宏观研究

猪油共振下降，带动 CPI 向零迈进

——4 月物价数据点评

宏观事件点评　　2020 年 05 月 13 日

报告摘要：

4月CPI同比上涨3.3%，核心CPI同比上升1.1%，PPI同比下降3.1%，基本符合我们预计。猪肉、鲜菜和油价下跌是CPI回落主要原因，货币政策宽松方向不变。

- **重要信息一，疫情对物价的冲击进入第二阶段**

CPI大幅回落，开始加速下行。4月CPI同比3.3%，增速较上月放缓1个百分点，低于市场预期的3.7%，与我们预期完全一致。早在疫情爆发初期，我们就研究判断疫情对于通胀，在不同阶段有不同影响，各地封锁期间物价结构性上涨仅为短期现象，各地普遍复工复产后，需求收缩成为主导因素，通胀将持续处于下行通道。

- **重要信息二，猪肉、鲜菜和油价下跌是CPI下行主要因素**

4月，生猪产能加快恢复，猪肉供给持续增加，猪肉价格环比继续下降7.6%；受国际原油价格下降影响，汽油、柴油和液化石油气价格环比分别下降7.5%、8.2%和3.7%，猪油共振带动CPI下行。此外，鲜菜价格也明显下降，符合季节性规律；鲜果和鸡蛋价格均小幅下降，反映供应保持充足。

- **重要信息三，PPI通缩加剧，国际大宗商品价格持续下降是主因**

4月PPI同比-3.1%，低于市场预期的-2.6%，降幅较上月扩大1.6个百分点。油气开采、燃料加工、化学品制造三行业价格降幅较多，合计影响PPI下降约0.76个百分点，占PPI总降幅的近六成。我们去年底在2020年通胀展望报告中，判断2020年PPI可能持续处于负区间，上月再次提示工业品通缩可能加剧，如今均已验证。

- **CPI向零迈进，货币政策宽松仍有空间**

发达经济体疫情呈现厚尾特征，发展中经济体疫情仍在蔓延，全球疫情演变不确定性仍高，需求疲弱持续时间可能较长。如果再考虑去年下半年高基数的影响，猪油共振下降对通胀的影响将进一步放大。我们预计未来CPI仍将继续下行，到年底达到零附近，甚至不排除进入负区间的可能。贷款加权平均利率仍有下降空间，有利于宽信用政策的进一步实施。

- **风险提示：**猪价暴跌超预期，全球疫情二次爆发、油价大幅波动风险等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

