

2022 年 05 月 12 日

通胀强于预期，债市延续震荡——4 月通胀数据解读

■4 月通胀数据公布，CPI 同比自 1.5%上行至 2.1%，高于市场预期 2.0%；PPI 同比自上月的 8.3%进一步下行至 8.0%，下行 0.3 个百分点，高于市场预期 7.8%。

■CPI 同比自 1.5%上行至 2.1%，高于市场预期 2.0%；从环比来看，CPI 环比为 0.4%，较 3 月上行了 0.4 个百分点，高于历史同期水平。目前推动 CPI 上行的主因是食品价格和油价上涨：从环比看，食品价格由上月下降 1.2%转为上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点，主要与猪价上涨，疫情影响下鲜果、鸡蛋等涨价有关。非食品环比为 0.2%，延续上涨，其中油价上涨拉动明显。PPI 同比自上月的 8.3%进一步下行至 8.0%，高于市场预期 7.8%，其中翘尾因素为 5.9%；4 月 PPI 环比上涨 0.6%。PPI 同比已连续 6 个月下行，保供稳价政策效果继续显现，但由于国际大宗商品价格持续高位震荡，带动国内工业品价格偏强运行，PPI 回落不及预期。分项来看，4 月生产资料价格上涨 0.8%，其中采矿业等上游行业涨幅靠前，继续拉动 PPI 环比上行，是 PPI 同比回落不及预期的主因；生活资料价格上涨 0.2%。

■上半年 CPI 同比料将温和上涨。食品方面，疫情期间物流成本上升和囤货需求增加，短期内或在一定程度上推升食品价格，但考虑到中央出台多项措施保证物流畅通，下半年这一因素对 CPI 的拉动预计减弱。能繁母猪产能的持续去化，猪价存在一定上行空间，但考虑生猪存栏还处在较高水平，猪价料温和上涨。非食品方面，服务价格同比持续下行，当前就业压力仍然较大，服务项或持续拖累 CPI。综合以上因素，上半年 CPI 同比料温和上涨，或维持 2.4%以下。

■PPI 料继续下行，上半年回落节奏或较为温和。考虑到本轮疫情对工业冲击较大，经济下行压力较大，“稳增长”仍有待发力，4 月海外 PMI 新订单也有明显回落，考虑到 PPI 翘尾因素影响，PPI 同比料仍将处于下行趋势。往后来，俄乌冲突短期内难以缓解，或将推动原材料价格持续高位震荡，预计 PPI 回落节奏或较为温和。

■4 月受到输入性通胀和国内疫情影响，CPI 和 PPI 同比略高于市场预期。猪价上行以及疫情因素推动食品价格上行，但猪价后续或温和上涨，且疫情对食品价格的拉动大概率是短期因素，服务项料持续拖累 CPI，上半年 CPI 同比大概率维持 2.4%以下。往后来，考虑到经济下行压力较大，经济内外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，结合 PPI 翘尾因素影响，上半年 PPI 同比料继续下行；输入性通胀压力仍值得关注，PPI 回落节奏或较为温和。上半年 CPI 预计温和上涨，PPI 料继续回落，同时中下游利润空间持续受到挤压，央行仍需加大对实体经济的支持力度，降低企业综合融资成本，短期内通胀对货币宽松难以构成明显约束。基于宽信用、宽财政、房地产放松等虽在政策方向上不利债市，但这些政策作用难以快速有效释放出来，以及宽货币难以退出的逻辑，我们继续坚持利率债“震荡为主+择时交易”和债市“票息为主+交易增厚”的策略观点。

■风险提示：油价超预期，海外疫情超预期等。

固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003
chigs@essence.com.cn

相关报告

中资美元债讲义（1）：一文
读懂备用信用证 2022-05-112022 年集中供地跟踪（五）：
杭州首拍热度较高，主流房
企积极拿地 2022-05-102022 年集中供地跟踪（四）：
无锡首拍热度一般，城投仍
是拿地主力 2022-05-09半导体行业转债梳理（下）
——产业链看转债系列之一 2022-05-082022 年集中供地跟踪（三）：
广州首拍热度不高，城投为
拿地主力军 2022-05-07

内容目录

1. 4月通胀数据解读：CPI 同比年内首破 2，PPI 同比持续回落.....	3
1.1. 受食品油价拉动，CPI 同比年内首破 2.....	3
1.2. PPI 同比持续回落，环比涨幅收窄.....	4
2. 上半年 CPI 同比预计将温和上涨，PPI 料继续下行	5

