

宏观观点评

美国“胀而不滞”，中国“滞而不胀”，欧洲“大滞胀”——兼评4月物价

事件：4月CPI同比2.1%，预期2.0%，前值1.5%；PPI同比8.0%，预期7.8%，前值8.3%。

核心观点：4月CPI、PPI均略强于预期：CPI年内首度站上2%，季节性之外供应链阻滞是主因；PPI续降但仍在高位，继续关注上下游价格的传导。往后看，关注三大点：“CPI上、PPI下”仍是我国基准情形；全球滞胀风险仍在加剧，美国更接近“胀而不滞”，欧洲已“大滞胀”，我国更接近“滞而不胀”；近期决策层更关注“稳物价”，主要担心的是粮价、能源价格、供应链制约，当前通胀尚不足以制约货币政策，我国货币政策仍将保持宽松，单边降LPR仍有可能。

1、4月CPI同比涨幅扩大0.6个百分点至2.1%，年内首破2%关口，翘尾、新涨价因素分别影响0.7、1.4个百分点。环比由持平转为上涨0.4%，这0.4个百分点的涨幅中，食品项、非食品项贡献各半。具体看，以下4大特征值得重点关注：

>食品项创2001年以来同期新高。4月CPI食品项环比由跌1.2%转为涨0.9%，涨幅创2001年有数据以来同期新高（仅次于2004年的1.1%）。归因看，4月食品价格由跌转涨，一方面由于疫情导致物流受阻、囤货需求增加；另一方面也和季节因素有关。重点农产品价格多数上涨，其中：由于生猪存栏下降、猪肉收储等因素提振，猪肉价格环比由3月的下跌9.3%转为上涨1.5%；便于储存的薯类、鸡蛋和鲜果涨幅较大，在5.2%-8.8%之间；蔬菜价格由涨转跌。

>非食品项涨幅收窄。4月CPI非食品项环比上涨0.2%，略强于季节性（2016-2019年同期均值涨0.15%）；但比前值回落0.1个百分点，主因油价转降，带动4月汽油、柴油价格环比涨幅分别回落4.4、4.8个百分点至2.8%、3.0%；但由于假期影响，机票、交通工具租赁、长途汽车等出行相关消费价格季节性上涨，涨幅分别在1.5%-14.9%之间。

>核心CPI涨幅连续6个月持平或回落，4月回落的斜率有所扩大。剔除食品和能源的核心CPI更能反应真实需求变化：2021年10月以来，核心CPI同比涨幅连续6个月持平或回落，4月进一步下降0.2个百分点至0.9%，指向疫情散点暴发、国内消费需求疲弱。

>粮食价格环比上涨0.7%，续创近10年同期新高，有数据以来次高（仅次于2010年的1.8%）。应是俄乌冲突导致国际粮价上涨、疫情封控导致囤货需求增加两方面共同作用的结果。

2、4月PPI同比回落0.3个百分点至8%，略强于预期，翘尾、新涨价因素分别影响5.9、2.1个百分点，其中新涨价影响幅度为今年以来最高；环比回落0.5个百分点至0.6%，其中生产资料价格环比回落，生活资料价格持平。具体看，3大特征值得关注：

>分生产&生活资料看：上游价格仍高，同时继续在向下游传导。4月生产资料价格环比涨幅回落0.6个百分点至0.8%，主因原油、有色、化工等大宗涨幅收窄；生活资料价格环比持平0.2%，续创有数据以来同期新高（仅次于2011年的0.4%），表明上游价格仍在向下游传导。

>分七大产业看：上游采掘、原材料价格环比涨幅明显收窄，中下游产业环比多数持平或小降。具体看，上游采掘、原材料价格环比分别较前值回落2.8、1.5个百分点至2.0%、1.4%；中游加工工业、耐用消费品环比持平0.4%、0.0%；下游衣着环比小升0.2个百分点至0.0%；食品、一般日用品分别环比回落0.1、0.2个百分点至0.4%、0.2%。

>分40个工业行业看：细分行业环比涨幅多数持平或小降，其中波动较大的分项主要包括原油产业链、燃气、有色、黑色等。具体看：1）原油：4月国际油价由3月的上涨19.5%转为下跌5.8%，带动4月PPI油气开采、燃料加工、化工、化纤行业环比涨幅分别收窄12.9、4.4、0.4、1.6个百分点至1.2%、3.5%、1.4%、0.4%；2）燃气：4月国内液化天然气价格由3月的上涨21.5%转为下跌2.2%，带动PPI燃气生产供应行业环比涨幅收窄3.4个百分点至0.3%。3）有色产业链上下游分化：PPI有色金属采矿环比2.7%，涨幅较3月扩大1.2个百分点，回升幅度在细分行业中居首；PPI有色冶炼环比0.8%，涨幅较3月回落1.9个百分点，降幅在细分行业中排第4。4）钢铁：4月螺纹钢现货价环比涨3.2%，较前值略有扩大，带动PPI黑色冶炼行业环比涨幅扩大0.4个百分点至1.8%，产业链上游的PPI黑色采矿涨幅回落的斜率也有所收窄。