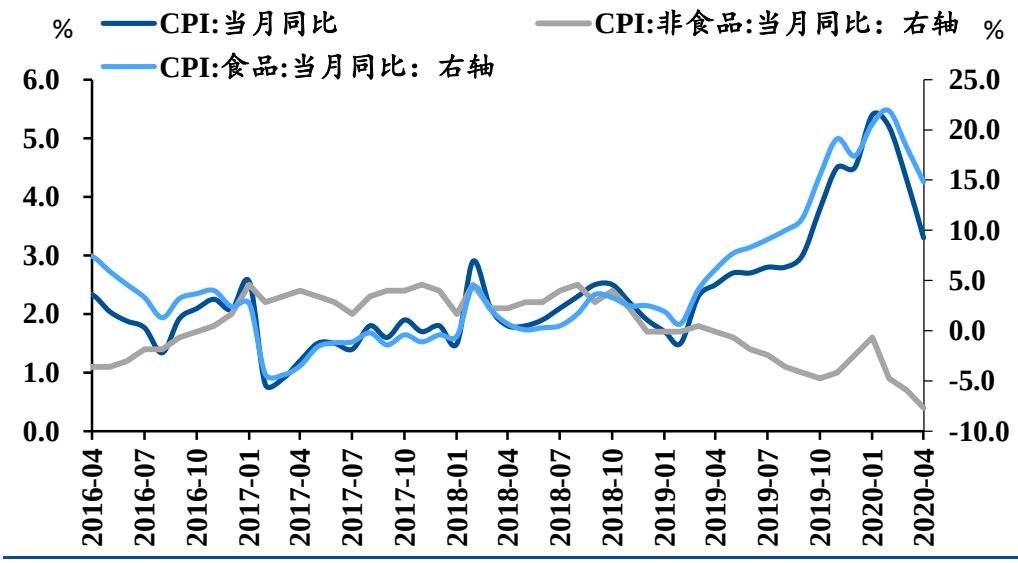
相关研究

一、数据表现：CPI 同比上涨 3.3%，PPI 同比下降 3.1%

（一）CPI 同比回落，环比下降

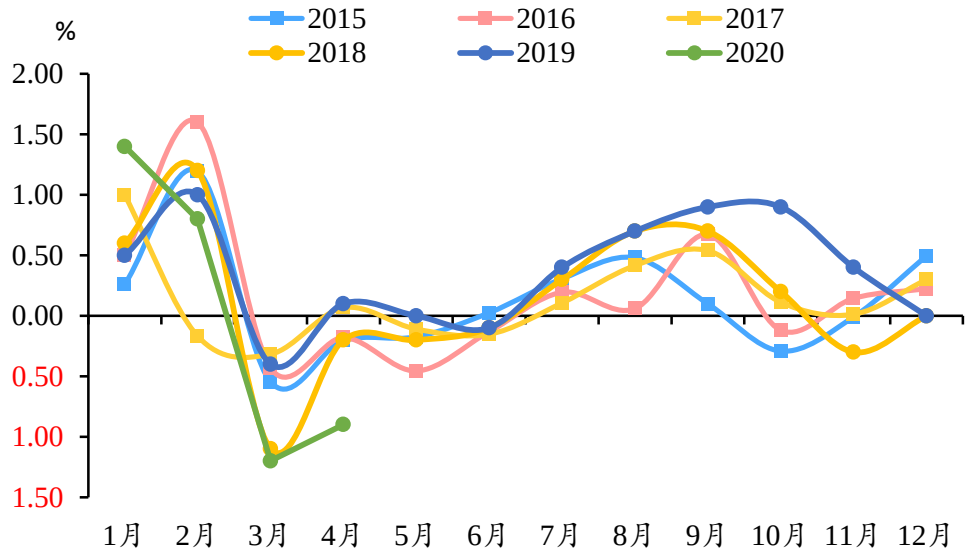
4 月 CPI 同比有所回落，环比下降。4 月份，全国居民消费价格同比上涨 3.3%。其中，城市上涨 3.0%，农村上涨 4.0%；食品价格上涨 14.8%，非食品价格上涨 0.4%；消费品价格上涨 4.7%，服务价格上涨 0.9%。1—4 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 4.5%。环比来看，全国居民消费价格环比下降 0.9%。其中，城市下降 0.8%，农村下降 1.0%；食品价格下降 3.0%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格下降 1.3%，服务价格持平。

