

# 上游价格盘整、下游传导不畅

## 5月通胀数据点评

商品市场转为需求定价、居民收入增速修复是未来通胀传导效果的关键。

- **5月CPI主要成份变动基本符合季节性：**食品CPI环比降幅略大于此前10年同期均值；非食品CPI环比涨幅略大于此前10年同期均值，考虑到上游价格前期已累计较大涨幅，其向下游传导的效果仍显偏弱；核心CPI环比涨幅为0，也略低于此前10年同期均值。
- **5月通胀数据呈现上游价格涨势停滞、下游涨价压力传导不畅的特征。**从上游燃料和原料价格来看，5月柴油市场价同比涨幅小幅回落至38.1%；螺纹钢和电解铜市场价均转为同比下降，其中螺纹钢价格同比下降约13%。从下游来看，非食品CPI中主要项目环比涨价幅度普遍较低，反映前期上游涨价压力未能有效向下游传导。我们曾在前期报告中提出，胀压力或较为平缓的被中下游消化，而不形成终端的剧烈通胀。当前通胀形势正在向着这种假设情景演化。
- **向后看，居民收入增速修复是未来通胀传导效果的关键。**从历史数据来看，在PPI较快上涨的背景下，非食品CPI上涨的高度以及在高点持续的时间或与居民收入增速有关。在2017年PPI的一轮较快上涨之后，由于城镇居民人均可支配收入的增速持续稳定在同比8%左右的水平，即使在PPI涨幅回落后，非食品CPI涨幅也在较长的时间内保持在2%以上。与之相比，在2010年-2011年PPI的一轮较快上涨中，尽管非食品CPI同比一度冲高至3%，但随着居民收入增速冲高回落，非食品CPI涨幅也出现较快回落。
- **当前国际商品市场已逐步从供给定价转向需求定价。**市场对于全球经济放缓的忧虑已开始影响大宗商品价格上涨态势，有色金属价格近期以回落为主，油价呈现“增产而涨价”的非典型反应。下一步油价即使仍有上攻空间，预计石油输出国也会更仔细掌握增产节奏，以防止形成美欧过激加息或经济衰退的局面。
- 预计二三季度国内油价可能缓慢抬升、猪肉价格反弹，在翘尾因素影响下，CPI将保持温和的上涨。
- **通胀当前对债券市场提供的增量信息比较有限，通胀压力保持温和有助于支持市场资金面宽松的合理性，但也不能提供更宽松的条件。**未来的关键变量是稳增长政策带动经济反弹的力度，特别是居民收入增速的修复程度。
- **风险提示：**国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

### 相关研究报告

- 《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》 20210617
- 《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》 20210809
- 《跨周期的“两阶段宽信用”》 20210825
- 《单向度的宽信用并不容易》 20210908
- 《跨周期的长债收益率分析》 20210930
- 《如何看待“宽松预期落空”》 20211021
- 《货币条件率先启动》 20211111
- 《降息的宽信用作用——MLF降息点评》 20220117
- 《宽信用趋势进一步明确——LPR降息点评》 20220120
- 《通胀压力或被平缓消化——3月通胀数据点评》 20220411
- 《如何看待财政货币配合前景》 20220531

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang\_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

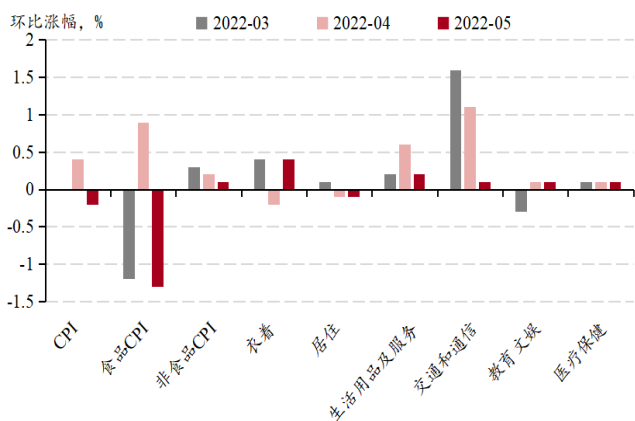
**事件：**据国家统计局6月10日发布的数据，2022年5月份全国工业生产者出厂价格指数PPI同比上涨6.4%，环比上涨0.1%；工业生产者购进价格同比上涨9.1%，环比上涨0.5%。1—5月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨8.1%，工业生产者购进价格上涨10.8%。