3、往后看，通胀有三大关注点：物价走势、全球滞胀风险、对政策的影响

1）物价走势：“CPI上、PPI下”仍是2022基准情形，猪价、油价、疫情演变是关键

>CPI：高频数据看，5月首周猪肉价格环比涨幅扩大至8.7%，鸡蛋、水果价格涨幅收窄，蔬菜价格降幅扩大，预计5月CPI食品分项可能稳中略降。非食品项中油价可能小升，服务价格大概率转降，且受疫情影响预计仍会弱于季节性。因此，预计5月CPI环比可能持平或小降，同比预计仍将维持2.0%左右。全年看，维持此前判断：后续CPI上行的幅度主要取决于生猪去化、疫情以及油价等，基准情形下全年中枢可能在2.2%左右。

>PPI：高频数据看，5月首周南华工业品指数、CRB现货指数分别环比下跌1.6%、2.3%，原油、螺纹钢价格分别环比涨1.8%、1.3%。往后看，考虑到疫情好转、复工复产、地产放松、基建发力等因素，预计5月PPI环比持平或者小升；同比大概率延续回落。全年看，继续提示关注油价的不确定性，基准情形下如果全年油价中枢维持95美元/桶左右，国内大宗价格总体可控，预计2022年PPI中枢约为4.3%左右。

2）警惕滞胀风险：美国更接近“胀而不滞”、中国更接近“滞而不胀”、欧洲已然“大滞胀”。海外看，3月美国CPI同比8.5%，续创近40年来新高；4月欧元区CPI同比增7.5%，续创有数据以来新高，3月PPI同比高达36.8%；且考虑到俄乌冲突导致欧洲能源短缺情况加剧，后续欧洲经济下行风险将高于美国。国内看，4月核心CPI同比涨幅延续回落、且斜率扩大，叠加国内疫情散发、4月PMI再度全线回落，指向国内经济4月将进一步探底。因此，继续提示，鉴于俄乌冲突持续时间长于预期、全球能源价格高位，叠加全球经济放缓预期，全球滞胀风险仍在加剧，其中：美国更接近“胀而不滞”，中国更接近“滞而不胀”，欧洲更接近“滞胀”。

3）对我国货币政策的影响：近期央行对物价的关注度提升（4.22央行行长易纲表示“中国货币政策的首要任务是维护物价稳定”）、4.6国常会表示“保持经济运行在合理区间，主要是实现就业和物价基本稳定”，但实际上2018年以来通胀已非央行货币政策的核心考量（18/19年猪肉抬升CPI，21年供给抬升PPI）。倾向于认为，目前决策层提出的“稳物价”，核心考量应在避免粮食、能源、供应链的制约导致恶性通胀；当前CPI 2%左右、PPI仍处下行通道，尚不足以对货币政策形成制约。维持此前判断，我国货币政策仍将保持宽松，会更注重稳信贷、宽信用、结构性宽松，降准降息仍可期，但可能性下降，不过可能单独下调LPR。

风险提示：疫情变化、政策力度等超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

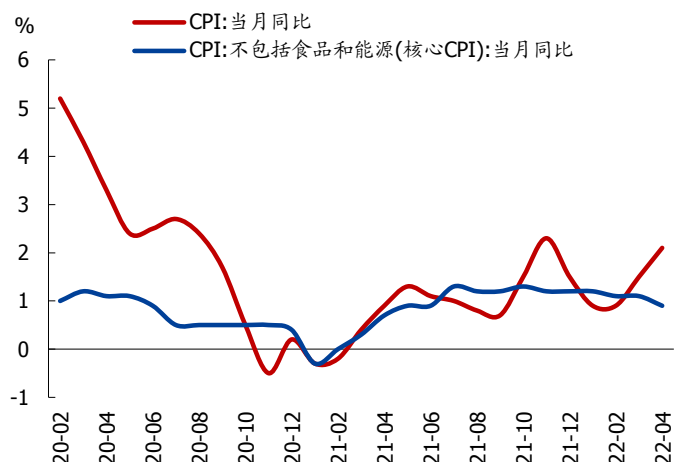
执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

