

上游价格盘整、下游传导不畅

5 月通胀数据点评

商品市场转为需求定价、居民收入增速修复是未来通胀传导效果的关键。

- **5 月 CPI 主要成份变动基本符合季节性：**食品 CPI 环比降幅略大于此前 10 年同期均值；非食品 CPI 环比涨幅略大于此前 10 年同期均值，考虑到上游价格前期已累计较大涨幅，其向下游传导的效果仍显偏弱；核心 CPI 环比涨幅为 0，也略低于此前 10 年同期均值。
- **5 月通胀数据呈现上游价格涨势停滞、下游涨价压力传导不畅的特征。**从上游燃料和原料价格来看，5 月柴油市场价同比涨幅小幅回落至 38.1%；螺纹钢和电解铜市场价均转为同比下降，其中螺纹钢价格同比下降约 13%。从下游来看，非食品 CPI 中主要项目环比涨价幅度普遍较低，反映前期上游涨价压力未能有效向下游传导。我们曾在前期报告中提出，胀压力或较为平缓的被中下游消化，而不形成终端的剧烈通胀。当前通胀形势正在向着这种假设情景演化。
- **向后看，居民收入增速修复是未来通胀传导效果的关键。**从历史数据来看，在 PPI 较快上涨的背景下，非食品 CPI 上涨的高度以及在高点持续的时间或与居民收入增速有关。在 2017 年 PPI 的一轮较快上涨之后，由于城镇居民人均可支配收入的增速持续稳定在同比 8% 左右的水平，即使在 PPI 涨幅回落，非食品 CPI 涨幅也在较长的时间内保持在 2% 以上。与之相比，在 2010 年-2011 年 PPI 的一轮较快上涨中，尽管非食品 CPI 同比一度冲高至 3%，但随着居民收入增速冲高回落，非食品 CPI 涨幅也出现较快回落。
- **当前国际商品市场已逐步从供给定价转向需求定价。**市场对于全球经济放缓的忧虑已开始影响大宗商品价格上涨态势，有色金属价格近期以回落为主，油价呈现“增产而涨价”的非典型反应。下一步油价即使仍有上攻空间，预计石油输出国也会更仔细掌握增产节奏，以防止形成美欧过激加息或经济衰退的局面。
- 预计二三季度国内油价可能缓慢抬升、猪肉价格反弹，在翘尾因素影响下，CPI 将保持温和的上涨。
- **通胀当前对债券市场提供的增量信息比较有限，通胀压力保持温和有助于支持市场资金面宽松的合理性，但也不能提供更宽松的条件。**未来的关键变量是稳增长政策带动经济反弹的力度，特别是居民收入增速的修复程度。
- **风险提示：**国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

相关研究报告

《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》20210617
 《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》20210809
 《跨周期的“两阶段宽信用”》20210825
 《单向度的宽信用并不容易》20210908
 《跨周期的长债收益率分析》20210930
 《如何看待“宽松预期落空”》20211021
 《货币条件率先启动》20211111
 《降息的宽信用作用——MLF 降息点评》20220117
 《宽信用趋势进一步明确——LPR 降息点评》20220120
 《通胀压力或被平缓消化——3 月通胀数据点评》20220411
 《如何看待财政货币配合前景》20220531

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

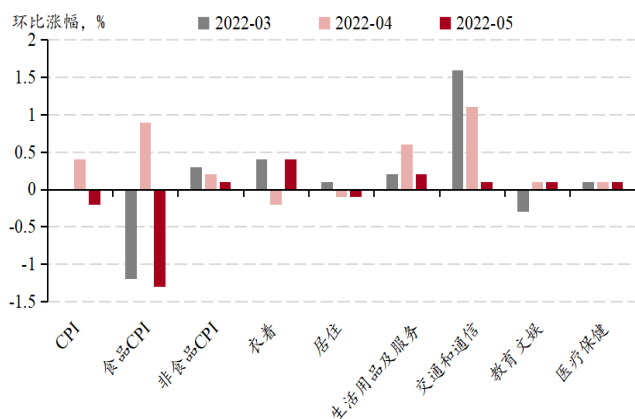
事件：据国家统计局 6 月 10 日发布的数据，2022 年 5 月份全国工业生产者出厂价格指数 PPI 同比上涨 6.4%，环比上涨 0.1%；工业生产者购进价格同比上涨 9.1%，环比上涨 0.5%。1—5 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 8.1%，工业生产者购进价格上涨 10.8%。

