

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

CPI 持续下行 PPI 跌幅加大

—4 月物价数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2020 年 5 月 12 日

内容提要:

4 月 CPI 同比上涨 3.3%，预期 3.7%，前值 4.3%；PPI 同比回落 3.1%，预期回落 2.6%，前值回落 1.5%。

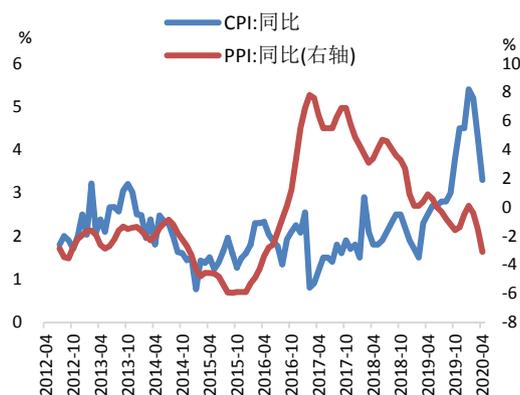
4 月 CPI 低于市场预期，食品与非食品齐跌。从环比看，CPI 下跌 0.9%，弱于 2011-2019 年均值（下跌 0.1%）。猪肉价格从 2 月见顶后持续回落，一方面是因为市场产能、产量较前期已略有提升，供应有所改善，另一方面则受当前市场需求不振的影响。此外，非食品价格持续偏弱，核心 CPI 再度回落。

PPI 低于市场预期。4 月 PPI 环比回落 1.0%，弱于 2011-2019 年均值（持平）。其中，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业四个行业合计影响 PPI 下降约 0.7 个百分点，贡献率近 70%。虽然海外疫情仍在平台期发展，但欧美陆续复工叠加庞大的货币与财政刺激有利于提振大宗商品价格，再加上 2019 年 5-10 月 CRB 与原油同环比总体表现趋弱，国内投资力度加大，预计 4-5 月后 PPI 或趋于稳定。

综合而言，4 月 CPI 与 PPI 均加速下滑，表明当前经济仍然是弱复苏。肉类价格大幅回落、需求偏弱是导致近期 CPI 加速下行的主要原因，剔除畜肉类的 CPI 仅为 0.1%，核心 CPI 也仅有 1.0%，需求不振的情况仍然较为明显。若未来需求复苏力度不及预期，不排除 CPI 在 4 季度单月接近 0 的可能，叠加 PPI 年内通缩较为确定，全年 GDP 平减指数或较 2019 年出现较大幅度下降，货币政策仍有一定空间。

风险提示: 供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

CPI 与 PPI



核心 CPI



相关报告

- 《结构性通胀何去何从？—2020 年通胀形势展望》
- 《识时知务 静待花开—2020 年国内宏观经济展望》
- 《CPI 或见顶 PPI 仍低迷—2 月物价数据点评》

事件：国家统计局5月12日公布的数据显示，4月CPI同比上涨3.3%，预期3.7%，前值4.3%；PPI同比回落3.1%，预期回落2.6%，前值回落1.5%。

点评：4月CPI与PPI均加速下行，表明当前经济仍然是弱复苏。肉类价格大幅回落、需求偏弱是导致近期CPI加速下行的主要原因，剔除畜肉类的CPI仅为0.1%，核心CPI也仅有1.0%，需求不振的情况仍然较为明显。若未来需求复苏力度不及预期，不排除CPI在4季度单月接近0的可能，叠加PPI年内通缩较为确定，全年GDP平减指数或较2019年出现较大幅度下降，货币政策仍有一定空间。

1、CPI加速下行且低于预期

4月CPI低于市场预期，食品与非食品齐跌。从环比看，CPI下跌0.9%，弱于2011-2019年均值（下跌0.1%），食品与非食品类均超季节性下跌。从同比看，食品烟酒类价格上涨11.3%（3月为13.6%），影响CPI3.4个百分点（贡献率103%）；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；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。在3.3%的同比涨幅中，翘尾因素和新涨价因素分别为3.2、0.1个百分点，后者较3月缩小0.9个百分点。

食品价格环比表现超季节性，除粮食上涨外其他多数下跌。4月食品价格环比下跌3.0%，大幅弱于2011-2019年同期均值（下跌0.8%）。主要品种中，除粮食（环比上涨0.4%）、奶及奶制品（环比持平）外悉数下跌。

肉类价格涨幅持续放缓。其中，4月猪肉价格环比下跌7.6%，弱于2011-2019年均值（下跌2.4%），为近25个月最大跌幅；同比上涨96.9%，较1月缩小19.5个百分点，涨幅为近7个月最低，拉动CPI2.36个百分点，较3月缩小0.43个百分点。肉禽及其制品环比下跌5.5%（3月为下跌5.2%），同比上涨66.7%（3月为78%）。猪肉价格从2月见顶后持续回落，一方面是因为市场产能、产量较前期已略有提升，供应有所改善，另一方面则受当前市场需求不振的影响。疫情前生猪市场供应量的缓慢提升基本符合预期，但新冠疫情导致需求显著下降却超出预期。2季度是生猪消费淡季，消费者对于肉制品的消费需求下降，加之企业尚未完全复工、学校复学进度缓慢、堂食还受到控制，消费需求难以明显改善。从供给看，受疫情道路封堵等因素影响，2月国内仔猪价格一度达到历史

