4 月物价数据点评：CPI 与 PPI 降幅显著，通缩压力持续上升

2020 年 05 月 12 日

证券分析师 李勇
执业证号：S0600519040001
010-66573671
liyong@dwzq.com.cn

事件

- **数据公布：**2020 年 5 月 12 日，国家统计局公布 2020 年 4 月份 CPI 和 PPI 相关数据：（1）4 月 CPI 从 3 月的 4.3%下降至 3.3%。（2）4 月 PPI 跌至-3.1%，前值-1.5%，低于市场普遍预期。

观点

- **CPI：4 月 CPI 低于市场普遍预期。**从同比角度来看，统计局公布 CPI 食品以及非食品的同比以及各自对 CPI 同比变动的影响。4 月 CPI 同比月较 3 月有所下降。从数据上来看，食品通胀回落比较明显，4 月份 CPI 食品价格同比增速从 3 月的 18.3%下降到 14.8%，涨幅回落 3.5 个百分点。4 月非食品 CPI 进一步下跌，4 月非食品价格同比增速从 3 月的 0.7%进一步下降到 0.4%，涨幅回落 0.3 个百分点。从环比来看，食品类下降了 0.8%，非食品类下降了 0.2%。根据我们的模型测算，食品类中除烟草和酒类零增长和粮食 0.4%增长之外，其他 10 个分项均有不同幅度的下降，其中跌幅最大的是鲜菜为-8.0%（根据模型测算拉动 CPI 下降 0.12 个百分点，统计局公布数据为影响 CPI 下降约 0.23 个百分点），其次是猪肉-7.6%（根据模型测算拉动 CPI 下降 0.34 个百分点，统计局公布数据为影响 CPI 下降约 0.38 个百分点），随后是鲜果-2.2%和蛋类-1.9%。主要由于疫情防控持续向好，蔬菜和肉类产能进一步恢复；非食品项中，除医疗保健为正值外，其他均小幅下降，其中交通工具用燃料下跌为-7.3%，主要系国际原油价格波动影响。

- **PPI：4 月 PPI 进一步下跌，下跌幅度创历史新高。**4 月 PPI 进一步下跌，下跌幅度创历史新高。4 月 PPI 从 3 月的-1.5%下降到-3.1%，跌幅为 1.6 个百分点。从环比角度来说，原材料 PPI 月环比-3.3%，前置月环比为-2.7%；采掘 PPI 月环比-7.2%，对比 3 月-3.5%；加工工业 PPI 月环比-0.7%，对比 3 月-0.5%。从行业角度来看，石油天然气开采业价格月环比在 4 月大幅下跌-35.7%，受国际油价影响较大。大部分中下游产业的价格月环比均有所下降，疫情好转过程中需求反弹较慢，通缩压力继续上升。4 月份国内企业基本复工，但海外疫情持续扩散使得出口压力增大外需疲软，国际大宗商品价格下跌也整体压低了通胀水平。短期内，通缩压力可能将持续，货币政策有进一步放松的空间。

- **展望后期：** CPI 方面，随着一季度投入的生猪出栏，猪肉价格将会继续下调；而天气转暖使得应季蔬菜供应量增多，蔬果价格预计后续稳中有降。从非食品项来看，五一的交通与旅游情况依旧不容乐观，受无症状感染者和境外输入病例的影响，消费者近期内出行旅游的意愿低迷，消费对经济的带动作用有限。受国际油价影响，交通和通信依然会受到较大冲击。总体来说预计 5 月 CPI 将继续下行，但跌幅收窄。PPI 方面，5 月 OPEC+会执行石油规模减产协议，但由于前期存量大，短时间内国际石油供求状况难以得到改善，国内 PPI 可能会在低位波动。4 月 PMI 指数为 50.8%，较上月回落 1.2 个点，分项数据中体现需求的各项指标环比回落，反映出了国际疫情扩散对我国制造业冲击明显，海外订单减少使需求端走弱。但 4 月 PMI 依旧高于 50% 的荣枯线 0.8 个百分点，体现国民经济呈现整体复苏态势。全国两会于 5 月 22 日召开，届时将会对市场预期产生重要引导，对经济社会的影响将会反应在 6 月数据中。