5 月份，全国居民消费价格指数 CPI 同比上涨 2.1%。其中，城市上涨 2.1%，农村上涨 2.1%；食品价格上涨 2.3%，非食品价格上涨 2.1%；消费品价格上涨 3.0%，服务价格上涨 0.7%。1—5 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 1.5%。

点评：5 月通胀数据呈现上游价格涨势停滞、下游涨价压力传导不畅的特征。分项来看，食品类 CPI 环比回落 1.3%、其中猪肉价格环比上涨 5.2%。非食品类 CPI 环比温和上涨 0.1%，主要项目涨幅均较为温和，只有年初价格下降的衣着类价格涨幅反弹，环比涨 0.4%；前期上涨较快的交通和通信类价格环比涨幅明显回落至 0.1%，主要反映交通燃料类价格涨幅的回落（环比涨 0.6%）；其他项目中仅衣着类价格在连续两月下滑后反弹 0.4%，涨幅略高。

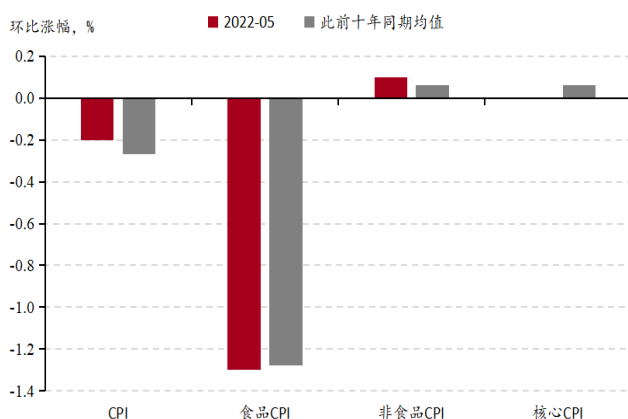
CPI 主要成份变动接近于季节性。此前 10 年（2012 年-2021 年）的 5 月份 CPI 环比涨幅均值约为-0.27%，今年 5 月份该涨幅为-0.2%。其中，食品 CPI 环比降幅略大于此前 10 年同期均值；非食品 CPI 环比涨幅略大于此前 10 年同期均值，考虑到上游价格前期已经累计较大涨幅，其向下游传导的效果仍显偏弱；核心 CPI 环比涨幅为 0，也略低于此前 10 年同期均值。

