



证券研究报告·宏观研究报告

2020年5月15日

首创宏观“茶”：

CPI 当月同比与 PPI 当月同比双双下行，通胀不是 6 月货币政策掣肘

——4 月通胀数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 4 月 CPI 当月同比 3.30%，预期 3.70%，前值 4.30%；4 月 PPI 当月同比-3.10%，预期-2.60%，前值-1.50%；4 月 PPIRM 当月同比-3.80%，前值-1.60%。我们点评如下：
- 一、3 对 6 因素共振，拉动 CPI 当月同比下行；
- 二、5 月 PPI 当月同比大概率继续下行；
- 三、6 月货币政策大概率继续延续宽松态势。

目录

一、3对6因素共振，拉动CPI当月同比下行.....	4
二、5月PPI当月同比大概率继续下行.....	6
三、6月货币政策大概率继续延续宽松态势.....	9

图表目录

图 1：4 月 CPI 当月同比创近 7 个月新低（%）	4
图 2：猪肉价格冲高回落与国际油价失速下探产生共振（%）	6
图 3：4 月采掘工业跌至原材料工业、加工工业之下，符合预期（%）	8
图 4：国际油价同比、CRB 指数同比领先 PPI 当月同比 1-2 个月（%）	9
图 5：工业企业亏损企业亏损额累计同比与亏损家数累计同比创新高（%）	11

事件：4月CPI当月同比3.30%，预期3.70%，前值4.30%；4月PPI当月同比-3.10%，预期-2.60%，前值-1.50%；4月PPIRM当月同比-3.80%，前值-1.60%。

点评：

一、3对6因素共振，拉动CPI当月同比下行

4月CPI当月同比为3.30%，低于预期0.4个百分点，较1月5.40%的高点单边累计下行2.1个百分点，创近7个月新低。其中，食品CPI当月同比为14.80%，较前值下行3.50个百分点，创近7个月新低；非食品CPI当月同比为0.40%，较前值下行0.30个百分点，创2009年8月以来新低。与之相对应的是，消费品CPI当月同比为4.70%，较前值下行1.50个百分点，创近7个月新低；服务CPI当月同比为0.90%，较前值下行0.20个百分点，为2010年2月以来次低。剔除掉食品与能源的核心CPI当月同比为1.10%，较前值下行0.10个百分点，为2013年1月有数据记录以来的次低。

图1：4月CPI当月同比创近7个月新低（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

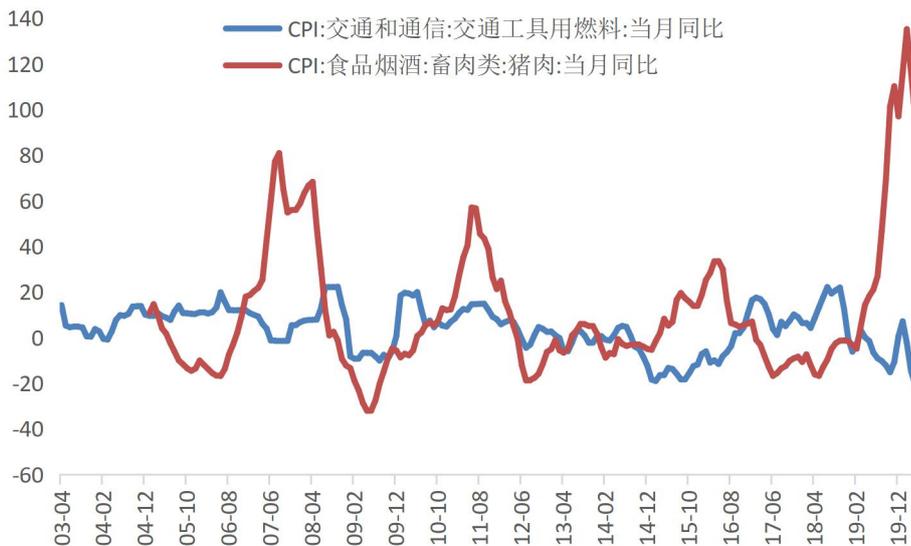
从八大分项看，5升3降。其中，食品烟酒、其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐、生活用品及服务CPI当月同比分别为11.30%、4.80%、2.20%、2.00%、0.10%，分别较前值下行2.30、0.50、0、0.50、0.20个百分点。其中，生活用品及服务持平于2020年2月，录得2010年7月以来低点。交通和通信、衣着、居住的CPI当月同比分别为-4.90%、-0.40%、-0.30%，分别较前值下行1.10、0.10、0.20个百分点。其中，交通和通信录得2001年1月以来最低值；衣着连续2个月运行在负值区间，创2010年12月

以来新低；居住连续2个月运行在负值区间，创2009年12月以来新低。4月CPI当月同比8大分项的显著特征是，仅医疗保健这一项持平于前值，其余7大分项均较前值下行，表明实体经济需求依旧疲软。