- **风险提示：** OPEC+减产协议难以快速提振油价，海外疫情影响持续，经济疲软。

相关研究

1、《固收点评 20200511：2020 年 1 季度货币政策执行报告点评：逆周期调节要“科学”，结构调控基调未变》2020-05-11
2、《固收周报 20200510：一周策略：全球经济面临衰退风险，国内财政发力应对挑战（2020 年第 17 期）》2020-05-10
3、《固收点评 20200509：谁给你的勇气继续发债，MMT 吗？——“真知”系列 11》2020-05-10
4、《固收周报 20200510：本周股市大幅回升，关注可转债投资机会》2020-05-10
5、《固收周报 20200510：风险信息周报（2019.05.04 - 2020.05.10）》2020-05-10

请务必阅读正文之后的免责声明部分

对此，我们的点评如下：

CPI 与 PPI 双双滑落，均低于市场普遍预期。统计局公布的 CPI 数据显示：4 月 CPI 从 3 月的 4.3%大幅下降至 3.3%，下跌一个百分点，显著低于市场预期。4 月 CPI 环比增速从 3 月的-1.2%小幅上涨至-0.9%。从具体分项的数据来看，食品价格明显下降，是带动 CPI 继续下降的主要因素，非食品项目跌幅较小。3 月 PPI 从 3 月的-1.5%下降到-3.1%，下降趋势显著。通缩压力继续上升，货币政策有进一步放松的空间。

1. CPI 继续下跌，系食品项带动

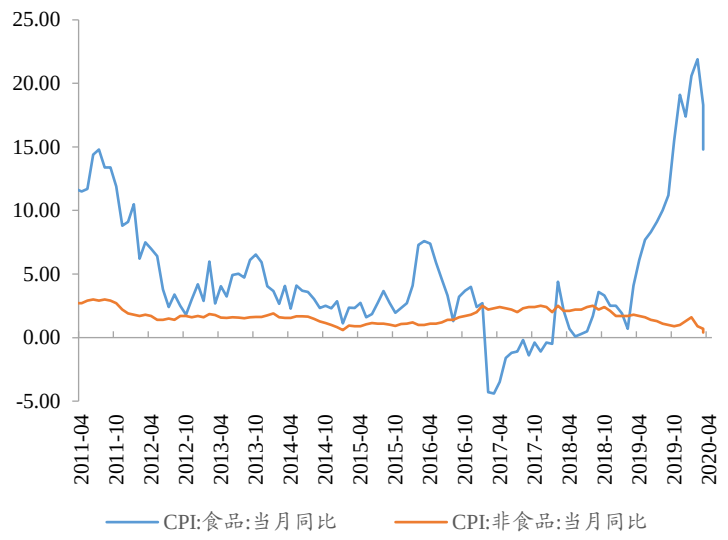
统计局公布的 CPI 数据显示：4 月 CPI 继续下跌，系食品项带动。从 CPI 同比来分析：统计局公布的 CPI 数据显示：4 月 CPI 同比下跌 3.3%，低于 3 月 4.3%的同比增速；4 月 CPI 环比收于-0.9%，增速较 3 月上升 0.3 个百分点，前值为-1.2%。

CPI：从同比分项看，4 月 CPI 同比月较 3 月降幅显著。从数据上来看，食品通胀回落比较明显，4 月份 CPI 食品价格同比增速从 3 月的 18.3%下降到 14.8%，涨幅回落 3.5 个百分点。4 月非食品 CPI 进一步下跌，4 月非食品价格同比增速从 3 月的 0.7%进一步下降到 0.4%，涨幅回落 0.3 个百分点。受到生猪出栏以及气温回升的影响，食品供给恢复常态。分项中猪肉价格同比涨幅最大，同比涨幅为 14.8%，预计与国内生产生活全面恢复，一季度投入的生猪迎来出栏日期、气温回暖使得应季蔬菜供应增多等多重因素相关。非食品项方面，非食品项整体收于 0.4%，较前值 0.7%有所回落，其中交通工具用燃料下行最为明显，4 月收于-20.5%，预计与 4 月国际原油价格暴跌这一因素相关。

从环比来看，食品类下降了 0.8%，非食品类下降了 0.2%。根据我们的模型测算，食品类中除烟草和酒类零增长和粮食 0.4%增长之外，其他 10 个分项均有不同幅度的下降，其中跌幅最大的是鲜菜为-8.0%（根据模型测算拉动 CPI 下降 0.12 个百分点，统计局公布数据为影响 CPI 下降约 0.23 个百分点），其次是猪肉-7.6%（根据模型测算拉动 CPI 下降 0.34 个百分点，统计局公布数据为影响 CPI 下降约 0.38 个百分点），随后是鲜果-2.2%和蛋类-1.9%。主要由于疫情防控持续向好，蔬菜和肉类产能进一步恢复；非食品项中，除医疗保健为正值外，其他均小幅下降，其中交通工具用燃料下跌为-7.3%，主要系国际原油价格波动影响。

