

等潮起，等风来

——2022 年 5 月物价数据点评

报告要点：

● 基数效应下 PPI 同比加速下行，环比涨幅持续放缓

1) 周期的逻辑比枪炮的力量更加底层，鉴于 CRB 同比延续向下的趋势未改，商品上涨速度边际收敛的线索仍是比较确定的。

2) 原油等资源品当前仍然受到供应弹性偏弱以及全球供应链偏困难等因素的扰动，呈现出类似“制动距离”的价格上涨惯性。但随着外围的非市场因素逐步被计价，加速因子无疑在减弱。

● 分结构看，生产资料上游采掘工业同比下行幅度更为显著，鉴于成本压力略有缓解，上下游利润结构有所修复，只是产业利润下移的过程依旧艰难：

1) 抛开边际思维，受海内外经济周期割裂影响，上游相对于下游的利润挤压在年内或将持续

2) 受海外供应实质冲击的上游资源品相对有更加强势的价格表现，而更靠近国内下游需求终端的工业品价格受经济基本面拖累价格下行风险加大

● CPI 同比上涨 2.1%持平上月，而环比转降 0.2 个百分点。核心 CPI 整体偏弱运行，而 CPI 和核心 CPI 两者劈叉仍未收敛，可以看到由于疫情防控带来的 CPI 不稳定因素一部分在消解，而另外一部分影响则在持续

1)一方面，防疫形势缓和，物流环境渐趋恢复常态，民生保障相关的供应强度明显加大，商品流通速度的加快促使蔬果鸡蛋等必选消费品回落至正常季节性价格区间。此外，粮食项 CPI 环比涨幅收敛，尽管海外粮食供应梗阻问题仍难以证伪，但在更严格的储备粮以及粮食生产收割政策干预下，国内粮价后续大幅上行风险整体趋于可控。

2)而另一方面，疫情的不确定性对于线下服务消费的冲击依旧值得关注，尽管国际油价的强势运行仍在支撑交通运输项 CPI 走高，但旅游出行，人员流动管控等客观限制仍将掣肘服务需求的释放，消费的实质性反弹仍需要多一点的等待时间和信心提振。

● 值得注意的是，5 月 M0 同比攀升至近十年的高位，这背后代表的囤货商力量对消费品流通环节通胀后续的抬升仍有十分重要的警示作用。只是目前消费品通胀和服务通胀相互背离的走势形成冲抵，那么后续这种背离对整体通胀形成的压力或许也不用过于忧虑。

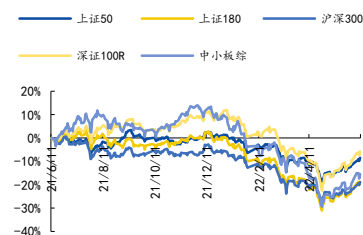
● 猪周期反转依旧是后续 CPI 上行的主要线索。从 2021 年 10 月上旬到 2022 年 3 月下旬，生猪价格已经演绎了一次 W 型二次探底，本轮周期的起点已经确认。尽管随着上游饲用农产品价格压力一定程度缓解以及猪肉价格正在走出底部，猪粮比价有所修复但仍低于警戒值，因此后续产能去化仍然保有相当空间。预计随着需求旺季到来，供需协力猪价上行趋势明确，关注下半年周期反转带动 CPI 上行。

● 尽管当前商品的环境未在一个典型通缩的状态，全球资金的风险偏好也未得到完全收敛，但比较确定的前景是，鉴于海外加息和缩表的持续推进，CRB 至少会有一个边际变平的拐点，而随着价格增长中枢的下沉，做空的机会比做多的机会更加确定一些。

主要数据：

上证综指：	3284.83
深圳成指：	12035.15
沪深 300：	4238.99
中小盘指：	4222.13
创业板指：	2822.62

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

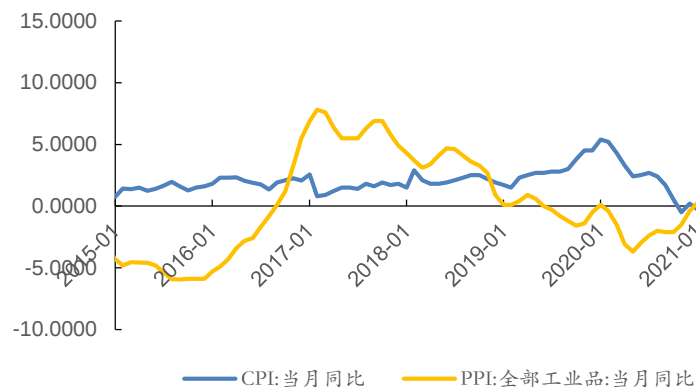
报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

