胀平稳，符合预期。**5月CPI同比上涨2.1%，环比下跌0.2%，翘尾因素和新涨价因素一升一降。5月PPI同比上涨6.4%，环比上涨0.1%。单纯从数据上看，5月通胀落地提升了年内通胀保持在合理区间的概率。
- **随着疫情趋缓，价格传导趋势再度确立。**第一，中游价格向下游价格传导继续。原材料购进价格指数中，上游同比有所回落，但下游如木材及纸浆、农副产品价格开始上升；从剪刀差看，有色金属-建筑材料、化工原料-化工原料及半成品、化工原料-纺织原料等剪刀差继续下行。第二，工业品价格向消费品价格加速传导。PPI和CPI之差收窄至4.3%（前值5.9%），连续7个月收窄，PPI中生产资料和生活资料之差继续收窄至6.9%（前值9.3%），连续5个月收窄。第三，上游价格向中游传导有所恢复，但力度不大，因为在前期利润侵蚀的情况下，中游企业需要恢复自身的盈利能力。如PPI中，采掘业和原材料剪刀差、原材料和加工业剪刀差均高位回落。原材料购进价格指数中，燃料动力和中游有色分项之差涨幅趋缓、燃料动力和中游化工分项之差高位有所回落。综上，在疫情相对平稳的情况下，随着需求的回补，价格进一步按产业链传导趋势较为明确。
- **猪肉、鲜菜、蛋类、奶类等涨价影响可控，关注粮食、生活用品涨价的持续性。**分项看，受国际粮价高位运行影响，边际涨价较多的主要是粮食相关项，国内面粉、粮食制品和食用植物油价格明显上涨，粮食环比上涨0.5%（前值0.7%），近三个月涨价幅度达到2016年来高位，食用油环比上涨0.7%（前值0.5%）。蛋类、奶类环比分别上涨1.4%（前值6.3%）、0.4%（前值0.2%），主要受夏季来临产蛋量产奶量下降影响，具有季节性。疫情导致生活用品及服务涨价延续，未来可能仍受囤货情绪和中游价格传导影响；猪肉价格环比涨幅扩大至5.2%（前值1.5%），中央储备猪肉收储工作继续开展，生猪产能调减效应逐步显现。5月汽油、柴油和液化石油气



价格分别上涨 27.6%、30.1%和 26.9%，带动交运燃料分项环比上涨 0.6%。边际降价主要集中在鲜菜，环比下降 15.0%（前值-3.5%），主要受随着鲜菜大量上市，物流逐步畅通的影响。

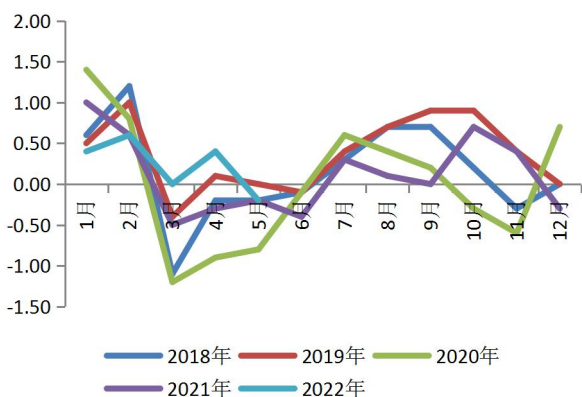
➤ **市场启示：关注结构性通胀，货币政策“补给式”宽松，债市交易难度加大。**5月通胀环比回落，有利于年内通胀保持在合理区间。但粮食、生活用品等可能仍具涨价动力，叠加能源问题，通胀未来面临的不确定性仍较大，结构性通胀仍是货币政策需要考虑的问题。此外，经济本身处于疫后小复苏阶段，信贷和债券供给回升等因素对超储可能有一定消耗，但可以通过“补给式”宽松解决，狭义资金利率虽有反弹但大幅回升概率不大。债市层面，经济短期友好度降低但中期仍需观察，货币政策偏中性，资金面大概率平稳，估值层面不具优势，博弈交易机会难度加大。