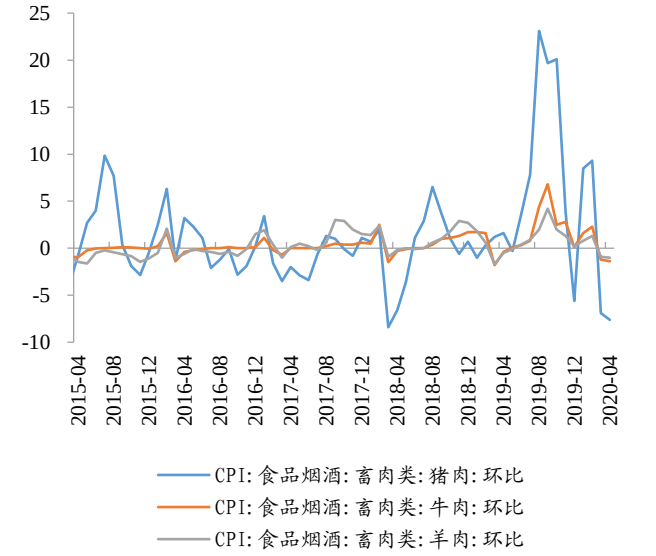
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：食品项与非食品项同比比较（单位：%）



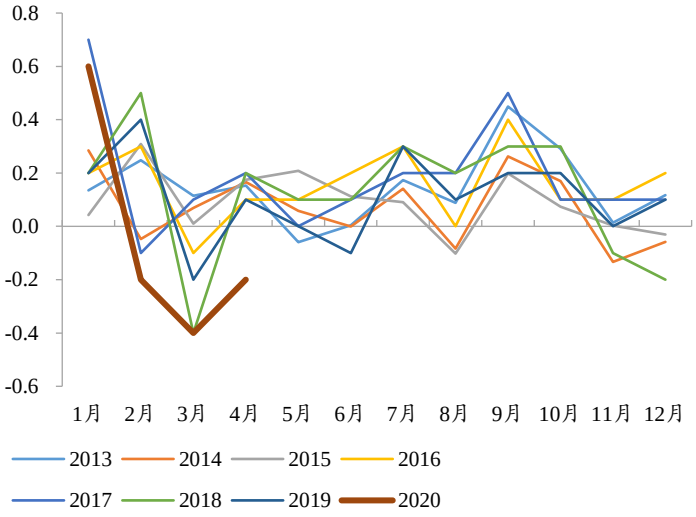
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 2：肉类价格环比变动（单位：%）



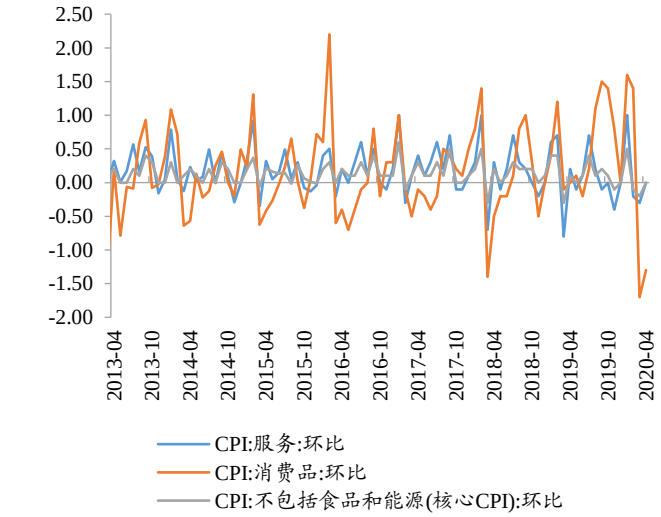
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 3：非食品价格各月环比涨幅年度对比（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

