

等潮起，等风来

——2022年5月物价数据点评

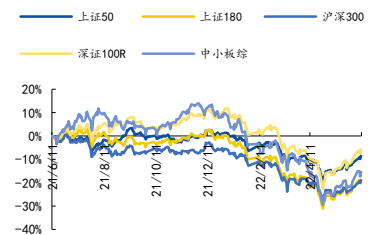
报告要点：

- **基数效应下 PPI 同比加速下行，环比涨幅持续放缓**
 - 1) 周期的逻辑比枪炮的力量更加底层，鉴于 CRB 同比延续向下的趋势未改，商品上涨速度边际收敛的线索仍是比较确定的。
 - 2) 原油等资源品当前仍然受到供应弹性偏弱以及全球供应链偏困难等因素的扰动，呈现出类似“制动距离”的价格上涨惯性。但随着外围的非市场因素逐步被计价，加速因子无疑在减弱。
- **分结构看，生产资料上游采掘工业同比下行幅度更为显著，鉴于成本压力略有缓解，上下游利润结构有所修复，只是产业利润下移的过程依旧艰难：**
 - 1) 抛开边际思维，受海内外经济周期割裂影响，上游相对于下游的利润挤压在年内或将持续
 - 2) 受海外供应实质冲击的上游资源品相对有更加强势的价格表现，而更靠近国内下游需求终端的工业品价格受经济基本面拖累价格下行风险加大
- **CPI 同比上涨 2.1%持平上月，而环比转降 0.2 个百分点。核心 CPI 整体偏弱运行，而 CPI 和核心 CPI 两者劈叉仍未收敛，可以看到由于疫情防控带来的 CPI 不稳定因素一部分在消解，而另外一部分影响则在持续**
 - 1)一方面，防疫形势缓和，物流环境渐趋恢复常态，民生保障相关的供应强度明显加大，商品流通速度的加快促使蔬果鸡蛋等必选消费品回落至正常季节性价格区间。此外，粮食项 CPI 环比涨幅收敛，尽管海外粮食供应梗阻问题仍难以证伪，但在更严格的储备粮以及粮食生产收割政策干预下，国内粮价后续大幅上行风险整体趋于可控。
 - 2)而另一方面，疫情的不确定性对于线下服务消费的冲击依旧值得关注，尽管国际油价的强势运行仍在支撑交通运输项 CPI 走高，但旅游出行，人员流动管控等客观限制仍将掣肘服务需求的释放，消费的实质性反弹仍需要多一点的等待时间和信心提振。
- **值得注意的是，5 月 M0 同比攀升至近十年的高位，这背后代表的囤货商力量对消费品流通环节通胀后续的抬升仍有十分重要的警示作用。只是目前消费品通胀和服务通胀相互背离的走势形成冲抵，那么后续这种背离对整体通胀形成的压力或许也不用过于忧虑。**
- **猪周期反转依旧是后续 CPI 上行的主要线索。从 2021 年 10 月上旬到 2022 年 3 月下旬，生猪价格已经演绎了一次 W 型二次探底，本轮周期的起点已经确认。尽管随着上游饲用农产品价格压力一定程度缓解以及猪肉价格正在走出底部，猪粮比价有所修复但仍低于警戒值，因此后续产能去化仍然保有相当空间。预计随着需求旺季到来，供需协力猪价上行趋势明确，关注下半年周期反转带动 CPI 上行。**
- **尽管当前商品的环境未在一个典型通缩的状态，全球资金的风险偏好也未得到完全收敛，但比较确定的前景是，鉴于海外加息和缩表的持续推进，CRB 至少会有一个边际变平的拐点，而随着价格增长中枢的下沉，做空的机会比做多的机会更加确定一些。**

主要数据：

上证综指：	3284.83
深圳成指：	12035.15
沪深 300：	4238.99
中小盘指：	4222.13
创业板指：	2822.62

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

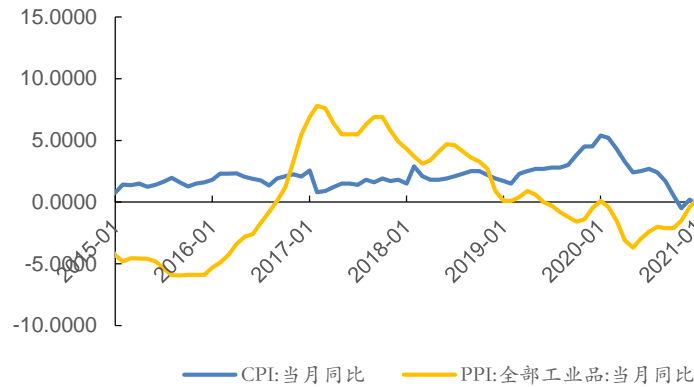
报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

