

结构性通胀下，政策更加关注供给端

2022 年 05 月 12 日

➤ 2022 年 5 月 11 日，国家统计局公布通胀数据，对此我们点评如下：

➤ 4 月通胀数据反映哪些信息？

4 月通胀数据反映疫情反复、部分地区封控、物流及产业链供应链不畅之下，食品类价格因供需缺口扩大而普遍上涨，而核心 CPI 环比低于季节性显示疫情下实体终端消费需求仍然较弱，PPI 同比降幅进一步放缓主由国际能源价格高位震荡带动，并且内部定价的商品需关注在稳增长进一步发力之下的边际变化及保供政策应对。

➤ 结构性通胀下，政策更加关注供给端

展望未来，CPI 或将小幅温和上涨，整体对债市约束不大，但需要关注结构性问题：一方面随着猪肉供给减少，预计二季度猪肉价格或迎来拐点，为 CPI 提供向上拉动力，另一方面食品价格预计随着疫情受控、物流恢复，保供稳价政策作用之下有所回落。

PPI 同比降幅或进一步放缓，考虑基数，也不排除有反弹上行的可能：一方面，随着国内稳增长政策下各领域加速发力，给内部定价商品价格上升带来了可能性，我们需密切关注保供相关政策；而另一方面，则仍需关注地缘政治局势对国际能源等大宗商品价格的影响，警惕输入性通胀，但疫情脉冲式冲击下全球经济进一步放缓，这一定程度制约着海外定价商品价格的大幅抬升。

央行 2022 年第一季度货币政策执行报告也指出，当前国内物价形势总体稳定，年内来看总体也均将在合理区间内运行。针对国内而言，稳物价手段主要在于“支持粮食、能源生产保供，保持物价总体稳定”。结合今年 4 月及 2020 年 4 月的政治局会议来看，这两次疫情爆发期间的政治局会议均对保供稳价及农业工作提出要求，意味着稳定粮食等农副产品的生产供应，对于稳物价、保民生无疑具有压舱石的作用，显然核心约束端在供给短缺。由此来看，当前物价并非制约货币政策的因素，但会给予密切关注。

➤ 债市怎么看？

对于债市而言，当前经济下行压力加大，国股票据利率持续走低亦反映宽信用进程不畅，央行主动应对下将对市场实体更为关注，因而在货币政策在总量和结构上均有可能做出进一步行动，而当前通胀更多呈现出结构性特征，其解决方式更多在于供给端，尤其是国内定价的商品保供，对于货币政策并不构成核心约束。

➤ 风险提示：1) 政策不确定性；2) 基本面超预期；3) 地缘政治冲突。



分析师：谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

1.利率专题：货币政策的稳中求进：宽松仍在路上

2.利率专题：以史为鉴，2020 年债市有哪些启发？

3.贸易数据点评 20220510：内外需双弱，政策需更加有为

4.经济金融数据预测专题：供需双弱，4 月经济金融数据预测

5.利率专题：政策调控加码，债市喜忧参半

目 录

1 CPI 上行主因疫情扰动，食品价格普遍上涨	3
1.1 食品 CPI：蛋果价格上涨，猪肉价格止跌回稳	4
1.2 非食品 CPI：主由能源价格上涨带动	5
2 PPI 回落速度进一步放缓，内外因分化	7
2.1 生产资料 PPI：能源和黑色价格上涨	7
2.2 生活资料 PPI：主由食品和必需品支撑	7
3 结构性通胀下，不构成货币政策核心约束	9
4 风险提示	10

2022 年 5 月 11 日，国家统计局公布通胀数据：

(1) 4 月 CPI 同比上涨 2.1%，环比上涨 0.4%；

(2) 4 月 PPI 同比上涨 8.0%，环比上涨 0.6%

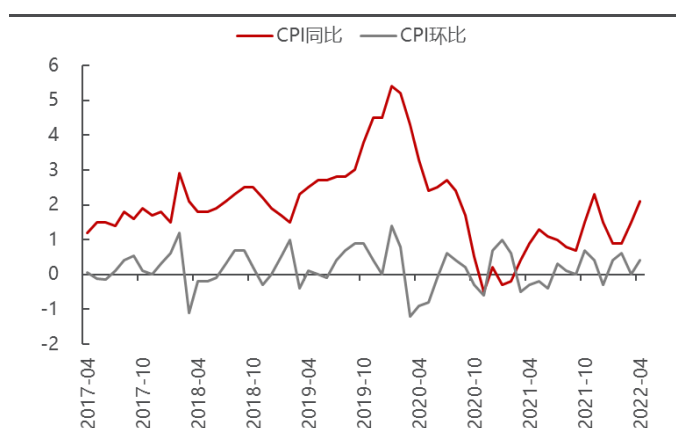
总体来看，CPI 环比上涨较大一定程度超预期，而 PPI 同比下行速度进一步放缓，基本符合预期，对此我们点评如下：