在31个最细项上，猪肉、牛肉、羊肉、食用油、旅游、家庭服务CPI当月同比分别为96.90%、20.50%、11.50%、5.60%、5.60%、3.20%，分别较前值上行-19.50、-1.20、-0.60、-0.10、-2.70、0.10个百分点，是4月CPI上行的主要贡献项，而交通工具用燃料、鲜果、鲜菜、蛋类、通信工具、家用器具、交通工具CPI当月同比分别为-20.50%、-10.50%、-3.70%、-2.70%、-2.30%、-2.00%、-2.00%，分别较前值上行-5.90、-4.40、-3.60、-4.60、1.00、-0.40、-0.20个百分点。

4月CPI当月同比较前值大幅下行1.0个百分点，降幅高达23.26%，是多因素共振的结果。我们认为存在3对6个因素的共振：第一对共振来自实体经济基本面，是供给增加与需求低迷之间的共振。供给方面，3月工业增加值当月同比录得-1.10%，基本恢复至去年同期水平，但是需求方面，社会消费品零售总额当月同比仅录得-15.80%，可见生产恢复的速度远快于需求恢复的速度，体现为3月工业企业产成品存货累计同比较前值上行6.20个百分点至14.90%，创2014年10月以来新高。在供求机制以及价格机制的作用下，商品的价格承压下行，体现为4月CPI当月同比较前值下行。第二对共振来自CPI当月同比的结构方面，是猪肉价格冲高回落与国际油价失速下探之间的共振。猪肉价格从2020年2月17日50.80元/公斤的高点持续回落，截至5月13日下行至40.73元/公斤，降幅高达19.82%，拖累猪肉CPI当月同比下行19.50个百分点，而受新冠肺炎疫情以及OPEC+减产失败的影响，4月国际油价失速下跌，WTI原油5月合约跌至-40.32美元/桶的历史低位，拖累交通工具用燃料CPI当月同比创2003年4月有数据记录以来新低。第三对共振来自CPI当月同比的技术面，是基数效应与翘尾同比因素之间的共振。2019年3月、4月CPI当月同比分别为2.30%、2.50%，而2020年CPI当月同比翘尾因素分别为3.34%、3.24%。一方面，基数上行0.20个百分点利空4月CPI当月同比，另一方面，翘尾因素下行0.10个百分点利空4月CPI当月同比。

图 2：猪肉价格冲高回落与国际油价失速下探产生共振 (%)



资料来源：wind，首创证券研究发展部

在“稳健的货币政策要更加灵活适度”的主基调下，货币政策的“三支箭”，即降准、降息、再贷款，大概率推动M2同比与社会融资规模存量同比保持较高增速。对于CPI当月同比的走势，目前市场关注的焦点是，M2同比与社会融资规模存量同比保持较高增速，是否在货币层面推升CPI当月同比，毕竟根据弗里德曼的理论，“通货膨胀是一种货币现象”。对此，我们认为不必过分担忧，因为本轮M2同比与社会融资规模存量同比的上升，是在1季度GDP增速“断崖式”下跌的背景下出现的，是“科学稳健把握逆周期调节力度”的必然选择。从历史经验看，M2当月同比与CPI当月同比并不存在拉动效应，相反，二者背离的时间居多，如2003年8月至2013年10月期间，在长达10多年的时间里，M2当月同比与CPI当月同比呈负相关关系。期间CPI当月同比的拐点略早于M2同比，其背后的宏观逻辑是，宏观经济基本面下行在需求端拖累CPI当月同比，而为刺激宏观经济，央行加大包括推升M2同比在内的货币政策逆周期调节力度。单就走势而言，CPI当月同比是M2同比的先行指标，但就本质而言，背后的共同驱动因素是宏观经济基本面。因此，不论是从历史走势上看，还是从宏观传导机理上看，M2同比上升并不必然导致CPI当月同比的上升。在运用“通货膨胀是一种货币现象”这一西方经济学理论分析我国经济现象时，我们应注意这一点。

二、5月PPI当月同比大概率继续下行

4月PPI当月同比-3.10%，低于预期0.50个百分点，较前值大幅下行1.60个百分点，创2016年5月以来新低；4月PPI累计同比-

1.20%，较前值下行0.60个百分点，创2017年1月以来新低。从结构上看，生产资料PPI当月同比-4.50%，较前值大幅下行2.10个百分点，创2016年4月以来新低；生活资料PPI当月同比0.90%，较前值下行0.30个百分点，创近8个月新低。生产资料PPI当月同比中，采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为-11.60%、-8.80%、-2.20%，分别较前值下行7.60、3.60、1.00个百分点。生活资料PPI当月同比中，食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI当月同比分别为3.70%、-0.60%、-0.10%、-1.70%，分别较前值上行-0.80、-0.10、-0.20、0.20个百分点。其中，衣着类连续5个月位于负值区间，且持续下探，创2009年11月以来新低，而一般日用品类则在2016年6月以来首次跌至负值区间。