5月份，全国居民消费价格指数CPI同比上涨2.1%。其中，城市上涨2.1%，农村上涨2.1%；食品价格上涨2.3%，非食品价格上涨2.1%；消费品价格上涨3.0%，服务价格上涨0.7%。1—5月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨1.5%。

**点评：**5月通胀数据呈现上游价格涨势停滞、下游涨价压力传导不畅的特征。分项来看，食品类CPI环比回落1.3%、其中猪肉价格环比上涨5.2%。非食品类CPI环比温和上涨0.1%，主要项目涨幅均较为温和，只有年初价格下降的衣着类价格涨幅反弹，环比涨0.4%；前期上涨较快的交通和通信类价格环比涨幅明显回落至0.1%，主要反映交通燃料类价格涨幅的回落（环比涨0.6%）；其他项目中仅衣着类价格在连续两月下滑后反弹0.4%，涨幅略高。

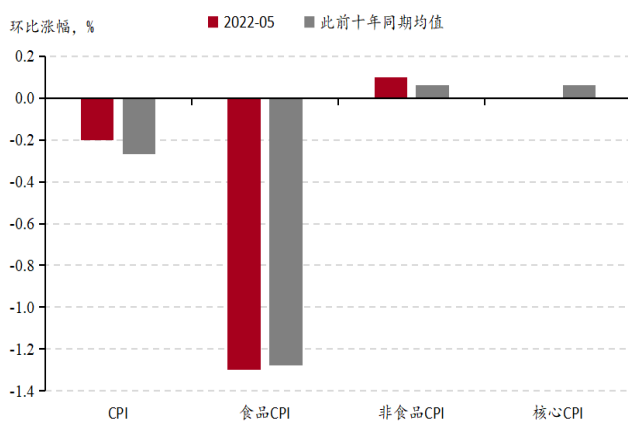
**CPI主要成份变动接近于季节性。**此前10年（2012年-2021年）的5月份CPI环比涨幅均值约为-0.27%，今年5月份该涨幅为-0.2%。其中，食品CPI环比降幅略大于此前10年同期均值；非食品CPI环比涨幅略大于此前10年同期均值，考虑到上游价格前期已经累计较大涨幅，其向下游传导的效果仍显偏弱；核心CPI环比涨幅为0，也略低于此前10年同期均值。