-
- 当前国内 PPI 下行和 CPI 温和上行的剪刀差修复结构，很大程度上给国内货币政策腾挪出更多的空间，这意味着货币宽松背负的额外成本是有所减轻的。

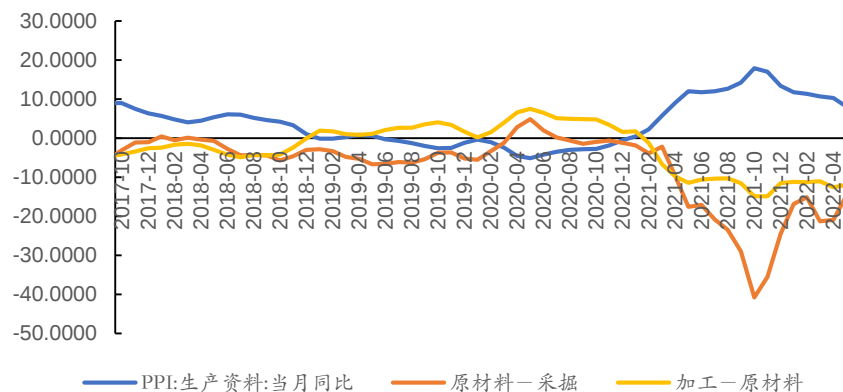
风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期等。

图 1: PPI 和 CPI 剪刀差结构弥合



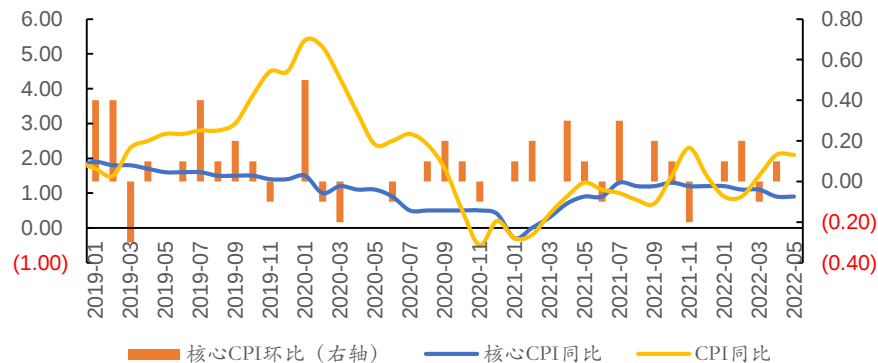
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 2: PPI 生产资料上下游利润结构有所修复, 加工生产企业利润仍然承压



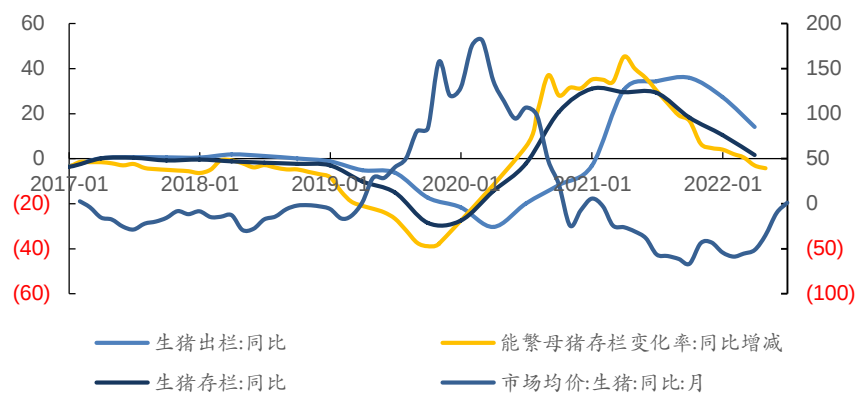
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 3: 核心 CPI 承压



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 4：生猪产能去化依旧保有空间，周期反转动力可期



资料来源：Wind, 国元证券研究所

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_42896