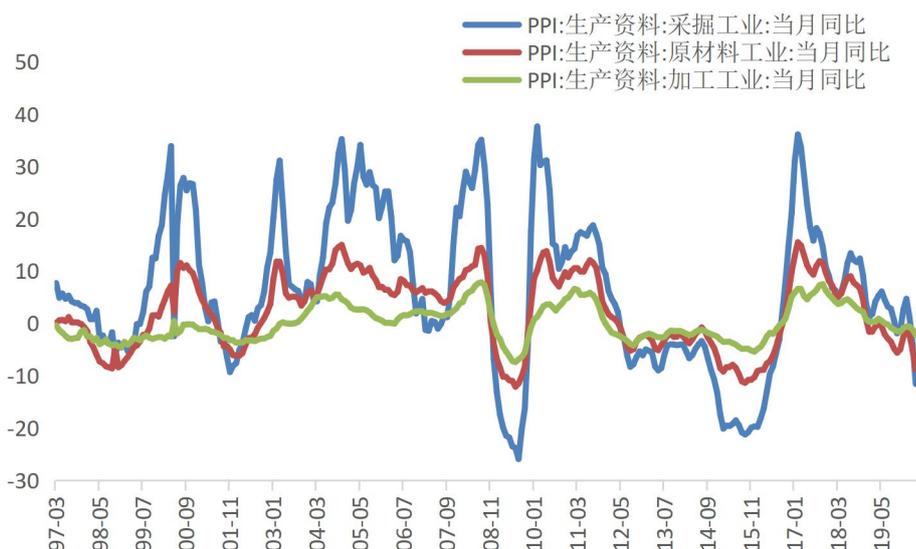
从15个工业部门看，食品工业、文教艺术用品工业、皮革工业PPI当月同比分别为4.00%、0.80%、0.50%，分别较前值下行0.60、0、0.30个百分点。其余12个工业部门均录得负值，其中，石油工业PPI当月同比较前值下行13.50个百分点，仅录得-25.60%，创2015年11月以来新低，在其带动下，煤炭及炼焦工业、化学工业、纺织工业、冶金工业PPI当月同比分别录得-6.60%、-5.70%、-4.80%、-4.60%，分别较前值下行1.70、2.10、1.40、2.40个百分点，此外，建筑材料工业、森林工业PPI当月同比分别录得-0.80%、-0.20%，分别自2016年9月、2016年6月以来首次进入负值区间。

从39个工业行业看，农副食品加工业、金属制品机械和设备修理业、黑色金属矿采选业、文教工美体育和娱乐用品制造业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业分别录得6.20%、4.60%、4.30%、3.30%、2.10%、1.60%，分别较前值上行-0.50、0.50、-2.30、0.20、0、-0.40个百分点；石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业分别录得-51.40%、-19.80%、-17.70%、-8.30%、-7.30%、-6.00%，分别较前值下行29.70、9.20、5.30、3.00、3.40、2.50个百分点。

在2月通胀数据点评《“猪油共振向上”几无可能，2季度货币政策宽松力度料将持续加大（20200312）》中，我们指出，“关于生产资料PPI当月同比及其三个细项，可以观察到的一个经验规律是：在生产资料PPI当月同比处于周期底部时，采掘工业PPI当月同比低于原材料工业、加工工业PPI当月同比，而在生产资料PPI当月同比处于周期顶部时，采掘工业PPI当月同比高于原材料工业、加工工业PPI当月同比。目前采掘工业PPI当月同比的取值高于原材料工业、加工工业，这也意味着生产资料PPI当月同比

尚未触底，或者说PPI当月同比尚未触底。我们认为后期PPI当月同比大概率继续下行，直到采掘工业PPI当月同比低于原材料工业、加工工业PPI当月同比”。行至5月12日，4月采掘工业PPI当月同比跌至原材料工业、加工工业PPI当月同比之下，符合我们的预期，与此同时，4月PPI当月同比在3月的基础上大幅下行1.60个百分点，在趋势上同样符合我们的预期。

图 3：4 月采掘工业跌至原材料工业、加工工业之下，符合预期（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

基于此，我们认为PPI当月同比大概率已经进入底部区间。短期内需要回答的问题是，5月PPI当月同比会不会继续下行？我们的回答是，5月PPI当月同比大概率继续下行。我们做出这一判断的依据主要有三点。首先，5月PPI翘尾同比录得-0.50%，较4月下行0.20个百分点，且是年内低点，而PPI当月同比与其翘尾因素高度正相关；二是从先行指标看，CRB指数当月同比领先PPI当月同比，而国际油价同比领先于CRB指数同比，以2008年次贷危机期间为例，领先时长大致为1-2个月；三是在美国页岩油企业破产

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_5162

