

2022年05月11日

相关研究

## 证券分析师

秦泰 A0230517080006  
qintai@swsresearch.com  
屠强 A0230521070002  
tuqiang@swsresearch.com

## 联系人

秦泰  
(8621)23297818×7368  
qintai@swsresearch.com

# 囤货暂推升 CPI , 可选消费需求偏弱

## ——通胀数据简析 ( 22.04 )

### 主要内容：

- 22年4月CPI同比2.1%，较3月上行0.6pct，稍高于我们预期（1.9%），主要推升因素是疫情影响下居民囤购食品等物资导致暂时性食品价格普涨，而在PPI同比仍维持8.0%左右高位的背景下，制成品消费品CPI涨幅却明显收窄，或显示疫情对可选商品消费需求也形成偏弱压制。
- **疫情影响扩大，多地居民囤购食品等生活物资，加之物流运转效率下降，猪肉价格恢复性上涨，4月食品价格涨幅超预期，是CPI稍高于我们预期的主要原因。**4月食品CPI环比0.9%，同比上行3.4pct至1.9%，超出我们预期的幅度。本轮上海疫情持续时间较长，多地封控期间居民预防性囤购食品等生活物资，加之物流效率下降，叠加全球粮价上涨、国内小麦等粮食供给阶段性偏紧的影响，4月粮食、食用油、鲜菜价格涨幅均高于季节性水平。此外适逢猪肉进入供给收缩周期，收储持续进行以改善肉价过低，4月下旬以来猪肉价格加速上涨，4月环涨1.5%也强于季节性，但整体上今年猪肉价格周期上行幅度较为温和，符合我们此前预期。
- **非食品CPI中，服务涨幅在疫情影响下持续缺乏上行动能；同时尽管PPI超预期走强，4月CPI中制成品消费品却未能传导，显示疫情对可选商品消费需求也形成阶段性的抑制。**4月服务CPI同比回落0.3个百分点至0.8%，环比0.1%弱于季节性，疫情和防控政策的升级令居民租房和服务消费需求受到影响，租房房租环比（-0.2%）、其他服务环比（0.2%）均弱于正常4月涨幅，服务价格走势符合预期。而尽管PPI同比仍维持于8.0%左右，显著高于我们预期，但未能如此前数月一样较为畅通地传导至制成品消费品CPI，我们测算的4月制成品消费品CPI环比仅温和上涨0.1%，回落至季节性水平，低于我们预期。疫情和防控升级不仅冲击服务消费，对于可选商品消费需求也形成阶段性的抑制。国际原油价格上涨通过成品油定价机制直接传导至交通工具用燃料项，当月环比涨幅达到2.7%。
- **PPI涨幅大超预期，考虑到3-4月间原油价格高位徘徊，对环比涨幅贡献并未超出预测幅度，环保要求强化、煤炭供给短期偏紧构成PPI超预期走强的主要原因。**我国PPI主要由两大价格传导链条共同驱动，其中原油石化产业链主要传导稍早半个月到一个月的国际原油价格，考虑到3-4月原油价格高位徘徊，并未如俄乌冲突初期一样进一步大幅上冲，这一链条对4月PPI环比的贡献约0.1个百分点，符合预期。而在国内供需定价为主的煤炭冶金产业链上，尽管保供稳价措施持续落地，但中央生态环境保护督察4月集中开展督查工作，可能一定程度导致煤炭供给短期偏紧，煤炭冶金产业链涨价拉动整体PPI环比0.4个百分点，超出我们预期0.3个百分点。
- **CPI趋势不强，PPI下行不快，两者之间再度形成反向对比，凸显疫情影响下消费需求暂时性走低，而煤炭等大宗商品保供稳价仍任重道远。**4月CPI尽管稍超预期，但源于疫情冲击下居民短暂的囤货需求的拉动，这一因素是不可持续的，而可持续性更强的服务消费、可选商品消费动能再遭削弱，可能导致全年CPI涨幅稍低于疫情前市场预期。初步预计5月CPI同比约2.2%左右，全年CPI同比均值或仍仅有2.0%左右的温和上涨。PPI方面，二季度国际原油价格在俄乌冲突持续蔓延所导致的原油供给不确定性的驱动下仍将维持高位，三季度后若美国页岩油产出增加，则可能带动油价趋势性扭转，而煤炭等国内大宗商品保供稳价仍任重道远，政府工作报告已经对今年能耗控制要求给出相当大的灵活性，但全球油气供给紧张的局面也正在导致全球煤炭资源价格外溢性上涨，进口煤炭成本提升的背景下，相信国内供给能力有望迎来进一步提升，从而有望避免在疫情已经对工业生产和消费需求形成冲击的背景下、煤炭价格持续过高而进一步导致工业生产雪上加霜的局面。