图 1：4 月 CPI 同比下降至 3.3%



资料来源：Wind，民生证券研究院

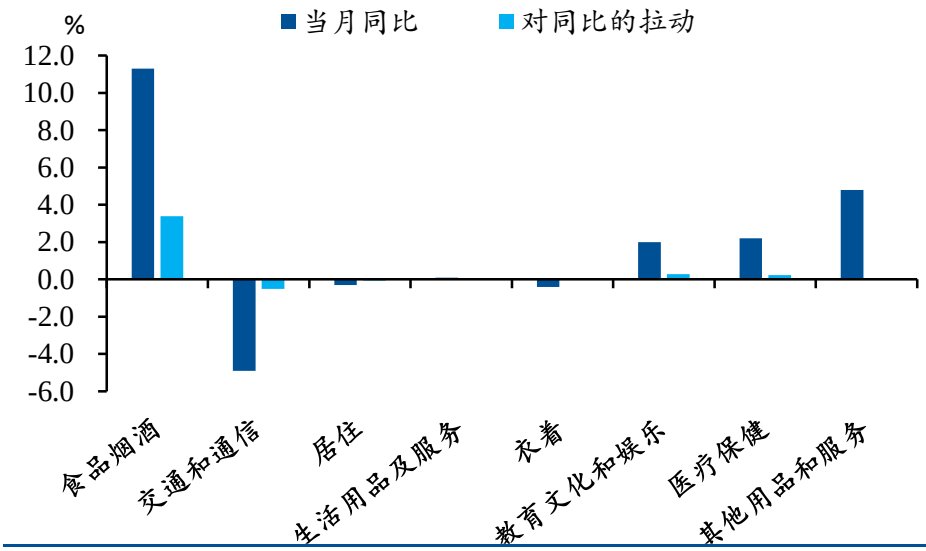
图 2：4 月 CPI 环比下降 0.9%



资料来源：Wind，民生证券研究院

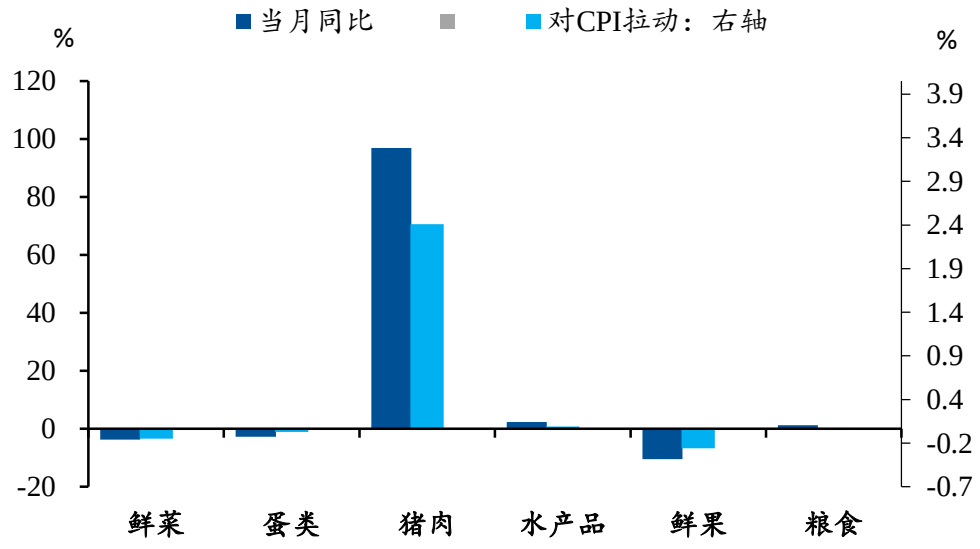
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）4 月份，食品烟酒类价格同比上涨 11.3%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 3.39 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 66.7%，影响 CPI 上涨约 2.97 个百分点，其中猪肉价格上涨 96.9%，影响 CPI 上涨约 2.36 个百分点；水产品价格上涨 2.3%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；粮食价格上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；鲜果价格下降 10.5%，影响 CPI 下降约 0.21 个百分点；鲜菜价格下降 3.7%，影响 CPI 下降约 0.10 个百分点；蛋类价格下降 2.7%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。（2）其他用品和服务、医疗保健价格分别上涨 4.8%和 2.2%，教育文化和娱乐、生活用品及服务价格分别上涨 2.0%和 0.1%；交通和通信、衣着、居住价格分别下降 4.9%、0.4%和 0.3%。