图表目录

图 1: CPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比高于上月，标绿色的为环比高于过去五年同期均值）	3
图 2: 4 月生猪价格有所抬升.....	4
图 3: 4 月国际油价持续高位震荡.....	4
图 4: PPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比/环比高于上月）	4
图 5: PPI 同比上游持平，中下游有所回落（%）	4
图 6: 4 月黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、煤炭开采等上游行业涨幅靠前.....	5
图 7: 生猪存栏和母猪存栏进一步调整，但仍处在较高水平（万头）	5
图 8: CPI 服务同比与历史同期对比（%）	5
图 9: 2022 年 CPI 同比预测（%）	6
图 10: 4 月中国和全球 PMI 新订单回落（%，未列出 2020Q1 低于 40 的时点）	6
图 11: 2022 年 PPI 同比预测（%）	6

1.4 月通胀数据解读：CPI 同比年内首破 2，PPI 同比持续回落

4 月通胀数据公布，CPI 同比自 1.5%上行至 2.1%，高于市场预期 2.0%；PPI 同比自上月的 8.3%进一步下行至 8.0%，下行 0.3 个百分点，高于市场预期 7.8%。

1.1. 受食品油价拉动，CPI 同比年内首破 2

4 月 CPI 同比自 1.5%上行至 2.1%，其中翘尾因素为 0.7%；从环比来看，CPI 环比为 0.4%，较 3 月上行了 0.4 个百分点，高于历史同期水平。目前推动 CPI 上行的主因是食品价格和油价上涨。

从分项环比来看：疫情期间鲜果、蛋类价格上涨叠加猪肉价格环比转正，拉动食品价格上涨。4 月食品价格由上月下降 1.2%转为上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点，其中：（1）因疫情期间物流成本上升，加之囤货需求增加，蛋类和鲜果价格分别上涨 6.3%和 5.2%，但考虑到中央出台多项措施保证物流畅通，疫情对食品价格的拉动大概率是短期因素。

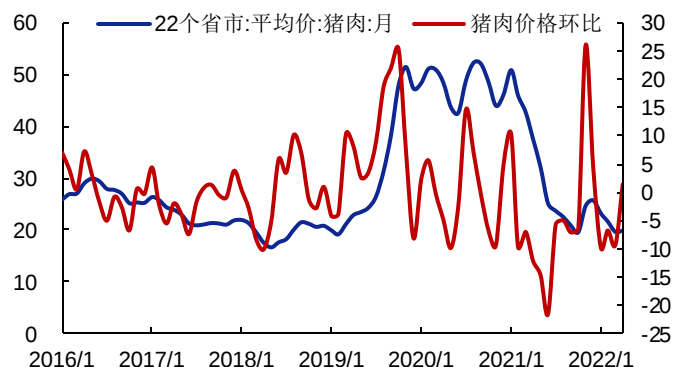
（2）随着生猪产能逐步调整、中央冻猪肉储备收储工作有序开展，猪肉价格连续三月回落，后转为上涨 1.5%，考虑到能繁母猪持续去产能化，后续猪价仍存在一定的上行空间。（3）鲜菜价格环比下降 3.5%，拖累 CPI 环比，主要是由于春夏蔬菜上市量增加，供给相对充足。但受疫情影响下物流成本上升和囤货需求的增加，蔬菜环比仍高于历史同期。油价上涨影响下交通通信环比高于历史同期，是非食品的主要拉动因素。4 月非食品价格上涨 0.2%，影响 CPI 上涨约 0.20 个百分点，其中，（1）交通通信项环比上涨 1.1%，高于历史同期，主要拉动项为燃料分项：4 月国际油价持续高位震荡，国内汽油、柴油价格均小幅上涨，带动燃料细项环比上行。往后来看，俄乌危机短期内难以缓和，但是主要发达经济体通胀屡创数十年新高，国际油价上行空间不大，或持续高位震荡。（2）疫情管控下居民服务业消费受到制约，除生活用品及服务项环比上涨 0.6%，其他各项均低于历史同期。

图 1：CPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比高于上月，标绿色的为环比高于过去五年同期均值）