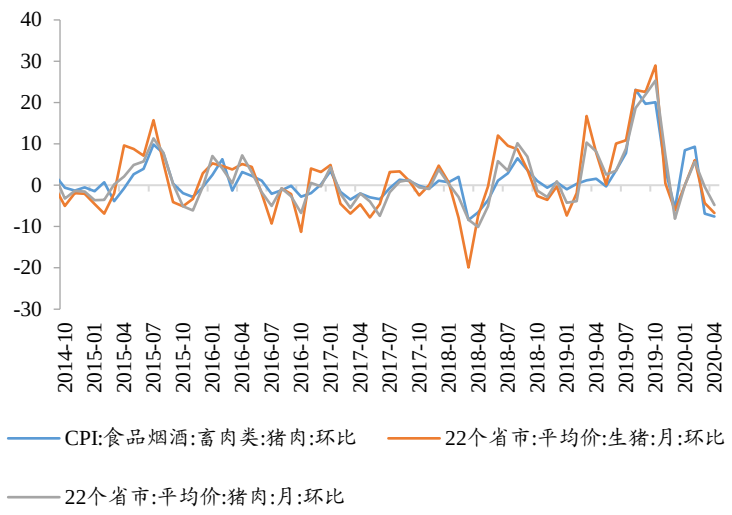
图 4：核心 CPI、消费品、服务环比变动（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

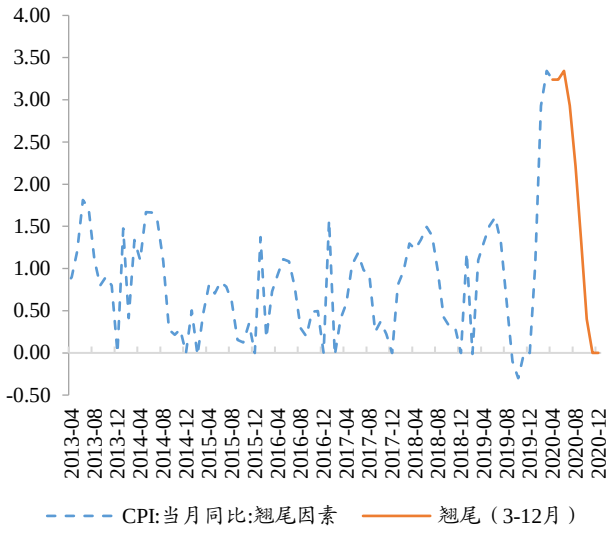
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：猪肉价格变动与 CPI 分项关系（单位：%）



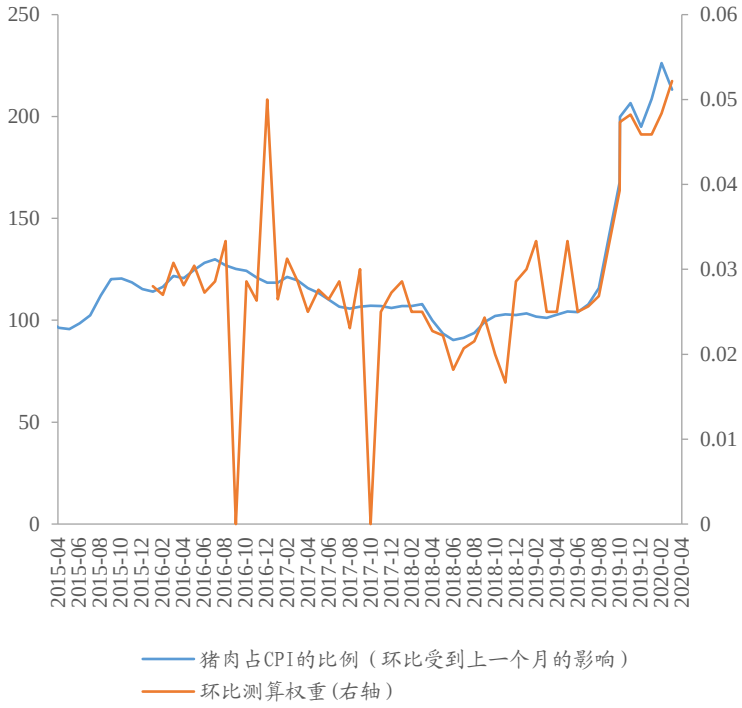
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 6：翘尾因素变动趋势（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 7：2020 年 4 月猪肉环比权重预判（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 8：猪肉同比权重变化预判（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