1 CPI 上行主因疫情扰动，食品价格普遍上涨

4 月 CPI 同比上涨 2.1%，较上月上行 0.6pct，翘尾影响约为 0.7 个百分点，新涨价影响约为 1.4 个百分点；环比上涨 0.4%，高于季节性水平。

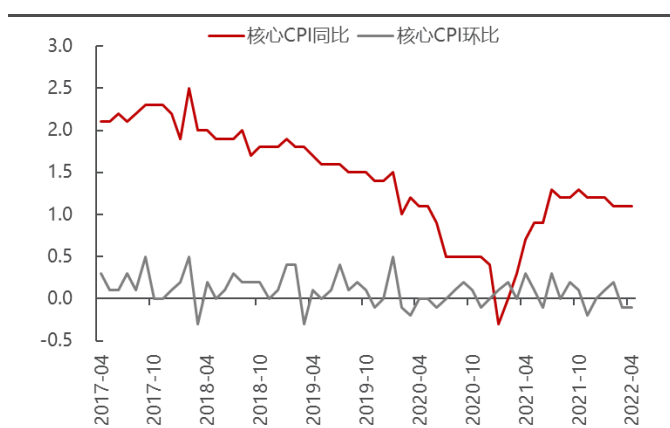
核心 CPI 同比增速为 0.9%，较上月下行 0.2pct；环比 0.1%，低于季节性水平。相较而言，核心 CPI 表现仍弱，主因疫情扰动下居民收入及消费需求均有下滑，而 4 月 CPI 上行主由粮食及能源价格上涨带动。

图 1：CPI 同比及环比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

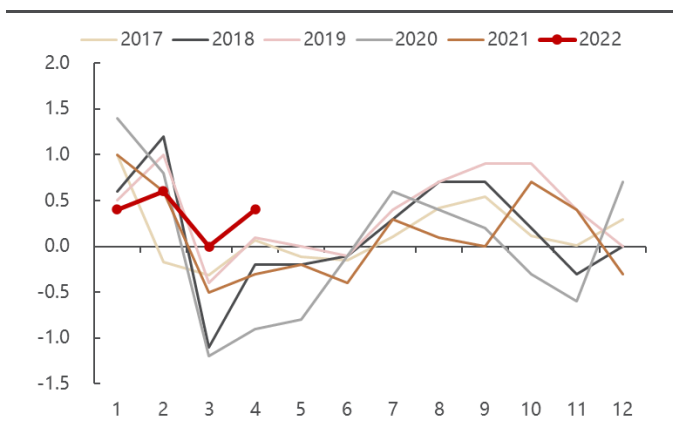
图 2：核心 CPI 同比及环比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

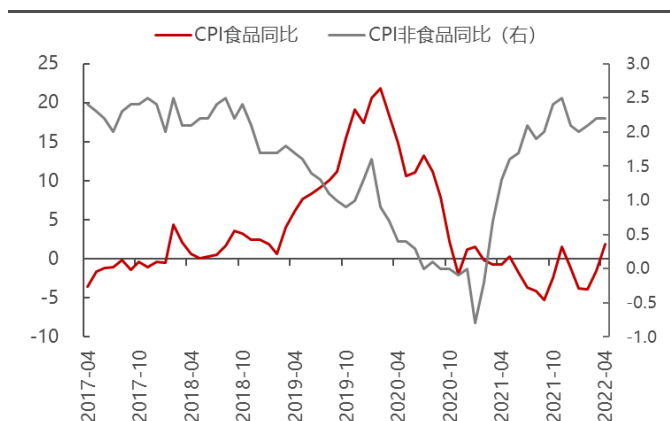
从食品与非食品 CPI 走势来看，4 月 CPI 上涨主要由食品价格带动。进一步从八大分项环比来看，4 月 CPI 上行拉动力主要来自食品烟酒，其次是生活用品服务和交通通信，环比均高于季节性水平：4 月食品烟酒价格环比上行 1.6pct 至 0.7%，生活用品服务价格环比上行 0.4pct 至 0.6%，主因疫情封控之下，物流运输受阻，食品及生活必需品类供需缺口扩大，推动相关价格上涨，而交通通信环比下降 0.5pct 至 1.1%，仍对 CPI 形成向上拉动，主因地缘政治冲突下国际能源价格仍高位震荡。