图 3：4 月食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

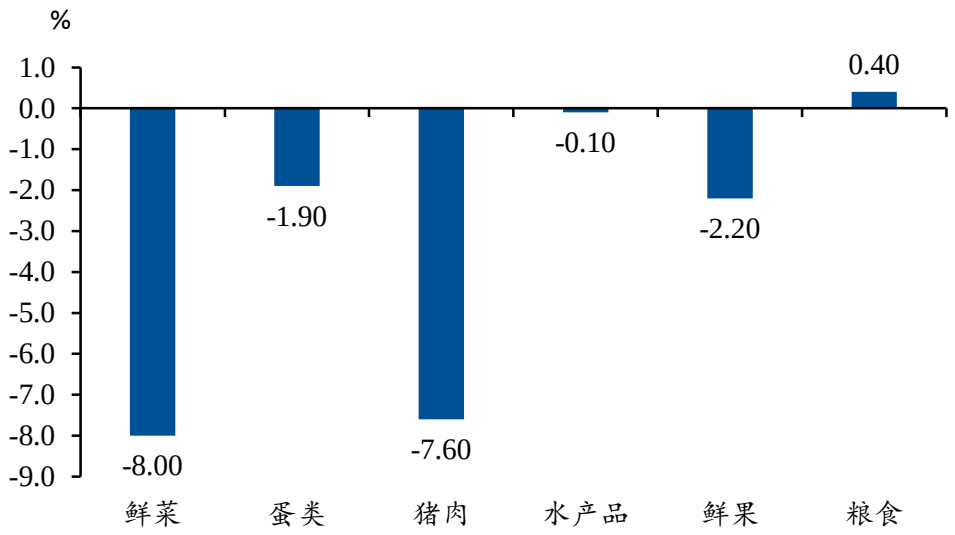
图 4：猪肉是拉动 CPI 同比上升的主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

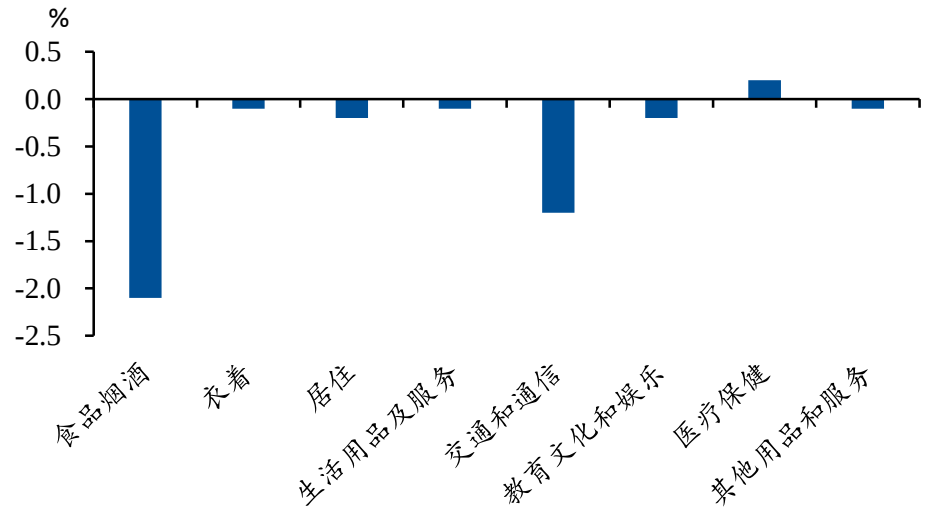
从大类环比看，受鲜菜和猪肉带动，食品烟酒下降明显：（1）食品：食品烟酒类价格环比下降 2.1%，影响 CPI 下降约 0.68 个百分点。食品中，鲜菜价格下降 8.0%，影响 CPI 下降约 0.23 个百分点；畜肉类价格下降 5.5%，影响 CPI 下降约 0.42 个百分点，其中猪肉价格下降 7.6%，影响 CPI 下降约 0.38 个百分点；鲜果价格下降 2.2%，影响 CPI 下降约 0.04 个百分点；蛋类价格下降 1.9%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点；粮食价格上涨 0.4%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。（2）非食品：医疗保健价格上涨 0.2%；交通和通信、居住、教育文化和娱乐价格分别下降 1.2%、0.2%和 0.2%，衣着、生活用品及服务、其他用品和服务价格均下降 0.1%。