时间			2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
当月同比	总体	总体	2.1	1.5	0.9	0.9
		食品	1.9	-1.5	-3.9	-3.8
		非食品	2.2	2.2	2.1	2.0
		核心	0.9	1.1	1.1	1.2
		消费品	3.0	1.7	0.7	0.4
		服务	0.8	1.1	1.2	1.7
时间			2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
月度环比	总体	总体	0.4	0.0	0.6	0.4
		食品	0.9	-1.2	1.4	1.4
		非食品	0.2	0.3	0.4	0.2
		核心	0.1	-0.1	0.2	0.1
		消费品	0.5	0.2	1.0	0.5
		服务	0.1	-0.2	0.0	0.3
	八大项	食品烟酒	0.7	-0.9	1.2	1.1
		衣着	-0.2	0.4	-0.3	-0.5
		居住	-0.1	0.1	0.1	0.0
		生活用品及服务	0.6	0.2	0.2	-0.1
		交通和通信	1.1	1.6	1.4	1.1
		教育文化和娱乐	0.1	-0.3	0.4	0.2
		医疗保健	0.1	0.1	0.0	0.1
		其他用品和服务	0.0	1.0	0.1	0.9
	食品烟酒分项	鲜菜	-3.5	0.4	6.0	3.1
		鲜果	5.2	-2.3	3.0	7.2
		畜肉类	0.4	-4.9	-1.5	-0.8
		粮食	0.7	0.5	0.1	-0.1
		食用油	0.5	0.4	0.1	0.0
		水产品	1.2	-2.1	4.8	4.1
		蛋类	6.3	0.3	-3.1	-1.1
		奶类	0.2	0.3	-0.3	-0.3

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：4 月生猪价格有所抬升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：4 月国际油价持续高位震荡



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. PPI 同比持续回落，环比涨幅收窄

PPI 同比自上月的 8.3%进一步下行至 8.0%，高于市场预期 7.8%，其中翘尾因素为 5.9%；4 月 PPI 环比上涨 0.6%。PPI 同比已连续 6 个月下行，保供稳价政策效果继续显现，但由于国际大宗商品价格持续高位震荡，带动国内工业品价格偏强运行，PPI 回落不及预期。

PPI 内部上游与中下游显著分化。受国际大宗商品涨价和国内稳预期的影响，PPI 内部上游同比维持高位，而国内疫情拖累建筑施工，并对部分工业生产造成负面冲击，中下游行业 PPI 同比继续回落，中下游制造企业价格涨幅乏力，利润空间再度压缩。

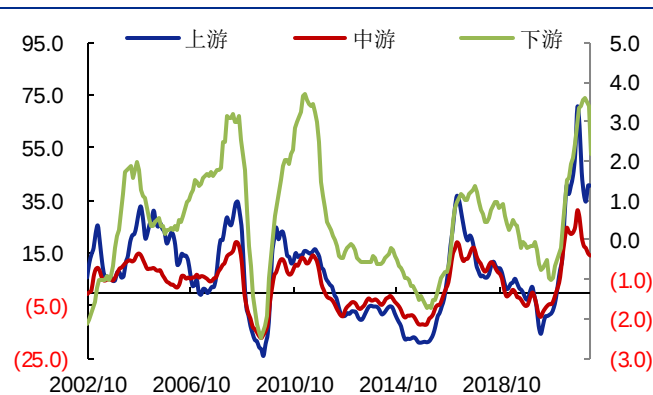
分项来看，国际大宗商品价格持续高位运行，相关上游行业价格亦延续上涨，拉动 4 月生产资料价格上行。4 月生产资料价格上涨 0.8%，涨幅回落 0.6 个百分点，其中黑色金属矿采选业、燃料加工、有色金属矿采选业、煤炭开采、黑色金属冶炼等上游行业涨幅继续靠前，继续拉动 PPI 环比上行，是 PPI 同比回落不及预期的主因。后续来看，俄乌危机短期内难以缓和，原油等大宗商品价格或依旧强劲，支撑国内上游行业价格持续偏强运行。生活资料价格上涨 0.2%，涨幅与上月相同，其中，食品和一般日用品环比分别为 0.4%和 0.2%，衣着和耐用品环比持平。

图 4：PPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比/环比高于上月）

时间			2022-04	2022-03
当月同比	总体	总体	8.0	8.3
		生产资料	10.3	10.7
		生活资料	1.0	0.9
月度环比	总体	总体	0.6	1.1
		生产资料	0.8	1.4
		生活资料	0.2	0.2
	生产资料	采掘工业	2.0	4.8
		原材料工业	1.4	2.9
		加工工业	0.4	0.4
	生活资料	食品类	0.4	0.5
		衣着类	0.0	-0.2
		一般日用品类	0.2	0.4
		耐用消费品类	0.0	0.0

