

CPI 不易突破 3%，但货币政策需要更确定的信号

——4 月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

CPI 上涨动力在于食品和能源。4 月 CPI 同比增速较上个月提升 0.6 个百分点至 2.1%，基本符合预期。其中基数因素（翘尾变化）和新涨价因素各贡献 0.3 个百分点。3 月份 CPI 数据有以下结构性特征：第一，带动 CPI 上涨的因素主要为食品和能源。4 月粮食价格上行，一定程度上是受到了国际粮价快速上涨的影响。鲜菜价格降幅不及正常季节性规律，鲜果、鸡蛋和薯类价格上涨明显，这背后是 4 月部分地区封城，居民抢菜、囤菜的需求促使食品价格上涨。猪头价格边际回升，随着生猪产能持续去化，猪周期开始掉头向上，未来猪价大趋势上是回升的。能源方面，此前国际油价大涨存在滞后性效应，4 月能源相关价格继续上涨。第二，核心 CPI 非常疲软。这反映出终端需求很弱，对价格的拉动力明显不足。我们预计未来 CPI 同比有望继续上行，但速度可能放缓。我们预计未来 CPI 同比有望继续上行，但速度可能放缓。一方面，猪周期已经启动，未来价格有望逐步上涨，带动 CPI 上行，并且接下来几个月 CPI 翘尾因素在持续上升。另一方面，5 月份以来鲜菜价格继续下跌，鲜果、蛋类等食品价格上涨势头趋缓，疫情封城对蔬果价格的推动作用趋弱；同时国际油价涨幅在 4 月已经趋缓，5 月相关产品价格将回落。这是抑制 CPI 过快上行的因素。

PPI 上游涨势趋缓。4 月 PPI 同比增长 8%，虽略高于市场预期但回落态势不变。4 月 PPI 环比上涨 0.6%。国内 PPI 主要受国际大宗商品价格影响，且影响具有一个月左右的滞后性。所以 4 月份国际大宗商品价格回落尚未完全反映到 4 月国内 PPI 上。结构上看，工业品价格的上涨仍然主要集中在上游和中游，下游行业价格几乎没有任何上涨动力。不过从趋势上来看，上游及中游行业价格涨幅普遍放缓，海外大宗商品价格上涨带来的最严重的一波冲击已经过去。我们预计未来 PPI 将加速回落。一方面，4 月份之后大宗商品价格普遍回落，包括油价。另一方面，PPI 基数上升速度很快，体现为翘尾因素迅速下降。四季度 PPI 同比有望回落至零附近。未来上游成本对下游行业利润的挤压将会有所缓解。

货币政策等待双重信号。央行最近在一季度货币政策执行报告及多个其它场合都明确表示，当前货币政策主要有两个“密切关注”，一是物价，二是主要发达经济体的货币政策调整。即通胀和美联储加息是中

国货币政策关注的两个要点。通胀角度来看，CPI 全年大趋势上是上行的，主要边际增量是猪周期处于上行周期之中。另外油价存在较大不确定性，需要关注俄乌局势的变化。不过总体上看我们认为 CPI 压力较大的时间在年中到三季度，三季度之后翘尾快速回落有助于抑制同比涨幅。我们预计 CPI 同比的高点不易突破 3%。PPI 整体来看处于下行趋势。虽然从预测的角度来看，通胀并不是当前国内的主要矛盾，但由于海外通胀居高不下，存在输入压力，而国内短期内 CPI 确实在加速上行，所以央行对此还是要谨慎一些，避免处置不当而出现类似海外各国的情况。从央行的角度上看，可能需要等待国内外通胀回落趋势更加明确的信号。美联储加息的角度来看，我们目前的预计是二季度将为美联储最鹰派的时期，三季度其态度可能会逐渐缓和，四季度有望停止加息。短期内是美联储最强硬的时段，且路径也存在较大的不确定性，在人民币已经出现较大贬值压力的情况下，中国央行行动相对谨慎也合乎情理。综合来看二季度是这两个因素存在较大不确定性的时期，所以短期内中国货币政策还是以结构性政策为主，总量型政策为次。下半年这两个因素可能出现更加积极的信号，届时中国央行的操作空间将扩大。

风险提示：俄乌冲突加剧海外通胀形势。

目录

1. 数据	5
2. CPI 上涨动力在于食品和能源	5
3. PPI 上游涨势趋缓	7
4. 货币政策等待双重信号	8

图表目录

图表 1: CPI 继续上行.....	5
图表 2: 食品价格涨幅较大.....	6
图表 3: 能源价格涨幅较大.....	6
图表 4: 食品和能源以外的类别价格非常疲软.....	6
图表 5: PPI 回落趋势不变.....	7
图表 6: 上游及中游价格涨幅趋缓.....	7
图表 7: 油价中枢回落.....	8
图表 8: 铜铝铁矿石价格回落.....	8

