

信义山证汇通天下

证券研究报告

宏观利率

报告原因：定期点评

关注价格传导和结构性通胀

——2022 年 5 月通胀点评

2022 年 6 月 10 日

宏观/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

主要观点

➤ **5 月通胀平稳，符合预期。**5 月 CPI 同比上涨 2.1%，环比下跌 0.2%，翘尾因素和新涨价因素一升一降。5 月 PPI 同比上涨 6.4%，环比上涨 0.1%。单纯从数据上看，5 月通胀落地提升了年内通胀保持在合理区间的概率。

➤ **随着疫情趋缓，价格传导趋势再度确立。**第一，中游价格向下游价格传导继续。原材料购进价格指数中，上游同比有所回落，但下游如木材及纸浆、农副产品价格开始上升；从剪刀差看，有色金属-建筑材料、化工原料-化工原料及半成品、化工原料-纺织原料等剪刀差继续下行。第二，工业品价格向消费品价格加速传导。PPI 和 CPI 之差收窄至 4.3%（前值 5.9%），连续 7 个月收窄，PPI 中生产资料和生活资料之差继续收窄至 6.9%（前值 9.3%），连续 5 个月收窄。第三，上游价格向中游传导有所恢复，但力度不大，因为在前期利润侵蚀的情况下，中游企业需要恢复自身的盈利能力。如 PPI 中，采掘业和原材料剪刀差、原材料和加工业剪刀差均高位回落。原材料购进价格指数中，燃料动力和中游有色分项之差涨幅趋缓、燃料动力和中游化工分项之差高位有所回落。综上，在疫情相对平稳的情况下，随着需求的回补，价格进一步按产业链传导趋势较为明确。

➤ **猪肉、鲜菜、蛋类、奶类等涨价影响可控，关注粮食、生活用品涨价的持续性。**分项看，受国际粮价高位运行影响，边际涨价较多的主要是粮食相关项，国内面粉、粮食制品和食用植物油价格明显上涨，粮食环比上涨 0.5%（前值 0.7%），近三个月涨价幅度达到 2016 年来高位，食用油环比上涨 0.7%（前值 0.5%）。蛋类、奶类环比分别上涨 1.4%（前值 6.3%）、0.4%（前值 0.2%），主要受夏季来临产蛋量产奶量下降影响，具有季节性。疫情导致生活用品及服务涨价延续，未来可能仍受囤货情绪和中游价格传导影响；猪肉价格环比涨幅扩大至 5.2%（前值 1.5%），中央储备猪肉收储工作继续开展，生猪产能调减效应逐步显现。5 月汽油、柴油和液化石油气





价格分别上涨 27.6%、30.1%和 26.9%，带动交运燃料分项环比上涨 0.6%。

边际降价主要集中在鲜菜，环比下降 15.0%（前值-3.5%），主要受随着鲜菜大量上市，物流逐步畅通的影响。

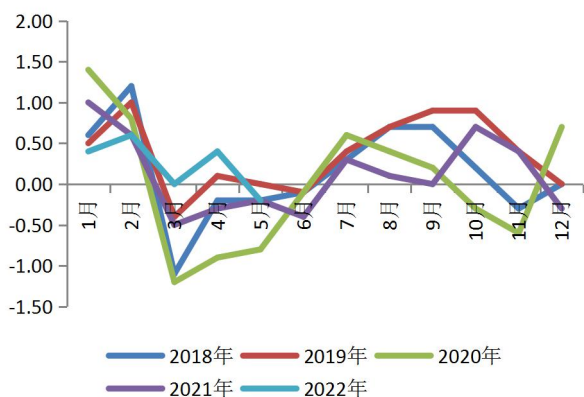
➤ **市场启示：关注结构性通胀，货币政策“补给式”宽松，债市交易难度加大。**5 月通胀环比回落，有利于年内通胀保持在合理区间。但粮食、生活用品等可能仍具涨价动力，叠加能源问题，通胀未来面临的不确定性仍较大，结构性通胀仍是货币政策需要考虑的问题。此外，经济本身处于疫后小复苏阶段，信贷和债券供给回升等因素对超储可能有一定消耗，但可以通过“补给式”宽松解决，狭义资金利率虽有反弹但大幅回升概率不大。债市层面，经济短期友好度降低但中期仍需观察，货币政策偏中性，资金面大概率平稳，估值层面不具优势，博弈交易机会难度加大。

➤ **风险提示：**疫情再度大幅恶化；地缘冲突导致能源资源价格进一步走升；疫后需求恢复速度超预期。

图表目录

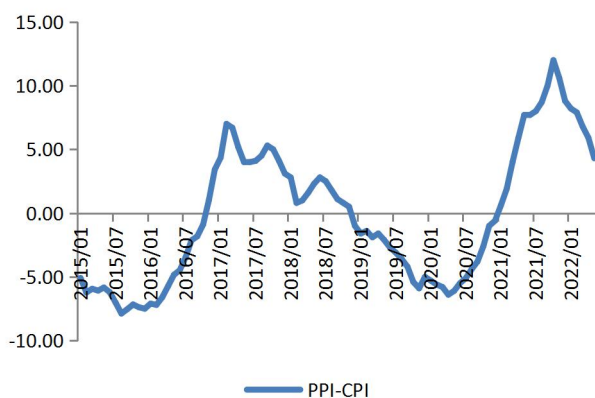
图 1: CPI 环比涨幅 (%)	4
图 2: CPI 及其分阶段影响占比 (%)	4
图 3: PPI-CPI (%)	4
图 4: PPI: 生产资料-生活资料 (%)	4
图 5: PPIRM 分项剪刀差 (%)	4

图 1：CPI 环比涨幅（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：PPI-CPI（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PPIRM 分项剪刀差（%）

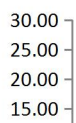
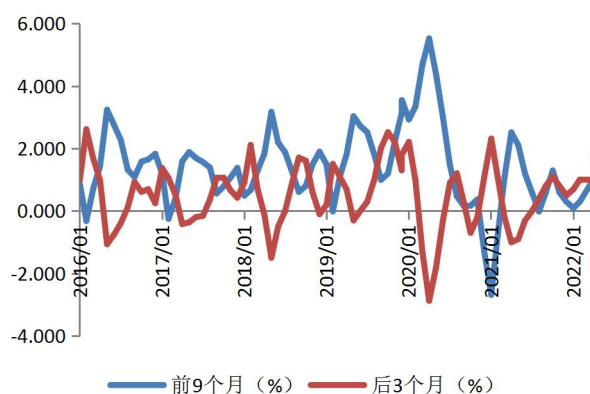
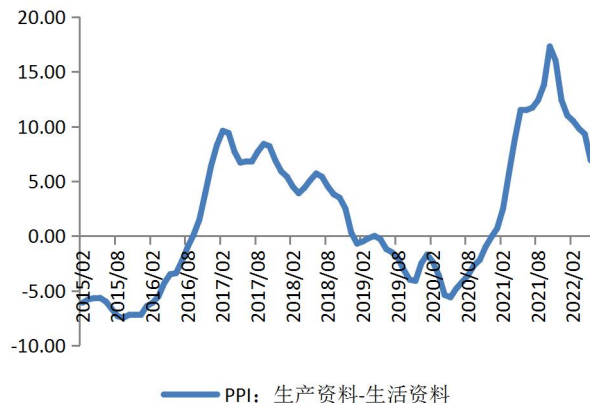


图 2：CPI 及其分阶段影响占比（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：PPI：生产资料-生活资料（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

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_42848