图表 1. CPI 主要分项环比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

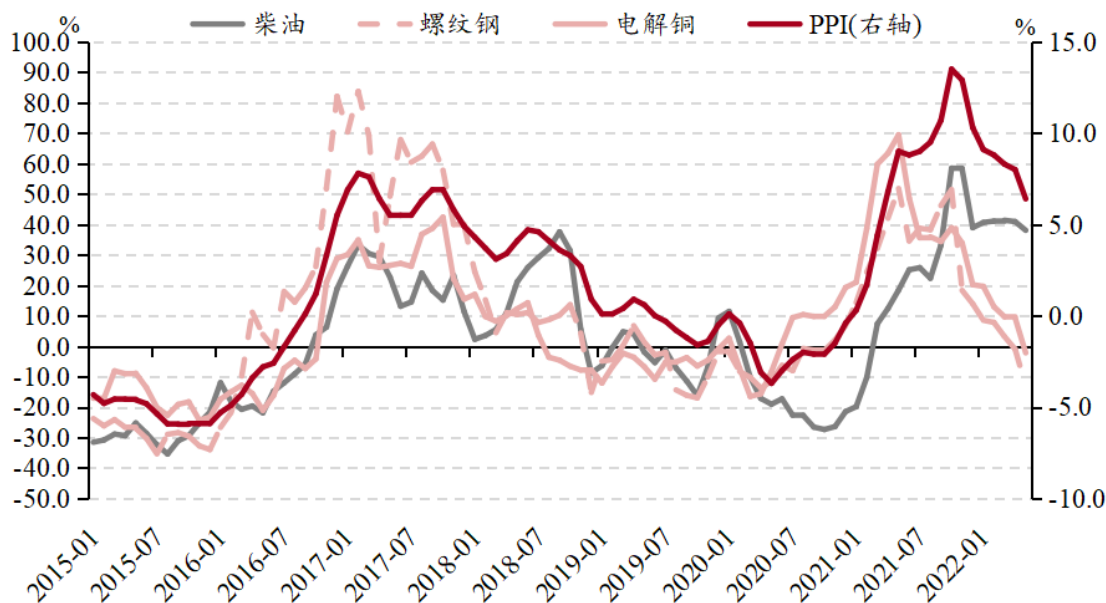
图表 2. CPI 主要成份与季节性对比



资料来源：万得，中银证券。注：核心CPI从2013年开始公布，因此其历史同期均值取2013年到2021年数据计算。

**上游燃料和原料价格涨势停滞。**在国内重要上游工业品价格中，柴油市场价同比涨幅平均从4月的40.9%小幅降至38.1%。螺纹钢和电解铜市场价均转为同比下降，分别同比降13.0%和2.2%。而从下游来看，非食品CPI中主要项目环比涨价幅度普遍较低，反映前期上游涨价压力未能有效向下游传导。我们曾在前期报告《通胀压力或被平缓消化——3月通胀数据点评》20220411中提出，通胀压力终将从上游原材料传导到终端消费品价格的假设可能将面临修正。胀压力或较为平缓的被中下游消化，而不形成终端的剧烈通胀。当前通胀形势正在向着这种假设情景演化。

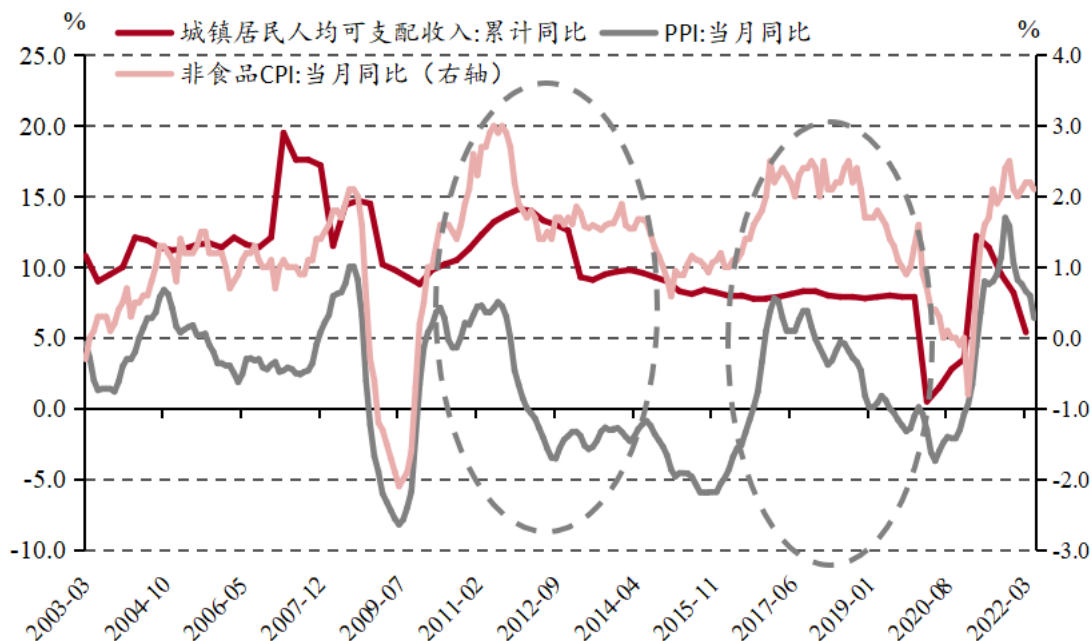
图表3.重要工业品价格与 PPI 同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

向后看，居民收入增速修复是未来通胀传导效果的关键。从历史数据来看，在 PPI 较快上涨的背景下，非食品 CPI 上涨的高度以及在高点持续的时间或与居民收入增速有关。在 2017 年 PPI 的一轮较快上涨之后，由于城镇居民人均可支配收入的增速持续稳定在同比 8% 左右的水平，即使在 PPI 涨幅回落后，非食品 CPI 涨幅也在较长的时间内保持在 2% 以上。与之相比，在 2010 年-2011 年 PPI 的一轮较快上涨中，尽管非食品 CPI 同比一度冲高至 3% 附近，但随着居民收入增速的冲高回落，非食品 CPI 涨幅也出现较快回落。今年 1 季度城镇居民人均可支配收入的同比增速回落至 5.4%，未来若不出现明显反弹，则不利于通胀压力向终端消费的传导。

图表4.居民可支配收入增速影响通胀压力传导的效果



资料来源：万得，中银证券。

当前国际商品市场已逐步从供给定价转向需求定价。市场对于全球经济放缓的忧虑已开始影响大宗商品价格上涨态势，有色金属价格近期以回落为主。油价则呈现“增产而涨价”的非典型反应：布鲁塞尔时间5月30日，欧盟峰会第一天达成禁运俄罗斯海运石油出口、不禁运其管道石油出口的一致，只是由于匈牙利反对制裁俄罗斯东正教会大牧首，才使最终方案稍后公布。但从制裁方案成型到6月2日，国际油价整体上回落，布油最低接近112.5美元/桶。北京时间6月2日，OPEC+会议达成决议，同意7、8月均增产64.8万桶/天。但随后油价却震荡走高。