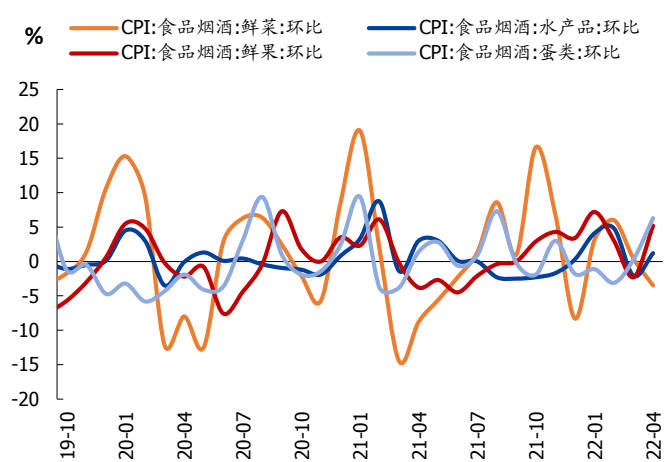
- 1、《两“新增”&三“没变”——央行Q1货币政策报告7大信号》2022-05-09
- 2、《五一宏观9大看点——事情正在起变化》2022-05-04
- 3、《疫情冲击全面显现——4月PMI的5大信号》2022-04-30
- 4、《全面评估当前疫情的经济影响与演变特征》2022-04-27
- 5、《全球正滞胀，我国“滞”大于“胀”——兼评3月物价》2022-04-11
- 6、《警惕全球大滞胀——兼评2月物价》2022-03-09

图表 1: 4月CPI同比首破2%关口, 核心CPI回落斜率扩大



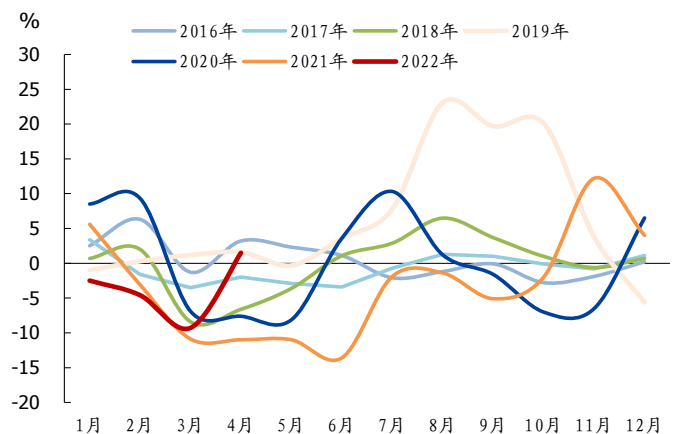
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 4月食品价格环比涨幅多数上涨



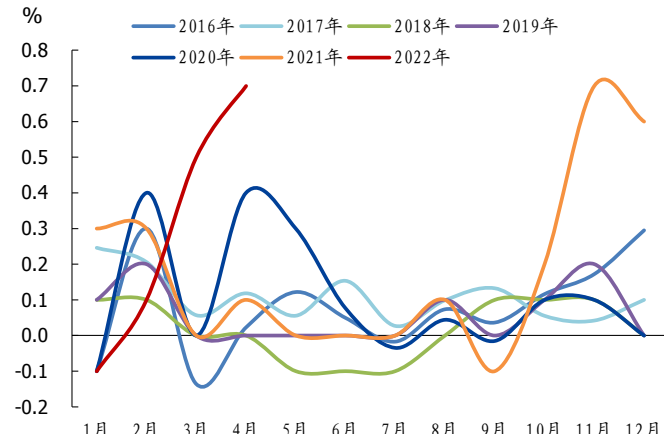
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 4月猪肉价格环比由跌转涨



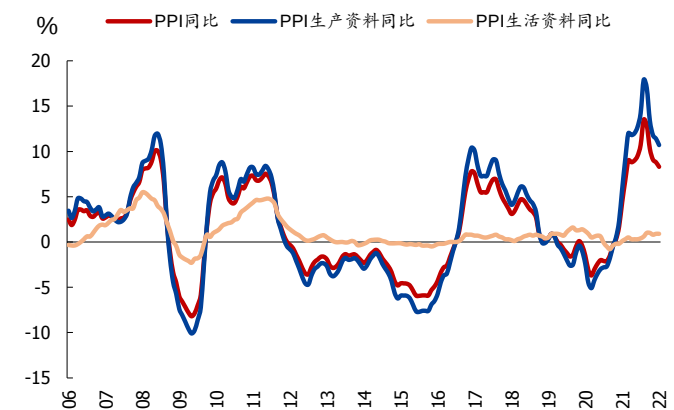
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 4月粮食价格再度上行



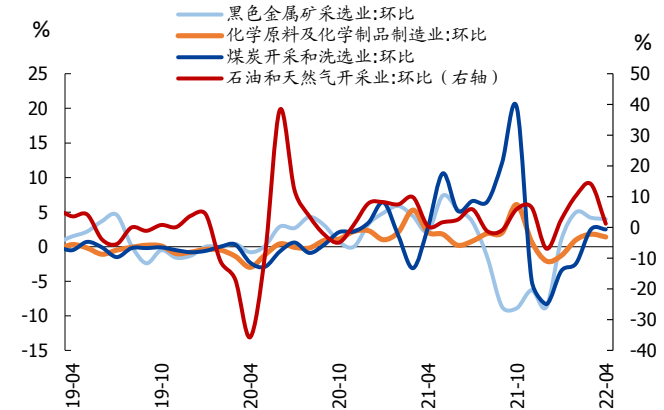
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: PPI同比延续回落