图 5：4 月食品类环比分项情况



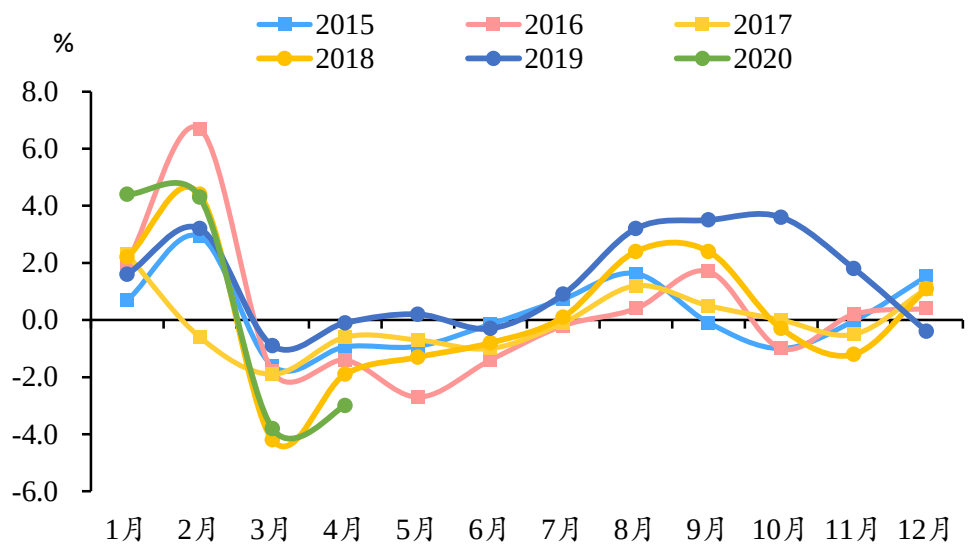
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：4 月 CPI 环比分项



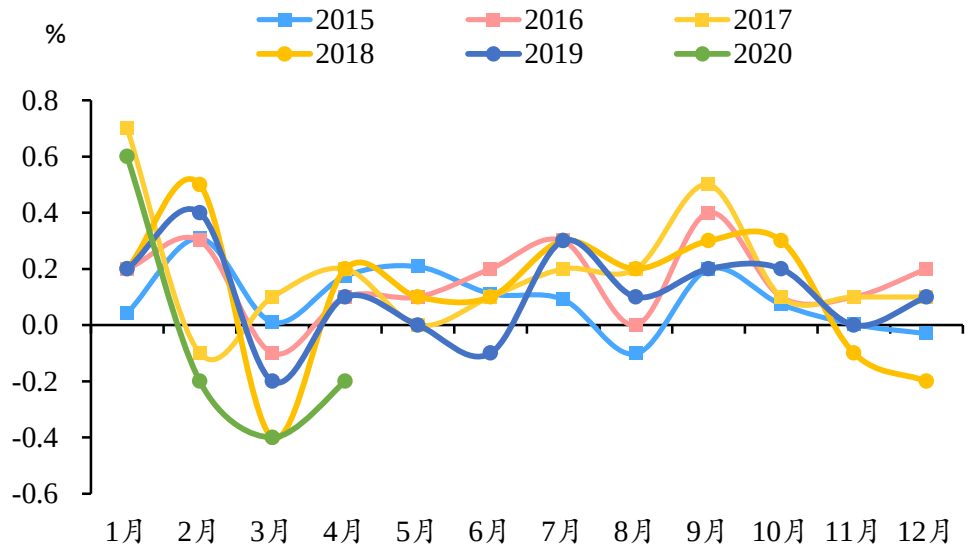
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：4 月 CPI 食品环比处于历史同期低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：4 月 CPI 非食品环比处于历史中间较低水平