图表 1. CPI 主要分项环比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

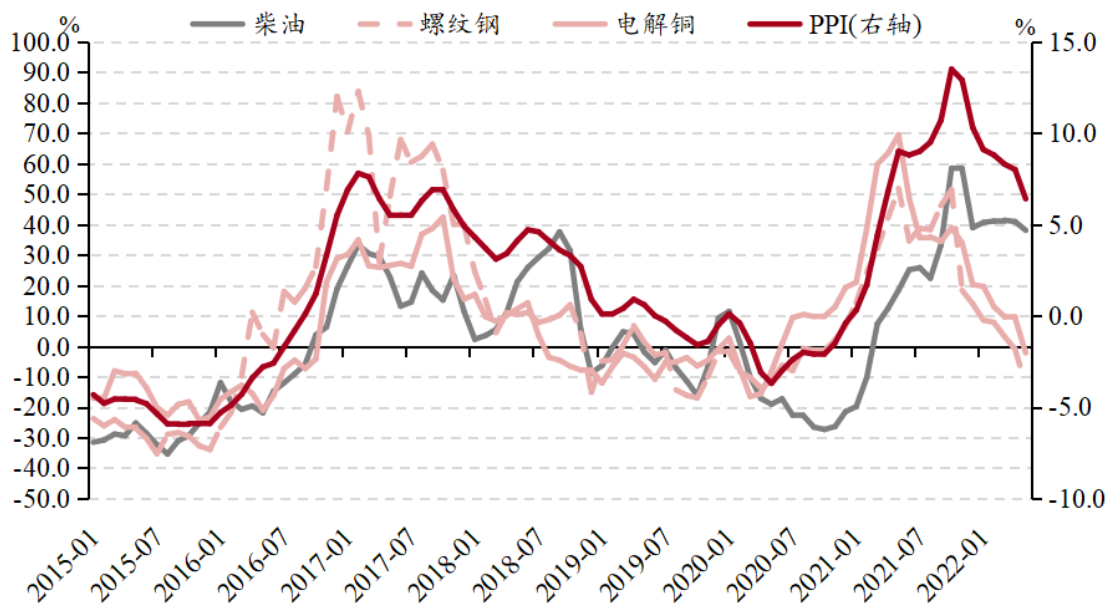
图表 2. CPI 主要成份与季节性对比



资料来源：万得，中银证券。注：核心 CPI 从 2013 年开始公布，因此其历史同期均值取 2013 年到 2021 年数据计算。

上游燃料和原料价格涨势停滞。在国内重要上游工业品价格中，柴油市场价同比涨幅平均从 4 月的 40.9% 小幅降至 38.1%。螺纹钢和电解铜市场价均转为同比下降，分别同比降 13.0% 和 2.2%。而从下游来看，非食品 CPI 中主要项目环比涨价幅度普遍较低，反映前期上游涨价压力未能有效向下游传导。我们曾在前期报告《通胀压力或被平缓消化——3 月通胀数据点评》20220411 中提出，通胀压力终将从上游原材料传导到终端消费品价格的假设可能将面临修正。胀压力或较为平缓的被中下游消化，而不形成终端的剧烈通胀。当前通胀形势正在向着这种假设情景演化。

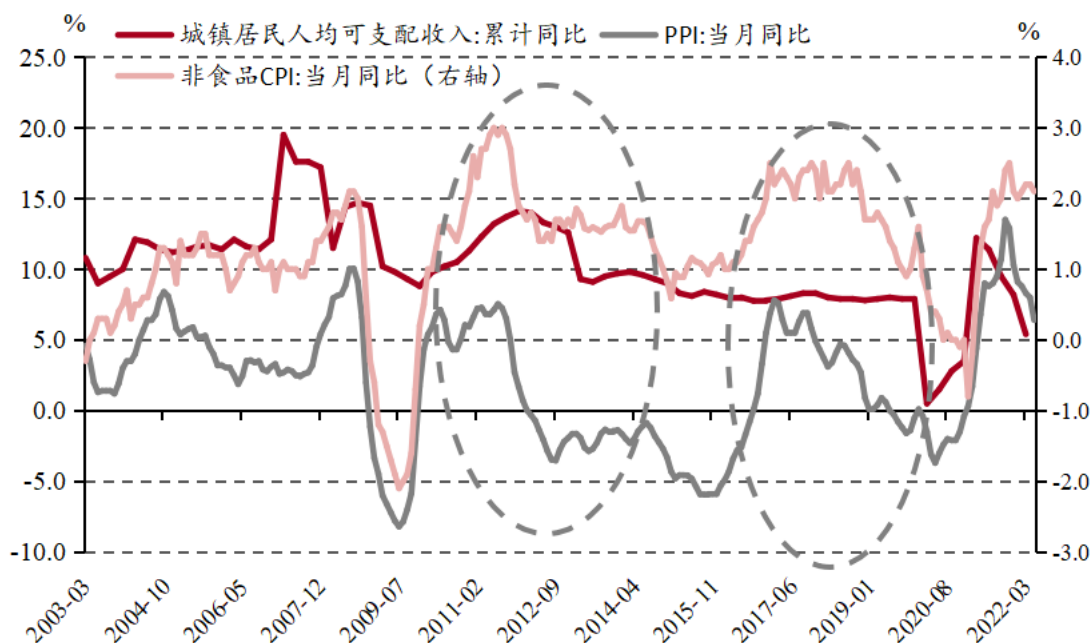
图表 3.重要工业品价格与 PPI 同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

向后看，居民收入增速修复是未来通胀传导效果的关键。从历史数据来看，在 PPI 较快上涨的背景下，非食品 CPI 上涨的高度以及在高点持续的时间或与居民收入增速有关。在 2017 年 PPI 的一轮较快上涨之后，由于城镇居民人均可支配收入的增速持续稳定在同比 8% 左右的水平，即使在 PPI 涨幅回落后，非食品 CPI 涨幅也在较长的时间内保持在 2% 以上。与之相比，在 2010 年-2011 年 PPI 的一轮较快上涨中，尽管非食品 CPI 同比一度冲高至 3% 附近，但随着居民收入增速的冲高回落，非食品 CPI 涨幅也出现较快回落。今年 1 季度城镇居民人均可支配收入的同比增速回落至 5.4%，未来若不出现明显反弹，则不利于通胀压力向终端消费的传导。