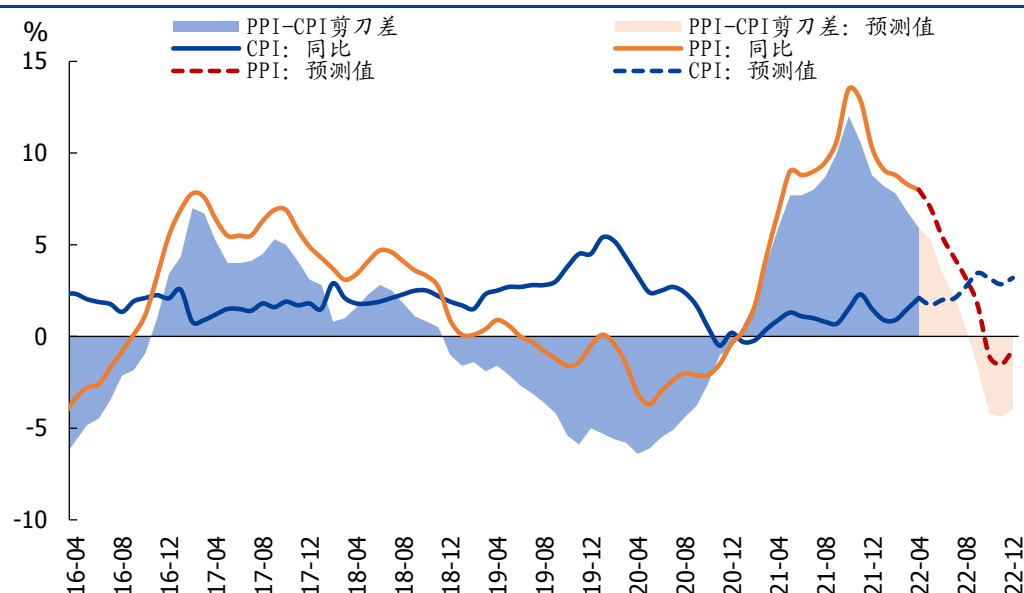
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 4月上游原材料价格环比多数涨幅趋缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: CPI、PPI 以及 PPI-CPI 剪刀差预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 8: 近年来国务院、央行对物价的表述

时间	文件/报告/讲话	核心内容
2022-05-09	2022年第一季度货币政策执行报告	密切关注物价走势变化, 支持粮食、能源生产保供, 保持物价总体稳定。
2022-04-22	博鳌亚洲论坛2022年年会“全球通胀、加息潮和经济稳定”分论坛	中国货币政策的首要任务是维护物价稳定。 今年, 粮食生产和能源供应对物价稳定非常重要。金融服务高度重视农业生产, 以及煤炭、石油、天然气等重要能源的生产和进口。只要确保粮食生产和能源供应, 物价将稳定在合理区间。
2022-04-21	第45届国际货币与金融委员会 (IMFC) 会议	今年粮食生产和能源供应对物价稳定非常重要, 中国已基本实现粮食生产自给自足。金融服务高度重视农业生产, 煤炭、石油、天然气等重要能源的生产和进口。 只要确保粮食生产和能源供应, 物价将稳定在合理区间。
2022-04-06	国常会	保持经济运行在合理区间, 主要是实现就业和物价基本稳定, 要着力通过稳市场主体来保就业, 综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定, 保粮食能源安全。
2022-03-14	国常会	密切跟踪国际局势变化、主要经济体宏观政策调整、大宗商品市场走势等和对我国的影响, 不断完善应对举措, 确保经济增长、就业、物价等稳定在合理区间。
2021-07-13	国新办新闻发布会	人民银行货币政策司司长孙国峰表示: 年内PPI阶段性上行应以历史视角客观看待, 可以用去年、今年、明年连续三年的整体视角来观察变化, 同时, 历史上PPI波动就较大, 总体看, 我国PPI走高是阶段性的, 今年第二、三季度可能会维持高位, 但今年四季度和明年有望回落。
2021-06-10	央行行长易纲出席第十三届陆家嘴论坛的讲话	货币政策要关注结构变化对物价的影响。 人口老龄化会导致居民预防性储蓄上升、消费倾向下降, 因此对通胀产生抑制作用。而绿色转型会使物价走势有所上升。
2020-05-10	2020年第一季度货币政策执行报告	处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系, 保持物价水平基本稳定, 多渠道

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_41602