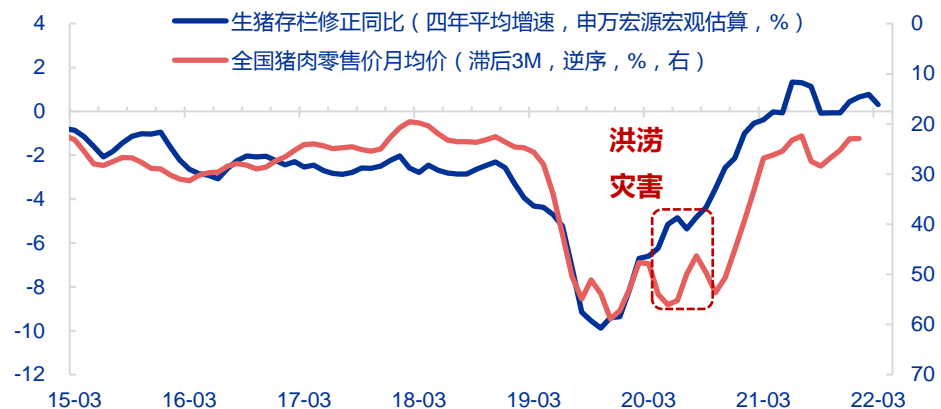
申万宏源研究微信服务号

22年4月CPI同比2.1%，较3月上行0.6pct，稍高于我们预期(1.9%)，主要推升因素是疫情影响下居民囤购食品等物资导致暂时性食品价格普涨，而在PPI同比仍维持8.0%左右高位的背景下，制成品消费品CPI涨幅却明显收窄，或显示疫情对可选商品消费需求也形成偏弱压制。

### 一、疫情影响扩大，多地居民囤购食品等生活物资，加之物流运转效率下降，猪肉价格恢复性上涨，4月食品价格涨幅超预期，是CPI稍高于我们预期的主要原因

4月食品CPI环比0.9%，同比上行3.4pct至1.9%，超出我们预期的幅度。本轮上海疫情持续时间较长，多地封控期间居民预防性囤购食品等生活物资，加之物流效率下降，叠加全球粮价上涨、国内小麦等粮食供给阶段性偏紧的影响，4月粮食CPI(环涨0.7%)、食用油CPI(环涨0.5%)、鲜菜CPI(环跌-3.5%)价格涨幅均高于季节性水平。此外适逢猪肉进入供给收缩周期，收储持续进行以改善肉价过低，4月下旬以来猪肉价格加速上涨，4月环涨1.5%也强于季节性，但整体上今年猪肉价格周期上行幅度较为温和，符合我们此前预期。

图1：生猪存栏增速领先猪肉价格变化约1个季度

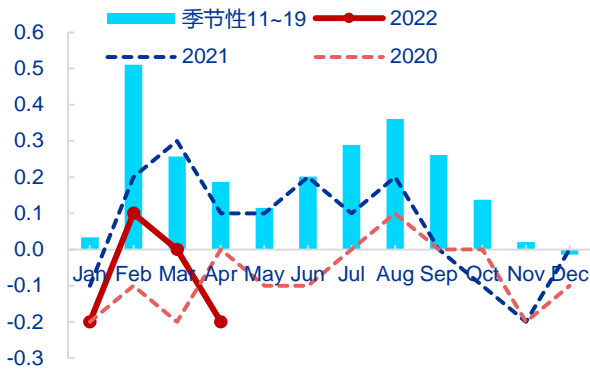


资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 二、非食品CPI中，服务涨幅在疫情影响下持续缺乏上行动能；同时尽管PPI超预期走强，4月CPI中制成品消费品却未能传导，显示疫情对可选商品消费需求也形成阶段性的抑制

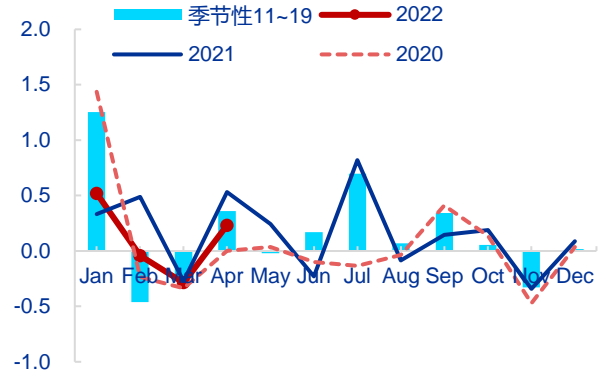
4月服务CPI同比回落0.3个百分点至0.8%，环比0.1%弱于季节性，疫情和防控政策的升级令居民租房和服务消费需求受到影响，租赁房房租环比(-0.2%)、其他服务环比(0.2%)均弱于正常4月涨幅，服务价格走势符合预期。而尽管PPI同比仍维持于8.0%左右，显著高于我们预期，但未能如此前数月一样较为畅通地传导至制成品消费品CPI，我们测算的4月制成品消费品CPI环比仅温和上涨0.1%，回落至季节性水平，低于我们预期。疫情和防控升级不仅冲击服务消费，对于可选商品消费需求也形成阶段性的抑制。国际原油价格上涨通过成品油定价机制直接传导至交通工具用燃料项，当月环比涨幅达到2.7%。

图 2：租赁房房租 CPI 环比与季节性 (%)



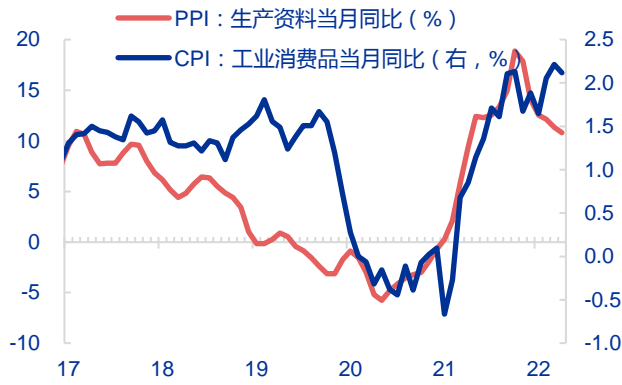
资料来源：CEIC，申万宏源研究，注：1-3 月季节性为往年春节在 1 月的环比均值

图 3：其他服务 CPI 环比与季节性 (%)



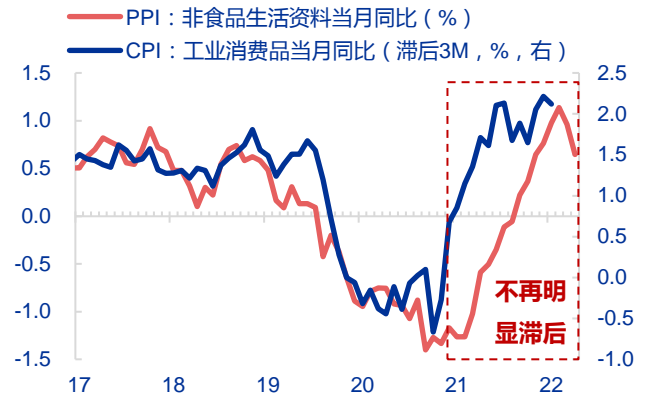
资料来源：CEIC，申万宏源研究，注：1-3 月季节性为往年春节在 1 月的环比均值

图 4：工业消费品 CPI 与生产资料 PPI



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：工业消费品 CPI 与非食品生活资料 PPI



资料来源：CEIC，申万宏源研究

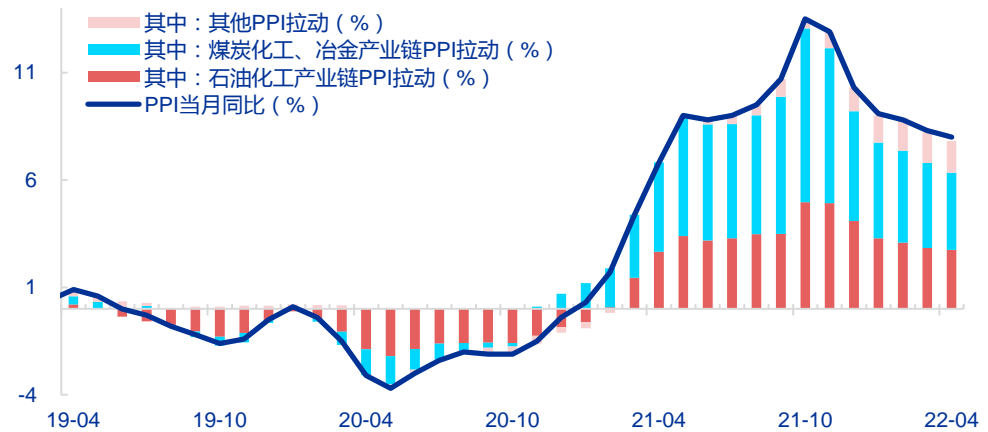
### 三、PPI 涨幅大超预期，考虑到 3-4 月间原油价格高位徘徊，对环比涨幅贡献并未超出预测幅度，环保要求强化、煤炭供给短期偏紧构成 PPI 超预期走强的主要原因

我国 PPI 主要由两大价格传导链条共同驱动，其中原油石化产业链主要传导稍早半个月到一个月的国际原油价格，考虑到 3-4 月原油价格高位徘徊，并未如俄乌冲突初期一样进一步大幅上冲，这一链条对 4 月 PPI 环比的贡献约 0.1 个百分点，符合预期。3 月中旬以来国际油价虽由高点有所回落，但均价仍偏高，继续推升石化产业链 PPI，拉动整体 PPI 环比 0.1 个百分点。石油和天然气开采业 PPI 环比 (1.2%)。

而 PPI 另一主要传导链条——在国内供需定价为主的煤炭冶金产业链上，尽管保供稳价措施持续落地，但中央生态环境保护督察 4 月集中开展督查工作，可能一定程度导致煤炭供给短期偏紧，煤炭化工、冶金产业链涨价拉动整体 PPI 环比 0.4 个百分点，超出我们预期 0.3 个百分点。受供给短期偏紧影响，4 月焦炭价格指数环比涨 12.4%。一方面导致石油和煤炭加工业 PPI 环比 (3.5%)、化学原料制品 (1.4%) 涨幅均明显超过上游石油开采业 PPI (1.2%)，再次出现了 21 年二季度以来煤炭价

格飙升推动煤化工产业链 PPI 的类似现象，**拉动整体 PPI 环比 0.2 个百分点**。另一方面，煤炭冶金产业链 PPI 也有所上行，煤炭开采业 PPI ( 2.5% )、黑色金属冶炼 PPI ( 1.8% ) 均小幅环涨，整体煤炭冶金产业链 PPI 也拉动全部工业品 PPI 环比 0.2 个百分点，**两者共同拉动整体 PPI 环比 0.4 个百分点**，而下游及生活资料继续拉动整体 PPI 环比 0.1 个百分点。

**图 6：PPI 同比贡献拆分：石油化工产业链 PPI 高基数下延续高位**

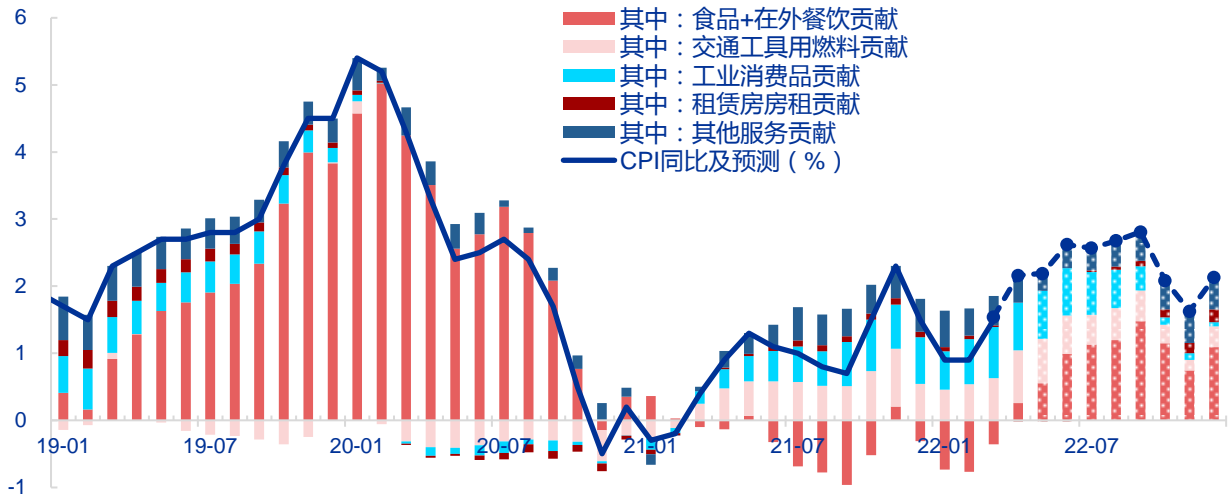


资料来源：CEIC，申万宏源研究

**四、CPI 趋势不强，PPI 下行不快，两者之间再度形成反向对比，凸显疫情影响下消费需求暂时性走低，而煤炭等大宗商品保供稳价仍任重道远。**

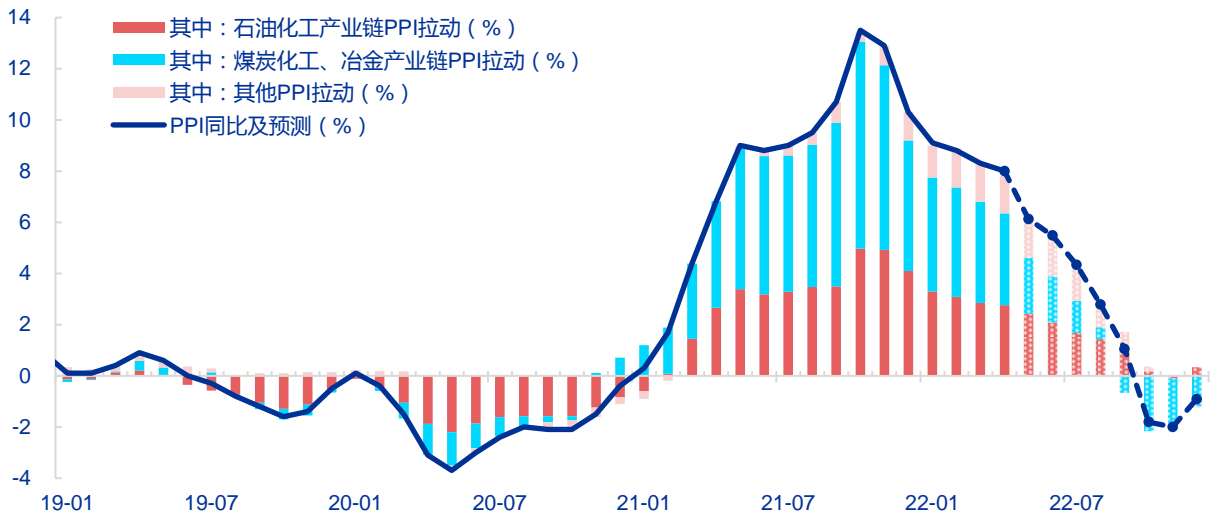
4 月 CPI 尽管稍超预期，但源于疫情冲击下居民短暂的囤货需求的拉动，这一因素是不可持续的，而可持续性更强的服务消费、可选商品消费动能再遭削弱，可能导致全年 CPI 涨幅稍低于疫情前市场预期。初步预计 5 月 CPI 同比约 2.2% 左右，全年 CPI 同比均值或仍仅有 2.0% 左右的温和上涨。PPI 方面，二季度国际原油价格在俄乌冲突持续蔓延所导致的原油供给不确定性的驱动下仍将维持高位，三季度后若美国页岩油产出增加，则可能带动油价趋势性扭转，而煤炭等国内大宗商品保供稳价仍任重道远，政府工作报告已经对今年能耗控制要求给出相当大的灵活度，但全球油气供给紧张的局面也正在导致全球煤炭资源价格外溢性上涨，进口煤炭成本提升的背景下，相信国内供给能力有望迎来进一步提升，从而有望避免在疫情已经对工业生产和消费需求形成冲击的背景下、煤炭价格持续过高而进一步导致工业生产雪上加霜的局面。

图 7：CPI “五分法” 及 2022 年预测 (%)：预计 2022 年全年 CPI 同比均值 2.0%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：PPI “双主线” 及 2022 年预测



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swyhsc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swyhsc.com

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。