图表 4.居民可支配收入增速影响通胀压力传导的效果



资料来源：万得，中银证券。

当前国际商品市场已逐步从供给定价转向需求定价。市场对于全球经济放缓的忧虑已开始影响大宗商品价格上涨态势，有色金属价格近期以回落为主。油价则呈现“增产而涨价”的非典型反应：布鲁塞尔时间5月30日，欧盟峰会第一天达成禁运俄罗斯海运石油出口、不禁运其管道石油出口的共识，只是由于匈牙利反对制裁俄罗斯东正教会大牧首，才使最终方案稍后公布。但从制裁方案成型到6月2日，国际油价整体上回落，布油最低接近112.5美元/桶。北京时间6月2日，OPEC+会议达成决议，同意7、8月均增产64.8万桶/天。但随后油价却震荡走高。

图表 5. 近两周布伦特原油期价走势



资料来源：万得，中银证券

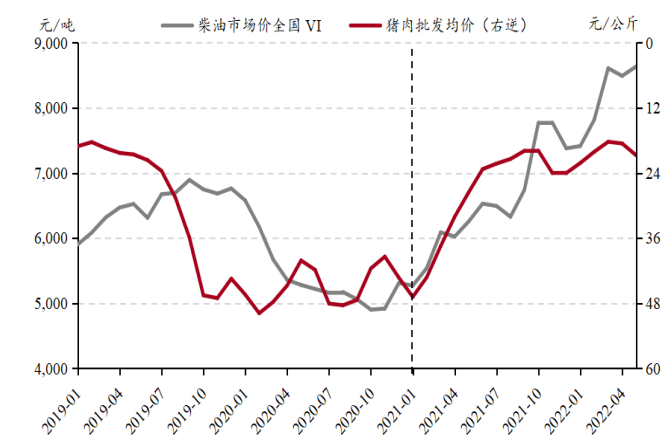
看似削弱供给的事件未抬高油价，看似增加供给的事件又未打压油价，较为合理的解释就是需求面重新成为了主导油价的因素。欧盟部分禁运俄油供给，放大了欧盟经济衰退风险。尽管实际的影响可能有限，因为本轮禁运涉及的是俄罗斯富于弹性的石油供给。海运石油可转而出口未对俄油禁运的新兴市场，而缺乏弹性的管道石油供给不在禁运之列，因而未必真会影响全球石油的总供给。但对衰退风险的忧虑仍会打压油价涨势。反之，OPEC+增产缓释了衰退风险，却有助于维持油价的“慢牛”势头。下一步油价即使仍有上攻空间，预计石油输出国也会更仔细掌握增产节奏，以防止形成美欧过激加息或经济衰退的局面。

预计二三季度国内油价可能缓慢抬升、猪肉价格反弹。从去年的价格基数来看，猪肉价下行和油价上行都是在上半年启动，但猪肉价的调整势头无疑更猛，在2季度末就基本结束陡峭下行。而油价的震荡上行则贯穿全年。按照当前猪肉价格的反弹势头、叠加基数效应，不排除在3季度转为同比上涨。

在翘尾因素影响下，二三季度CPI将保持温和上涨，四季度取决于居民收入增速的修复情况。5月CPI同比涨幅中，翘尾因素约为0.8%，较上月下降0.2个百分点，对冲了新涨价因素的下行。6月—9月CPI翘尾因素将依次达到1.2%、0.9%、0.8%和0.8%。除非新涨价因素继续下行，否则CPI上涨幅度预计仍将保持在2%附近。

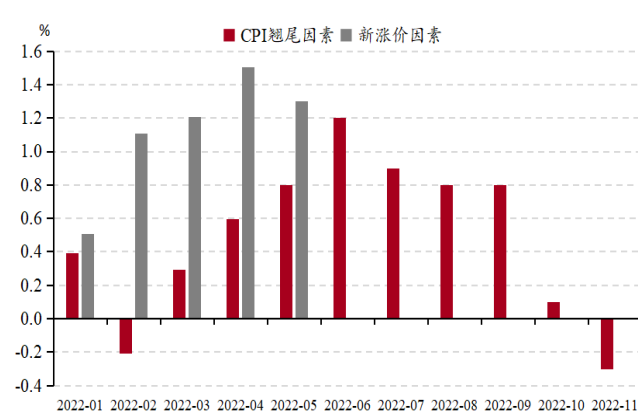
从对债市的影响来看，通胀当前提供的增量信息比较有限。通胀压力保持温和有助于支持市场资金面宽松的合理性，但也不能提供更宽松的条件。未来的关键变量是稳增长政策带动经济反弹的力度，特别是居民收入增速的修复程度。

图表 6. “猪油对冲” 决定近期通胀压力温和但持续



资料来源：万得，中银证券。

图表 7. 二三季度 CPI 翘尾因素仍在较高水平



资料来源：万得，中银证券。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

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_42966