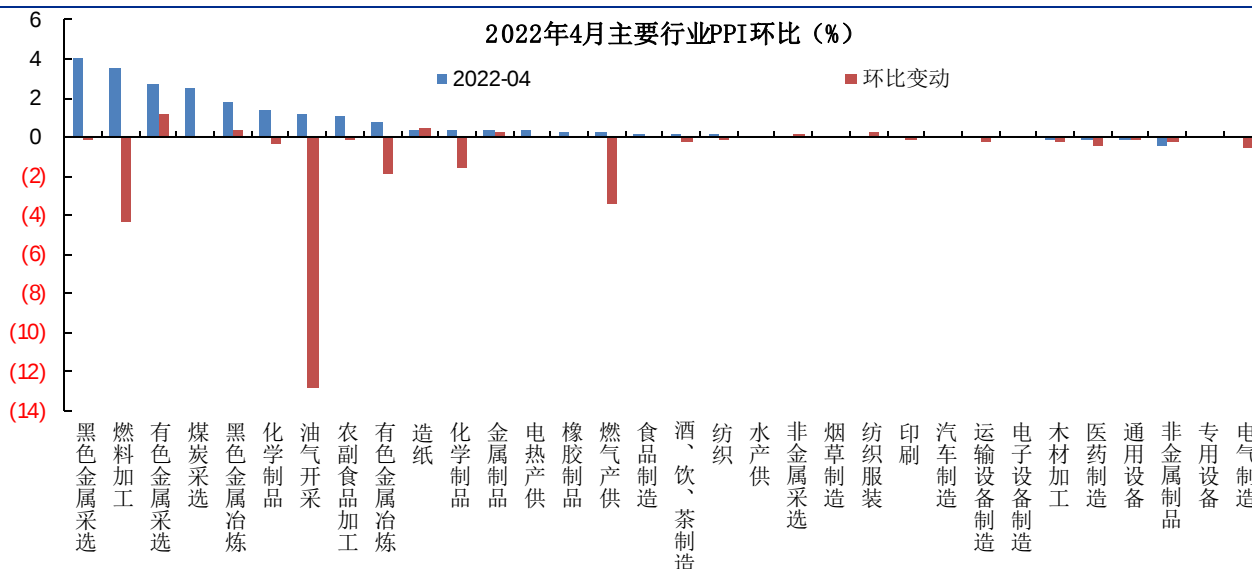
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：PPI 同比上游持平，中下游有所回落（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：4 月黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、煤炭开采等上游行业涨幅靠前



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 上半年 CPI 同比预计将温和上涨，PPI 料继续下行

上半年 CPI 同比料将温和上涨。食品方面，疫情期间物流成本上升和囤货需求增加，短期内将在一定程度上推升食品价格，上半年或持续拉动 CPI 上行。但考虑到中央出台多项措施保证物流畅通，下半年这一因素对 CPI 的拉动预计减弱。随着能繁母猪产能的持续去化，猪价存在一定上行空间，但考虑生猪存栏还处在较高水平，猪价料温和上涨。非食品方面，服务价格同比连续 4 个月下行，当前就业压力仍然较大，服务项或持续拖累 CPI。综合以上因素，上半年 CPI 同比料温和上涨，或维持 2.4% 以下。

图 7：生猪存栏和母猪存栏进一步调整，但仍处在较高水平(万头)

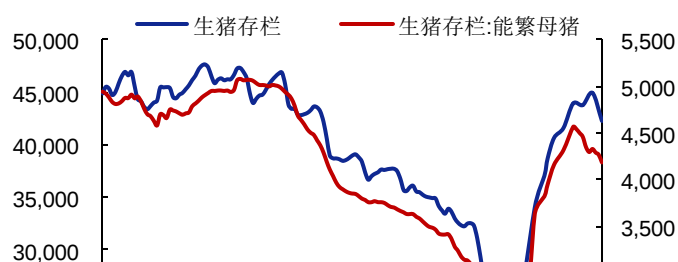
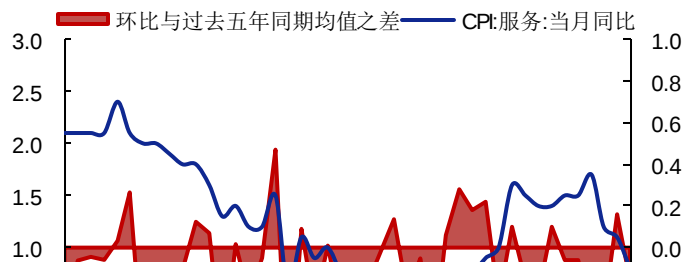


图 8：CPI 服务同比与历史同期对比 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41583