-
- 当前国内 PPI 下行和 CPI 温和上行的剪刀差修复结构，很大程度上给国内货币政策腾挪出更多的空间，这意味着货币宽松背负的额外成本是有所减轻的。

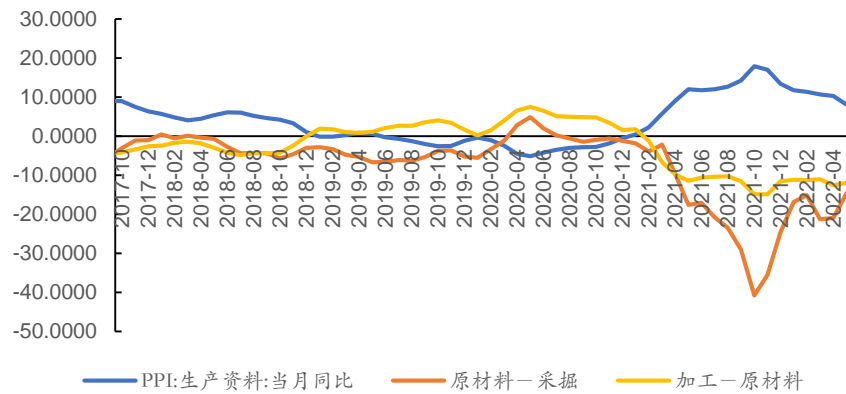
风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期等。

图 1: PPI 和 CPI 剪刀差结构弥合



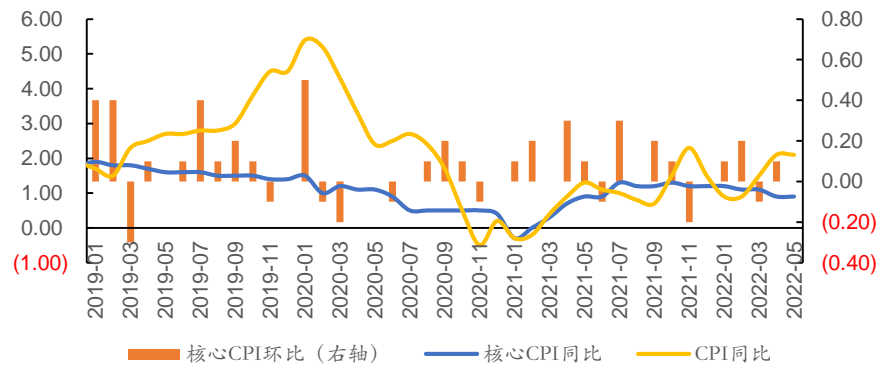
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 2: PPI 生产资料上下游利润结构有所修复, 加工生产企业利润仍然承压



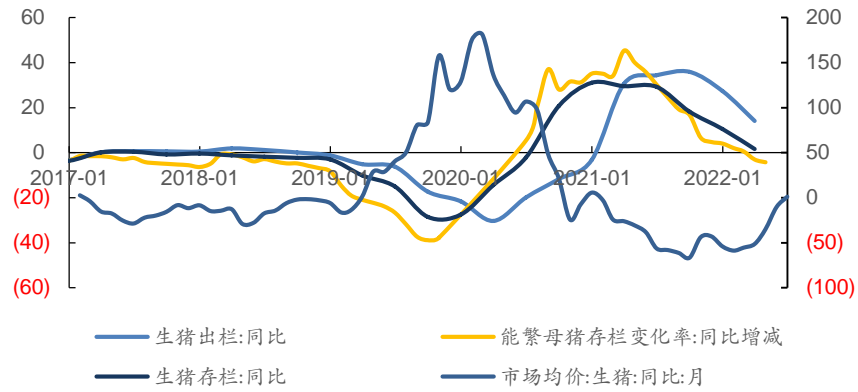
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 3: 核心 CPI 承压



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 4：生猪产能去化依旧保有空间，周期反转动力可期



资料来源：Wind, 国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188