图表 5. 近两周布伦特原油期货价走势



资料来源：万得，中银证券

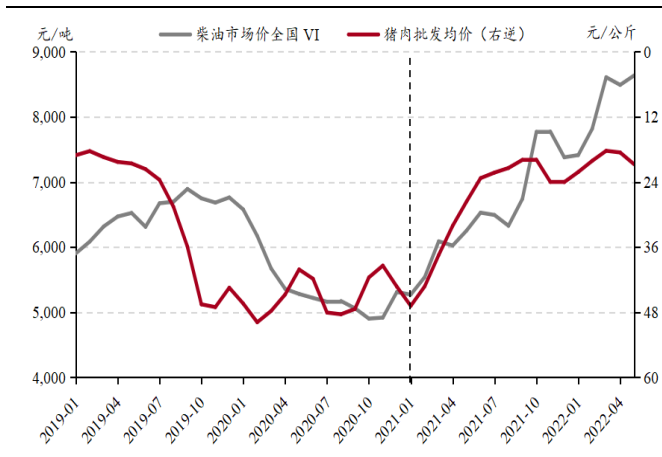
看似削弱供给的事件未抬高油价，看似增加供给的事件又未打压油价，较为合理的解释就是需求面重新成为了主导油价的因素。欧盟部分禁运俄油供给，放大了欧盟经济衰退风险。尽管实际的影响可能有限，因为本轮禁运涉及的是俄罗斯富于弹性的石油供给。海运石油可转而出口未对俄油禁运的新兴市场，而缺乏弹性的管道石油供给不在禁运之列，因而未必真会影响全球石油的总供给。但对衰退风险的忧虑仍会打压油价涨势。反之，OPEC+增产缓释了衰退风险，却有助于维持油价的“慢牛”势头。下一步油价即使仍有上攻空间，预计石油输出国也会更仔细掌握增产节奏，以防止形成美欧过激加息或经济衰退的局面。

预计二三季度国内油价可能缓慢抬升、猪肉价格反弹。从去年的价格基数来看，猪肉价下行和油价上行都是在上半年启动，但猪肉价的调整势头无疑更猛，在2季度末就基本结束陡峭下行。而油价的震荡上行则贯穿全年。按照当前猪肉价格的反弹势头、叠加基数效应，不排除在3季度转为同比上涨。

在翘尾因素影响下，二三季度CPI将保持温和上涨，四季度取决于居民收入增速的修复情况。5月CPI同比涨幅中，翘尾因素约为0.8%，较上月下降0.2个百分点，对冲了新涨价因素的下行。6月—9月CPI翘尾因素将依次达到1.2%、0.9%、0.8%和0.8%。除非新涨价因素继续下行，否则CPI上涨幅度预计仍将保持在2%附近。

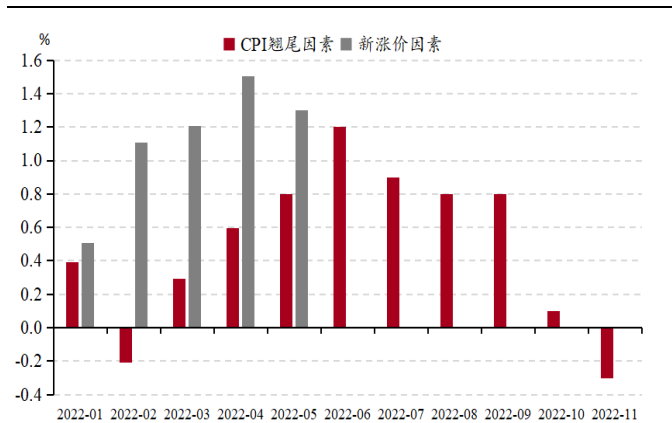
从对债市的影响来看，通胀当前提供的增量信息比较有限。通胀压力保持温和有助于支持市场资金面宽松的合理性，但也不能提供更宽松的条件。未来的关键变量是稳增长政策带动经济反弹的力度，特别是居民收入增速的修复程度。

图表 6. “猪油对冲” 决定近期通胀压力温和但持续



资料来源：万得，中银证券。

图表 7. 二三季度 CPI 翘尾因素仍在较高水平



资料来源：万得，中银证券。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371