高点，但3月后随着母猪补栏量增多，当前市场仔猪供应明显提升。此外，前期国内龙头企业布局的产能陆续释放，北方地区持续出栏情况明显，与仔猪近期供应量明显增多和价格下滑也是一致的。未来，猪肉价格走势或仍偏弱，国内供应加大叠加在传统消费旺季9-10月前需求难以明显复苏抑制猪肉上涨，此外虽然疫情影响海外进口，但考虑到今年1季度猪肉进口数量占国内产量的比重从2019年3季度的7.1%回落至3.7%，对猪肉价格总体影响不大。

蔬菜、鲜果、鸡蛋价格环比均弱于季节性。4月蔬菜、鲜果、鸡蛋价格环比变化分别为-8.0%、-2.2%、-1.9%，均弱于2011-2019年均值（分别为-5.1%、0.5%、-1.0%），表明随着国内疫情基本稳定，生产与物流逐步恢复正常，除了供给改善外，需求仍然偏弱。

非食品价格持续偏弱。4月非食品价格环比下跌0.2%，弱于2011-2019年均值（上涨0.2%）。分项数据1涨6降，其中医疗保健价格上涨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%。

核心CPI回落。4月除去食品与能源的核心CPI同比上涨1.1%，创2013年1月有数据以来次低（最低为今年2月，上涨1.0%）；环比持平，结束此前2连跌，但仍弱于2013-2019年均值（上涨0.2%）。

综上，肉类价格大幅回落、需求偏弱是导致近期CPI加速下行的主要原因，剔除畜肉类的CPI仅为0.1%，核心CPI也仅有1.0%，需求不振的情况仍然较为明显。虽然当前需求仍受餐饮业尚未恢复等因素影响，但居民收入增速放缓、就业压力增大抑制总需求，未来在增加居民收入、提振消费上可以预期更多的政策出台。若未来需求复苏力度不及预期，不排除CPI在4季度单月接近0的可能，叠加PPI年内通缩较为确定，全年GDP平减指数或较2019年出现较大幅度下降。

2、PPI 愈发低迷

PPI 低于市场预期。4月PPI环比回落1.0%，弱于2011-2019年均值（持平）；同比回落3.1%，低于市场预期（回落2.6%）。PPIRM环比回落2.3%，同比回落3.8%。在-3.1%的同比降幅中，翘尾因素约为-0.3个百分点，新涨价因素约为-2.8个百分点，后者跌幅较前值扩大1.3个百分点。

统计局的数据还显示，4月生产资料价格下降1.2%，降幅扩大0.5个百分点；生活资料价格由平转降，下降0.2%。从调查的40个工业行业大类看，价格上涨的有10个，下降的28个，持平的2个。受国际大宗商

品价格下行等因素影响，原油、钢材和有色金属等行业产品价格降幅有所扩大。其中，石油和天然气开采业下降 17.0%，扩大 6.0 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 7.8%，扩大 3.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业下降 3.5%，扩大 2.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 1.9%，扩大 0.5 个百分点。上述四个行业合计影响 PPI 下降约 0.7 个百分点，贡献率近 70%。

大宗商品价格同比跌幅扩大。4 月 CRB 指数均值环比回落 13.5%（3 月为 -18.5%，下同），同比回落 35.9%（-24.3%）；Brent 原油价格均值环比回落 21.0%（-39.2%），同比回落 62.8%（-49.7%），不过受新减产协议等因素提振，4 月 30 日、5 月 11 日 Brent 原油价格较 3 月 31 日分别上涨 11.1%、30.2%。

从国内中观高频数据看，近期复工与生产指标持续回升，需求有所恢复但仍然较弱。其中，5 月第 1 周发电日均耗煤量同比增速年内首次转正，而前 4 个月下降幅度均在 15% 左右；全国高炉开工率接近 70%，五一后已经超过 2019 年同期；4 月汽车产销分别同比增长 2.3%、4.4%，后者为近 21 个月以来首次转正。不过，当前下游需求仍然偏弱，部分领域销售增加很大程度上是 1 季度订单延后所致，并不能作为经济完全恢复的佐证，预计 2 季度仍然是温和恢复阶段。如钢铁库存，虽然其较 3 月 6 日高位已经消化 30%，但仍比 2019 年同期多 60%，库存去化压力仍大。

展望未来，虽然海外疫情仍在平台期发展，但欧美陆续复工叠加庞大的货币与财政刺激有利于提振大宗商品价格，再加上 2019 年 5-10 月 CRB 与原油同环比总体表现趋弱，国内投资力度加大，预计 4-5 月后 PPI 或趋于稳定，但全年通缩幅度仍会较 2019 年加大。

风险提示：供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，

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_5240