图 3：CPI 环比：季节性比较（%）



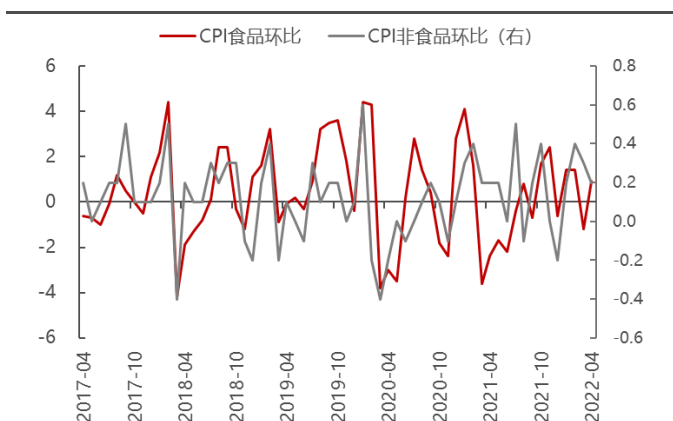
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：CPI 同比：食品与非食品（%）



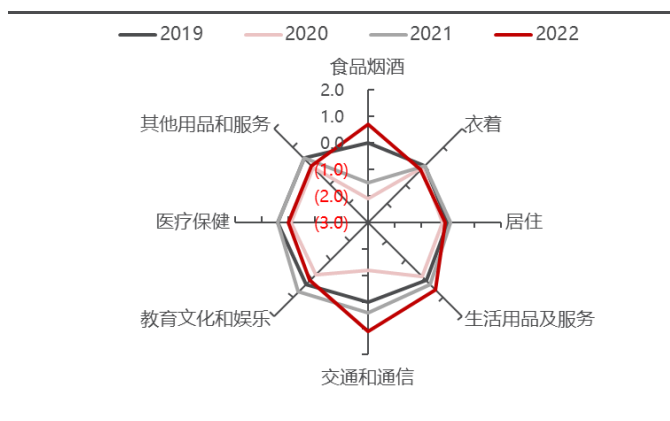
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：CPI 环比：食品与非食品（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：CPI 八大项环比：季节性比较（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 食品 CPI：蛋果价格上涨，猪肉价格止跌回稳

4 月 CPI 食品同比 1.9%，较上月上行 3.4pct；环比 0.9%，高于季节性水平。

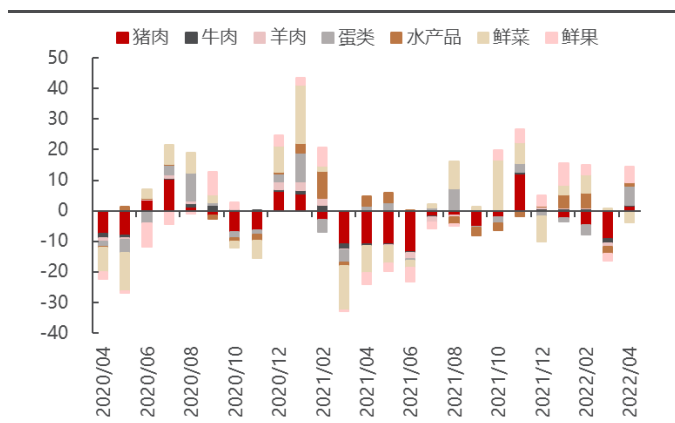
除鲜菜价格有所回落外，其余食品价格普遍上涨。

其中蛋类和鲜果价格涨幅最大，分别环比上行 6.3%、5.2%，主因部分地区疫情封控之下物流不畅，居民囤货需求相对旺盛而供给短缺，推升鸡蛋和鲜果价格；

猪肉价格也止跌企稳，环比上行 1.5%，一方面来自生猪产能逐步调整、中央冻猪肉储备收储工作有序开展，今年以来已开启五轮中央储备冻猪肉招标；另一方面，从能繁母猪存栏同比增减（通常领先猪肉价格 10 个月）来看，供需格局变化下拐点或将出现。