1. 数据

中国 4 月 CPI 同比增长 2.1%，预期（Wind）2.0%，前值 1.5%。

中国 4 月 PPI 同比增长 8.0%，预期 7.8%，前值 8.3%。

2. CPI 上涨动力在于食品和能源

4 月 CPI 同比增速较上个月提升 0.6 个百分点至 2.1%，基本符合预期。其中基数因素（翘尾变化）和新涨价因素各贡献 0.3 个百分点。

图表 1：CPI 继续上行



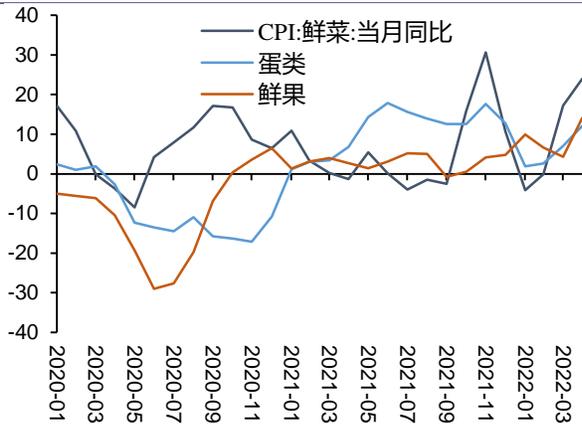
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3 月份 CPI 数据有以下结构性特征：

第一，带动 CPI 上涨的因素主要为食品和能源。4 月粮食价格同比上涨 2.7%，较 3 月上行 0.7 个百分点，一定程度上是受到了国际粮价快速上涨的影响。鲜菜价格环比下降 3.5%，这是受到鲜菜上市的季节性影响，但同比涨幅扩大到 24%，反映出价格边际下行幅度不及往年同期的水平。这背后是 4 月部分地区封城，居民抢菜、囤菜的需求促使食品价格上涨。同样涨幅明显的还有鲜果、鸡蛋和薯类价格，同比分别上涨 14.1%、13.3%和 11.8%，涨幅比上月均有扩大。猪肉价格边际回升，环比上涨 1.5%，同比降幅缩窄。**随着生猪产能持续去化，猪周期开始掉头向上，未来猪价大趋势上是回升的。**

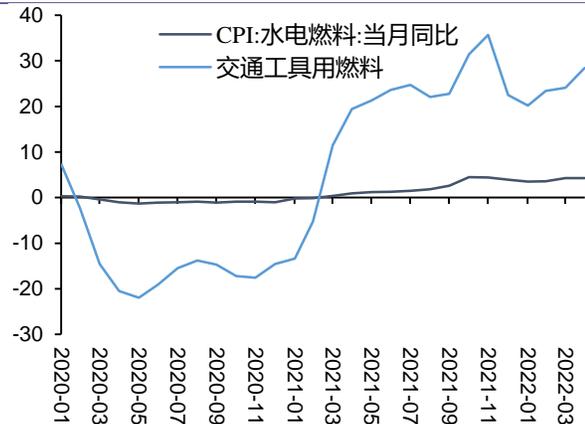
能源方面，此前国际油价大涨存在滞后性效应，4 月汽油、柴油价格继续上涨。CPI “交通工具用燃料”一项环比上涨 2.7%，同比上涨 28.4%，“水电燃料”一项环比持平，同比上涨 4.3%，这都是能源价格上涨的滞后性影响。

图表 2: 食品价格涨幅较大



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

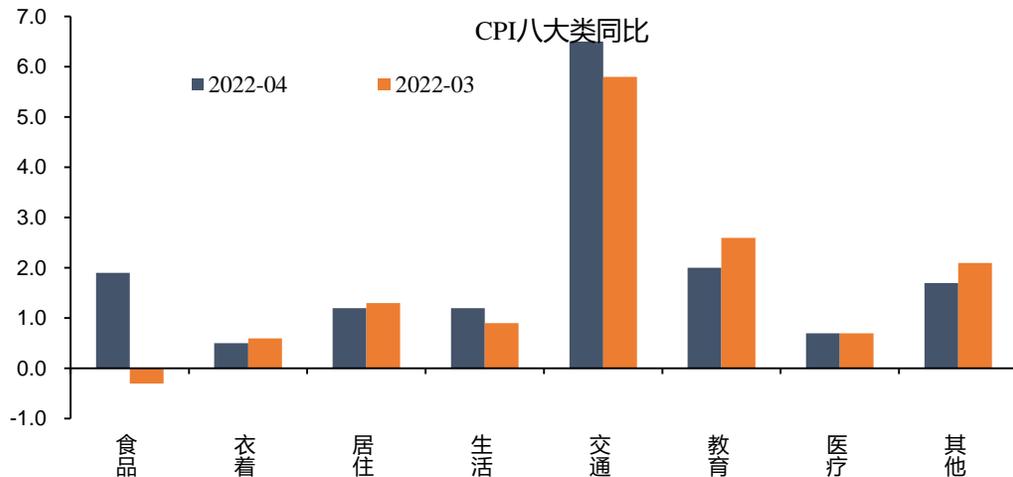
图表 3: 能源价格涨幅较大



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第二，核心 CPI 非常疲软。和居民消费能力相关的衣着、居住、生活用品及服务、医疗保健等项目的价格涨幅很低，这反映出终端需求对价格的拉动力明显不足，CPI 上行都是由供给端主导的食品和能源项目贡献的。

图表 4: 食品和能源以外的类别价格非常疲软



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_41594



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn