



## 价格数据简评

### CPI 延续回升，通胀压力可控

本月 CPI 和 PPI 数据虽然有所上行，但核心通胀有小幅回落，显示导致本月通胀上行的最主要因素仍是食品为主。从高频数据来看，短期内猪肉价格仍将对 CPI 持续形成正面影响，预计 5 月份 CPI 仍然可能有小幅上行，保持在 2.5%-3.0% 区间。

- 本月 CPI 和 PPI 数据虽然有所上行，但核心通胀有小幅回落，显示导致本月通胀上行的最主要因素仍是食品为主。从高频数据来看，短期内猪肉价格仍将对 CPI 持续形成正面影响，预计 5 月份 CPI 仍然可能有小幅上行，保持在 2.5%-3.0% 区间。
- 3 月份 PPI 的回升略超预期，但进入 5 月份以来，国际油价波动出现明显加大，价格下行明显。同时叠加 5 月份 PPI 翘尾因素将有所下行，我们判断 PPI 同比在 5 月份或将有小幅回落。整体来看，一季度根据统计局公布的 GDP 平减指数大幅回落至 1.35%，较去年同期下行近 200BP，二季度可能有所回升但仍维持低位，对实体经济来说实际利率目前处于被动上升阶段。
- 货币政策方面，近期市场对于货币政策的判断分歧明显加大且预期相当不稳。继 4 月份央行对流动性缺口的对冲缩量，两次对降准进行辟谣后；5 月上旬央行公布对中小银行进行定向降准，同时市场短端资金利率出现大幅下行，隔夜利率突破 2015 年低点。我们认为货币政策短期内暂时从偏松回归至中性，超储率中枢水平由此前的 1.7%-1.8% 回落在 1.5% 附近。通胀虽有所上行但对实体经济来说实际利率还处于被动上升阶段，且预计央行对于食品驱动的价格波动有一定容忍度，因此判断货币政策暂时尚不具备收紧条件。

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: 宏观经济

固定收益研究

崔灼驹

(8610)66229367

zhuoju.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

## CPI 有上行空间，但通胀压力仍可控

### 事件：

国家统计局网站 5 月 9 日显示，2019 年 4 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.5%。其中，城市上涨 2.5%，农村上涨 2.6%；食品价格上涨 6.1%，非食品价格上涨 1.7%；消费品价格上涨 2.9%，服务价格上涨 2.0%。2019 年 4 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 0.9%，环比上涨 0.3%；工业生产者购进价格同比上涨 0.4%，环比下降 0.1%。1-4 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 0.3%，工业生产者购进价格上涨 0.2%。

食品价格环比下降 0.1%，同比上涨 6.1%；前值分别为环比下降 0.9%和同比上涨 6.1%。鲜菜价格维持高位，环比下降 4.5%，同比增长 17.4%；鲜果价格环比上涨 2.6%，同比上涨 11.9%。猪肉价格受非洲猪瘟影响，环比增长 1.6%，同比大幅上涨 14.4%，前值分别为环比增长 1.2%和同比上涨 5.1%，猪肉价格对 CPI 同比的拉动作用逐步显现。

非食品方面，非食品整体 4 月份环比上涨 0.1%，同比增长 1.7%，前值分别为环比下降 0.2%和同比增长 1.8%。受节假日影响，出行人数增多，飞机票、景点门票和旅行社收费价格环比分别上涨 10.5%、3.5%和 1.6%。4 月份发改委进行了两次油价上调，但汽油和柴油价格环比仍分别下降 0.4%和 0.3%。

PPI 方面，4 月 PPI 环比上涨 0.3%，同比上涨 0.9%，前值为环比上涨 0.1%同比上涨 0.4%。PPIRM4 月环比下降 0.1%，同比上涨 0.4%。生产资料环比上涨 0.4%，同比上涨 0.9%；生活资料环比上涨 0.2%，同比上涨 0.9%。分上下游看，采掘工业、原材料工业和加工工业环比分别上涨 0.8%、上涨 0.5%和上涨 0.3%。在主要行业中，涨幅扩大的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 2.1%，比上月扩大 1.0 个百分点；农副食品加工业，上涨 0.2%，扩大 0.1 个百分点。涨幅回落的有石油和天然气开采业，上涨 3.6%，回落 2.0 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 1.3%，回落 1.0 个百分点。由降转涨的有化学原料和化学制品制造业，上涨 0.3%；非金属矿物制品业，上涨 0.1%。降幅扩大的有燃气生产和供应业，下降 1.4%，扩大 1.1 个百分点；煤炭开采和洗选业，下降 0.5%，扩大 0.4 个百分点。

### 综合考虑：

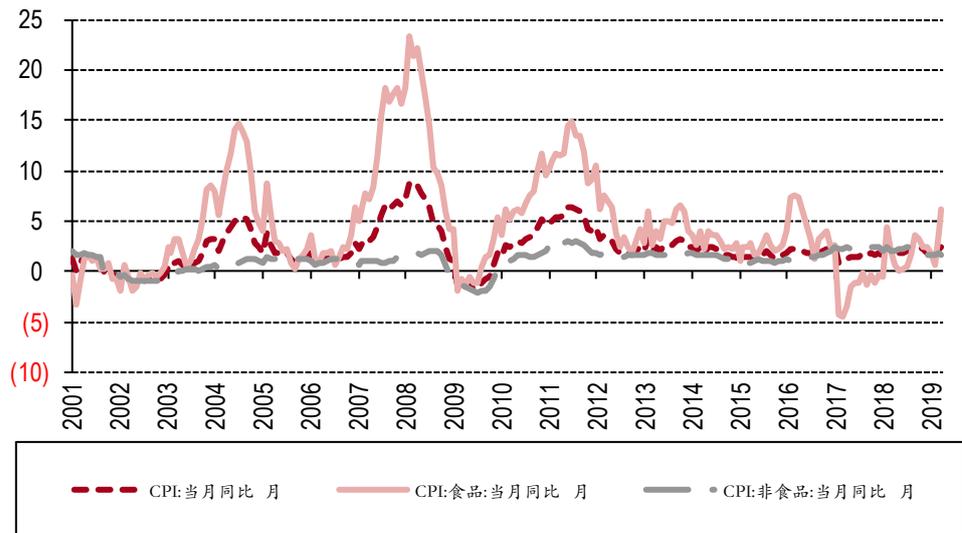
本月 CPI 和 PPI 数据虽然有所上行，但核心通胀有小幅回落，显示导致本月通胀上行的最主要因素仍是食品为主。从高频数据来看，短期内猪肉价格仍将对 CPI 持续形成正面影响，预计 5 月份 CPI 仍然可能有小幅上行，保持在 2.5%-3.0% 区间。

3 月份 PPI 的回升略超预期，但进入 5 月份以来，国际油价波动出现明显加大，价格下行明显。同时叠加 5 月份 PPI 翘尾因素将有所下行，我们判断 PPI 同比在 5 月份或将有小幅回落。整体来看，一季度根据统计局公布的 GDP 平减指数大幅回落至 1.35%，较去年同期下行近 200BP，二季度可能有所回升但仍维持低位，对实体经济来说实际利率目前处于被动上升阶段。

货币政策方面，近期市场对于货币政策的判断分歧明显加大且预期相当不稳。继 4 月份央行对流动性缺口的对冲缩量，两次对降准进行辟谣后；5 月上旬央行公布对中小银行进行定向降准，同时市场短端资金利率出现大幅下行，隔夜利率突破 2015 年低点。我们认为货币政策短期内暂时从偏松回归至中性，超储率中枢水平由此前的 1.7%-1.8% 回落在 1.5% 附近。通胀虽有所上行但对实体经济来说实际利率还处于被动上升阶段，且预计央行对于食品驱动的价格波动有一定容忍度，因此判断货币政策暂时尚不具备收紧条件。

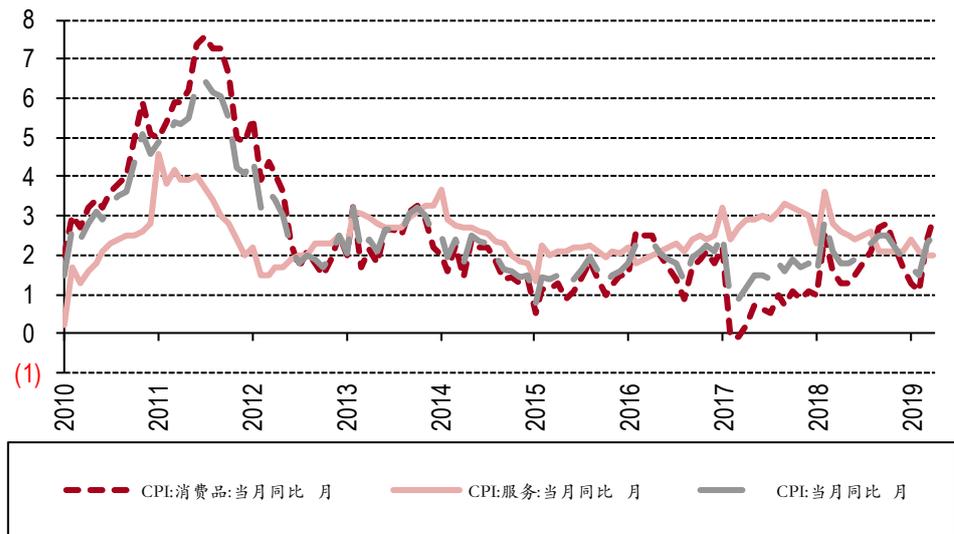
对债券市场来说，本周受到海外贸易摩擦、出口数据大幅回落及央行定向降准的影响，利率出现大幅下行。对于投资者来说，部分海外因素较难做出准确判断，即便能够看清核心问题和趋势方向，也很难就时点有精确的把握，因此不妨将重点放在二级市场为何会对此类事件反映如此敏感之上。我们认为主要原因在于前月市场存在过度悲观，尽管在 4 月份能够看到经济数据企稳与货币政策边际收紧的迹象，但现券调整幅度也仍有过度调整之嫌。我们认为短期来看二季度市场仍以箱体震荡为主：1、在政策利率不进行下调的情况下，资金利率中枢难有下行空间，长端利率突破前期低点仍动力不足；2、虽然五一节后短端资金利率下行非常明显，但由于 5 月份仍有企业所得税汇算清缴，流动性缺口不低，预计中下旬市场利率还将回归到政策利率之上。

图表 1 CPI 同比



资料来源：万得，中银国际证券

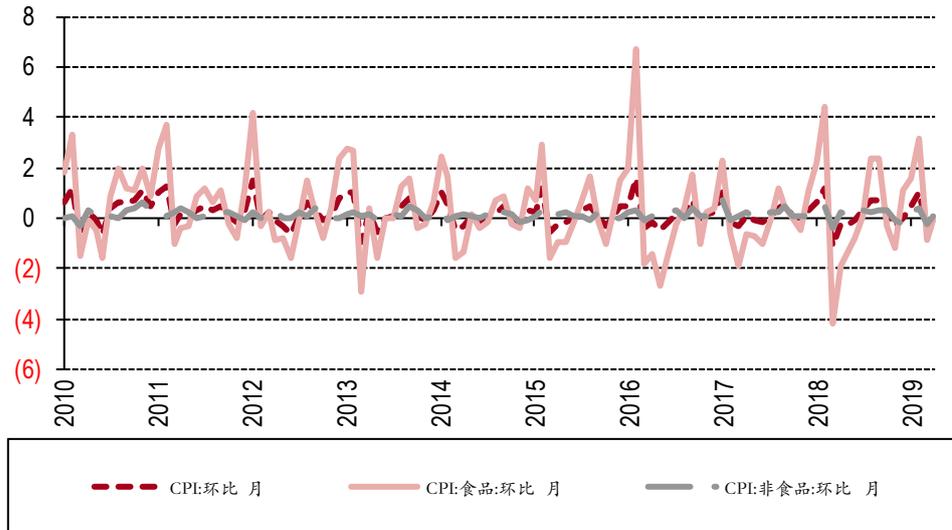
图表 2.CPI 消费&服务



资料来源：万得，中银国际证券

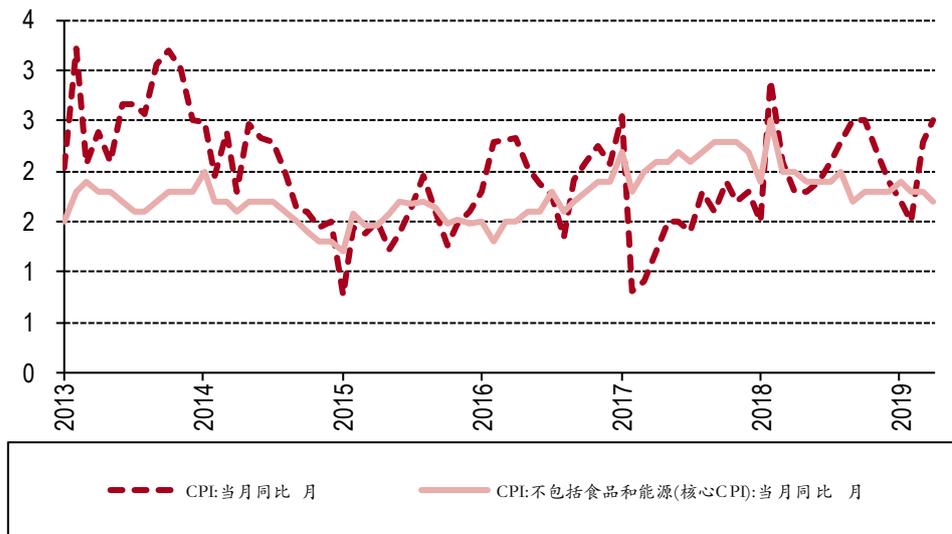


图表 3. CPI 环比



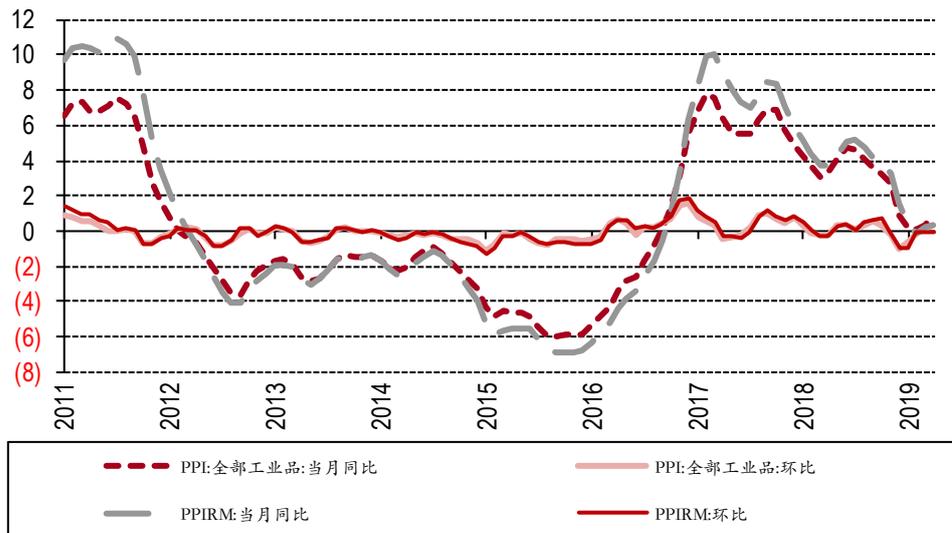
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 核心通胀



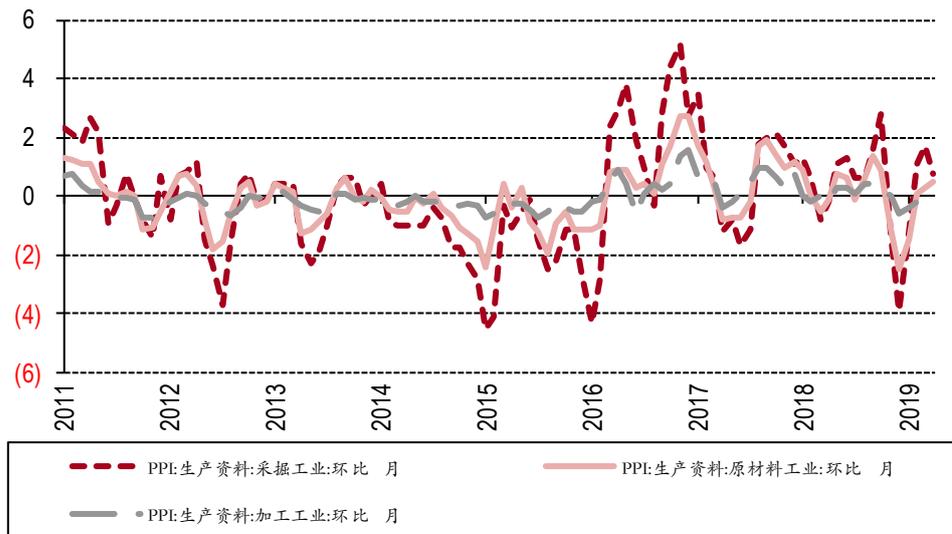
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 5 PPI&PIRM



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6.PPI 环比



资料来源：万得，中银国际证券

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\\_12650](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12650)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>