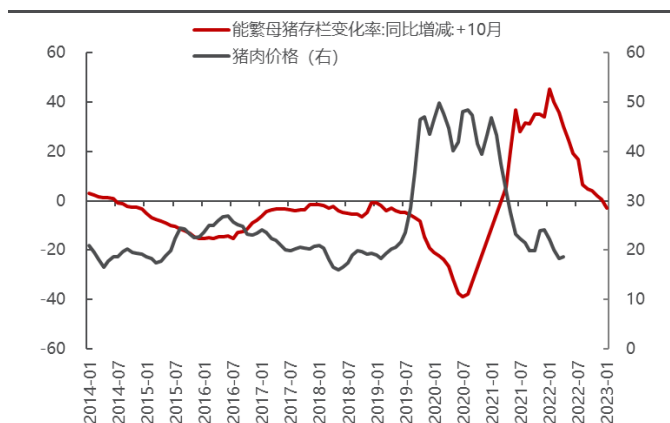
而鲜菜价格则有所回落，一方面由于鲜菜上市量增加，另一方面由于部分地区疫情封控下鲜菜不易于储存，需求量回落。

图 7：CPI 食品分项环比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：能繁母猪存栏与猪价（%，元/千克）



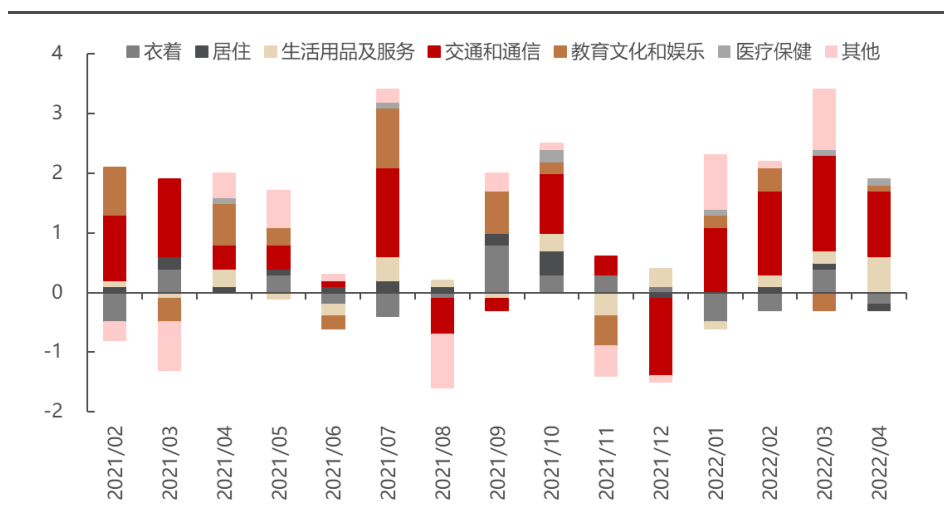
资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 非食品 CPI：主由能源价格上涨带动

4 月非食品 CPI 同比 2.2%，与上月持平；环比 0.2%，高于季节性水平。交通工具燃料价格仍是主要拉动项，环比 2.7%，较上月下行 4.4pct，主因地缘政治冲突下国际能源持续高位震荡，带动国内汽油、柴油等能交通工具燃料价格延续高位徘徊。