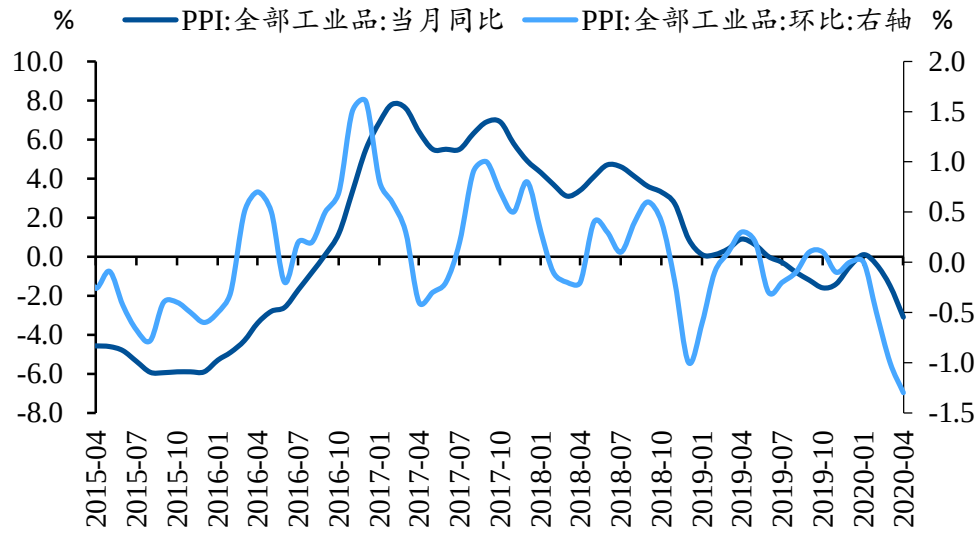


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）PPI 同比和环比均为负值

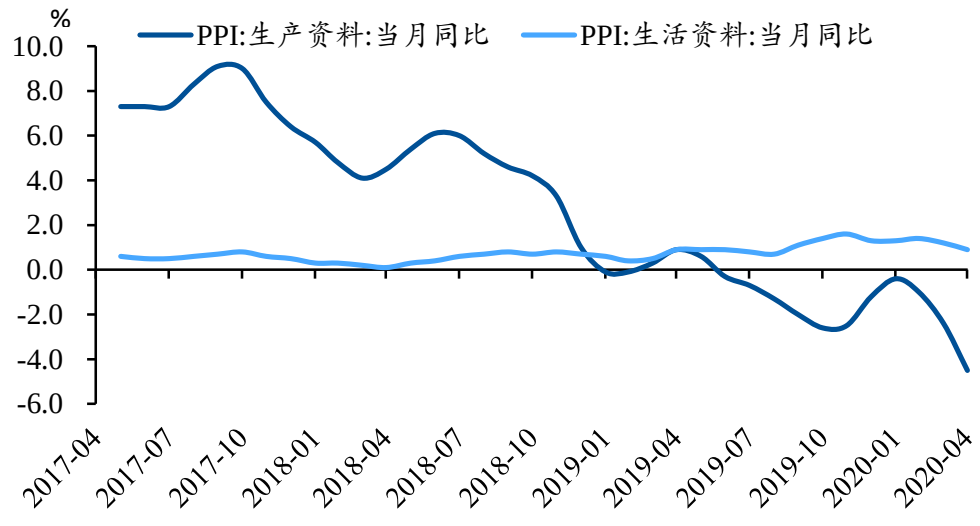
PPI 生产资料和生活资料价格环比均为负： 4 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 3.1%，环比下降 1.3%；工业生产者购进价格同比下降 3.8%，环比下降 2.3%。1—4 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 1.2%，工业生产者购进价格下降 1.5%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 4.5%，降幅比上月扩大 2.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 3.31 个百分点。生活资料价格同比上涨 0.9%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.23 个百分点。

图 9：4 月 PPI 同比和环比均明显下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：4 月生产资料同比大幅下降，通缩压力巨大



资料来源：Wind，民生证券研究院

从同比看： 生产资料中采掘工业价格下降 11.6%，原材料工业价格下降 8.8%，加工工业价格下降 2.2%。生活资料中，食品价格上涨 3.7%，衣着价格下降 0.6%，一般日用品价格下降 0.1%，耐用消费品价格下降 1.7%。主要行业中，燃料动力类价格下降 11.4%，化工原料类价格下降 9.3%，有色金属材料及电线类价格下降 6.6%，黑色金属材料类价格下降 1.7%；农副产品类价格上涨 6.8%，建筑材料及非金属类价格上涨 1.4%。