➤ **风险提示：**疫情再度大幅恶化；地缘冲突导致能源资源价格进一步走升；疫后需求恢复速度超预期。

图表目录

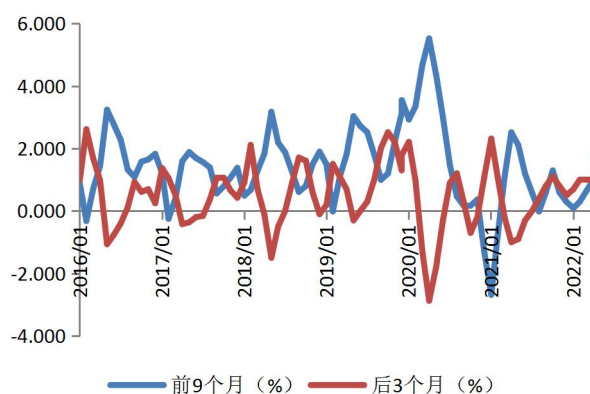
图 1: CPI 环比涨幅 (%)	4
图 2: CPI 及其分阶段影响占比 (%)	4
图 3: PPI-CPI (%)	4
图 4: PPI: 生产资料-生活资料 (%)	4
图 5: PPIRM 分项剪刀差 (%)	4

图 1：CPI 环比涨幅 (%)



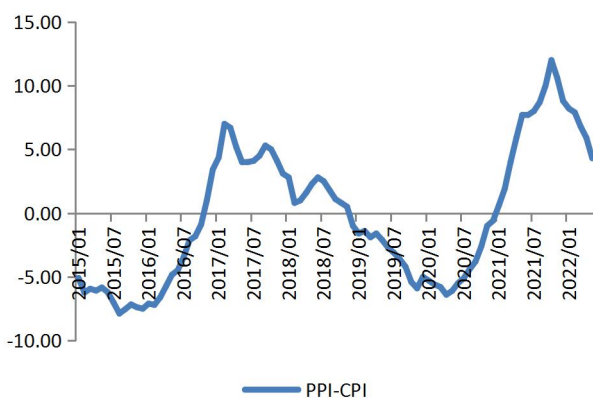
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：CPI 及其分阶段影响占比 (%)



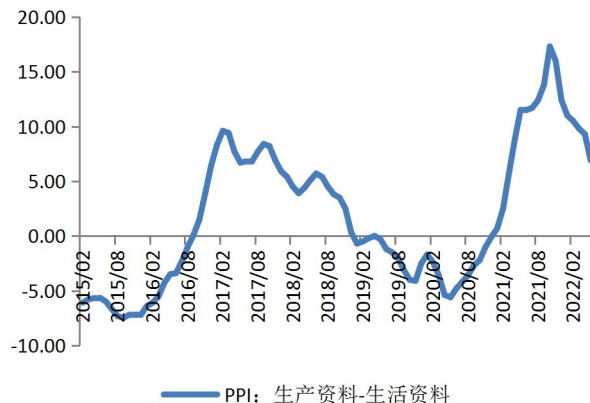
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：PPI-CPI (%)



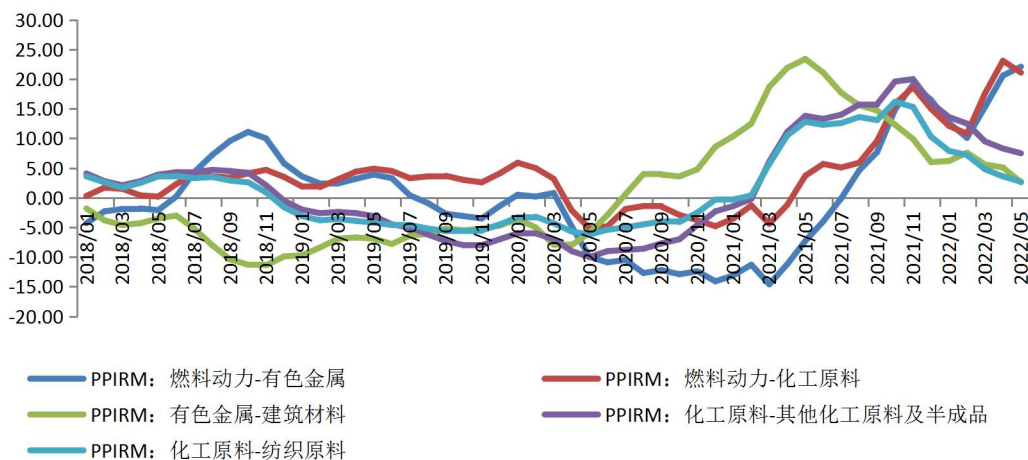
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：PPI：生产资料-生活资料 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PIIRM 分项剪刀差 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