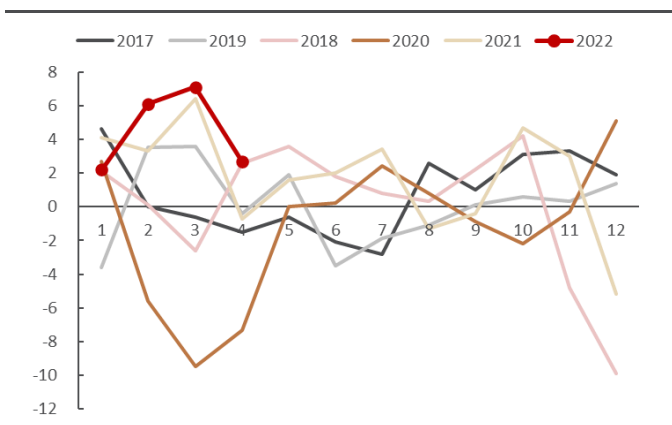
而衣着和居住类价格下降，主要是受到上海等一线城市疫情封控影响，相关消费减弱。

图 9：非食品类价格环比（%）



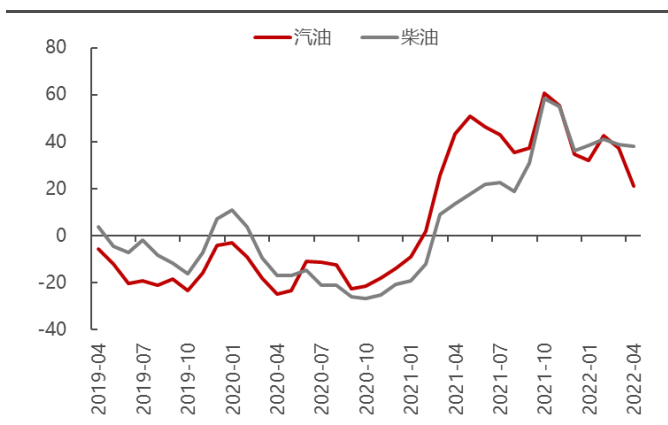
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：交通工具燃料价格环比：季节性比较（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：汽油、柴油价格同比（%）

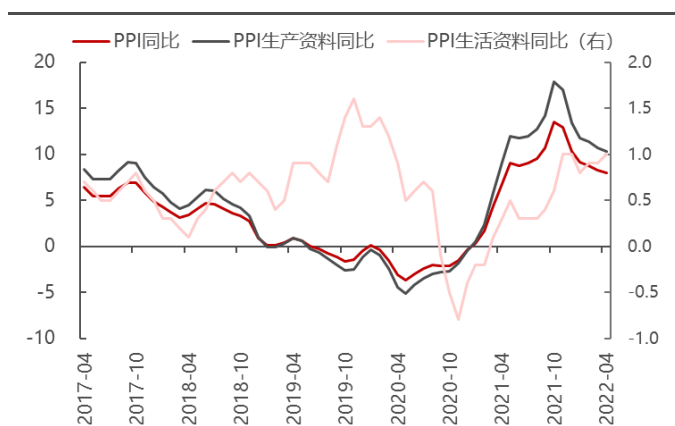


资料来源：wind，民生证券研究院

2 PPI 回落速度进一步放缓，内外因分化

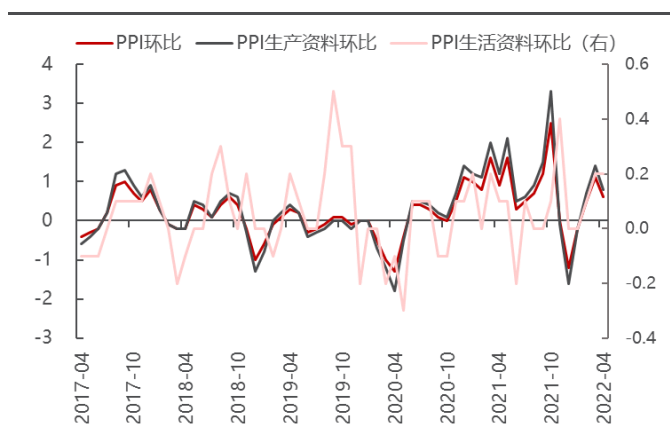
4 月 PPI 同比涨幅 8.0% 继续回落 0.3pct，回落速度进一步放缓，翘尾影响约为 5.9 个百分点，新涨价影响约为 2.1 个百分点；环比 0.6%，高于季节性水平。

图 12：PPI 同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：PPI 环比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.1 生产资料 PPI：能源和黑色价格上涨

4 月 PPI 生产资料同比 10.3%，较上月下降 0.4pct；环比 0.8%，高于季节性水平。

分项来看，能源仍为主要支撑，环比 3.5%，主因地缘政治冲突推升国际能源等大宗商品价格维持高位；此外，黑色材料价格亦形成支撑，环比 1.7%，较上月上行 0.5pct，有明显抬头，这主要与国内稳增长诉求下各项投资加速有关，后续稳增长政策加码之下，需求推升的背景下如何保供值得关注。

此外农副产品环比上行 0.5pct 至 1.3%，主要受到疫情反复影响。

对应地从行业层面看，环比涨幅前三的行业有黑色开采，环比 4.0%，前值 4.2%，

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_41593