从环比看： 生产资料价格环比下降 1.8%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.28 个百分点。其中，采掘工业价格下降 7.2%，原材料工业价格下降 3.3%，加工工业价格下降 0.7%。主要行业来看，燃料动力类价格下降 7.4%，化工原料类价格下降 2.9%，有色金属材料及电线类价格下降 2.2%，黑色金属材料类价格下降 1.0%。生活资料价格环比下降 0.1%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.03 个百分点。其中，食品、一般日用品和耐用消费品价格均下降 0.1%，衣着价格下降 0.2%。

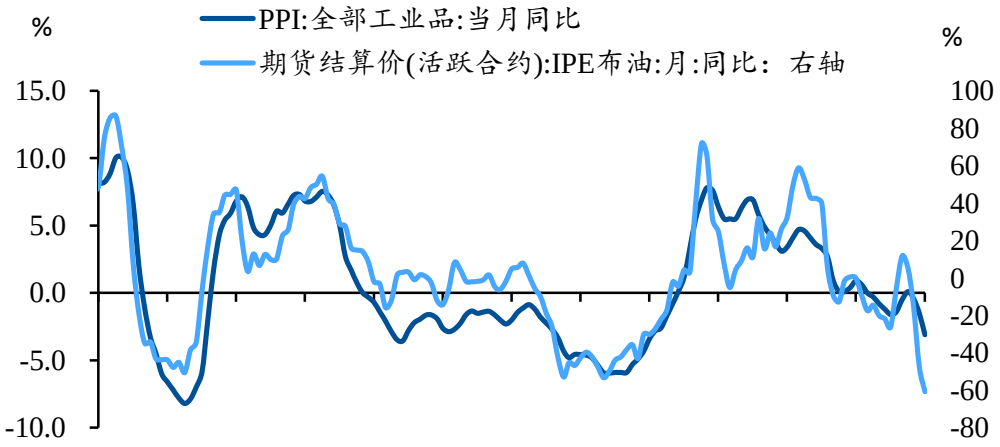
二、重要信息：交通管制放松食品价格下跌原因，油价暴跌增加输入性通缩压力

重要信息一，疫情对物价的冲击进入第二阶段，CPI 大幅回落，开始加速下行。4 月 CPI 同比 3.3%，增速较上月放缓 1 个百分点，低于市场预期的 3.7%，与我们预期完全一致。早在疫情爆发初期，我们就研究判断疫情对于通胀，在不同阶段有不同影响，各地封锁期间物价结构性上涨仅为短期现象，各地普遍复工复产后，需求收缩成为主导因素，通胀将持续处于下行通道。

重要信息二，猪肉、鲜菜和油价下跌是 CPI 下行主要因素。4 月，生猪产能加快恢复，猪肉供给持续增加，猪肉价格环比继续下降 7.6%；受国际原油价格下降影响，汽油、柴油和液化石油气价格环比分别下降 7.5%、8.2%和 3.7%，猪油共振带动 CPI 下行。此外，鲜菜价格也明显下降，符合季节性规律；鲜果和鸡蛋价格均小幅下降，反映供应保持充足。

重要信息三， PPI 通缩加剧，国际大宗商品价格持续下降是主因。4 月 PPI 同比-3.1%，低于市场预期的-2.6%，降幅较上月扩大 1.6 个百分点。油气开采、燃料加工、化学品制造三行业价格降幅较多，合计影响 PPI 下降约 0.76 个百分点，占 PPI 总降幅的近六成。我们去年底在 2020 年通胀展望报告中，判断 2020 年 PPI 可能持续处于负区间，上月再次提示工业品通缩可能加剧，如今均已验证。

图 11：原油价格下跌加剧输入式通缩风险



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_5220