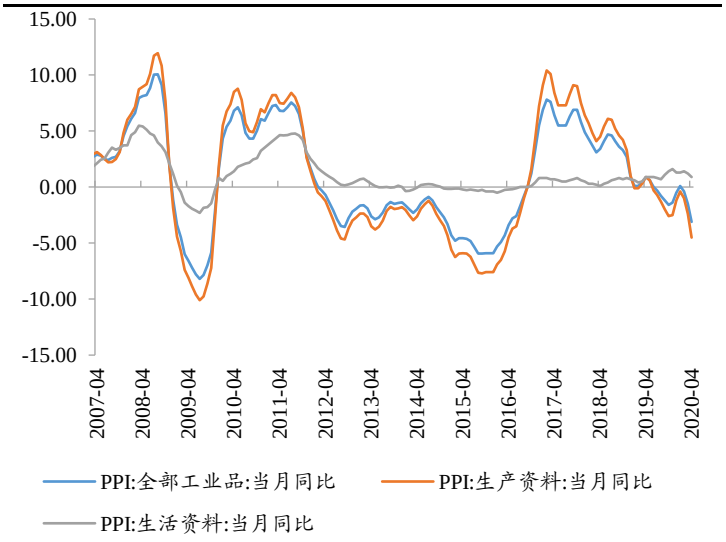
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 3 月 PPI 进一步下跌，下跌幅度偏大

4 月 PPI 进一步下跌，下跌幅度创历史新高。4 月 PPI 从 3 月的-1.5%下降到-3.1%，跌幅为 1.6 个百分点。从环比角度来说，原材料 PPI 月环比-3.3%，前置月环比为-2.7%；采掘 PPI 月环比-7.2%，对比 3 月-3.5%；加工工业 PPI 月环比-0.7%，对比 3 月-0.5%。从行业角度来看，石油天然气开采业价格月环比在 4 月大幅下跌-35.7%，受国际油价影响较大。大部分中下游产业的价格月环比均有所下降，疫情好转过程中需求反弹较慢，通缩压力继续上升。

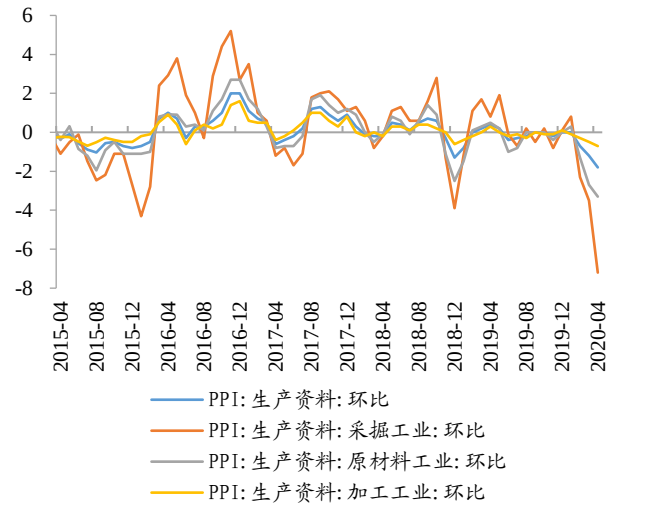
4 月份国内企业基本复工，但 PMI 降低 3 个点，反映出了我国制造业受到国际疫情冲击明显，海外订单减少使需求端走弱，出口压力增大外需疲软，国际大宗商品价格下跌也整体压低了通胀水平。具体从行业分项观察，石油和天然气开采业暴跌，环比收于-35.7%，行业水平均大幅低于前值。4 月份国际原油价格大跌短期内，通缩压力可能将持续，货币政策有进一步放松空间。

图 9：PPI、PPI 生产资料、生活资料同比（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

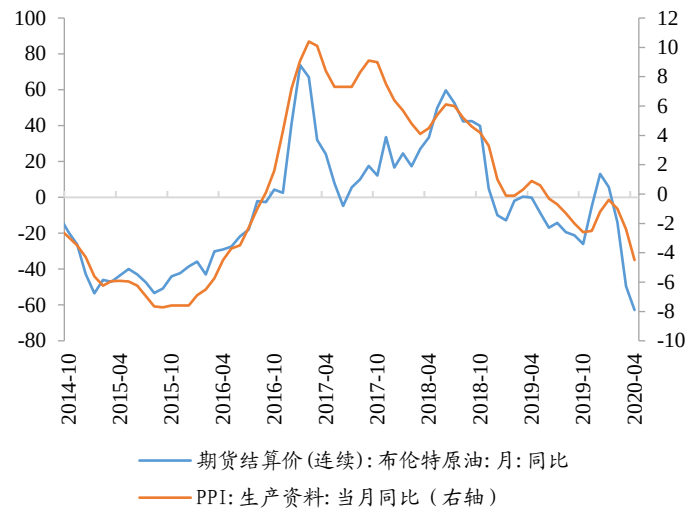
图 10：PPI 生产资料分项环比（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

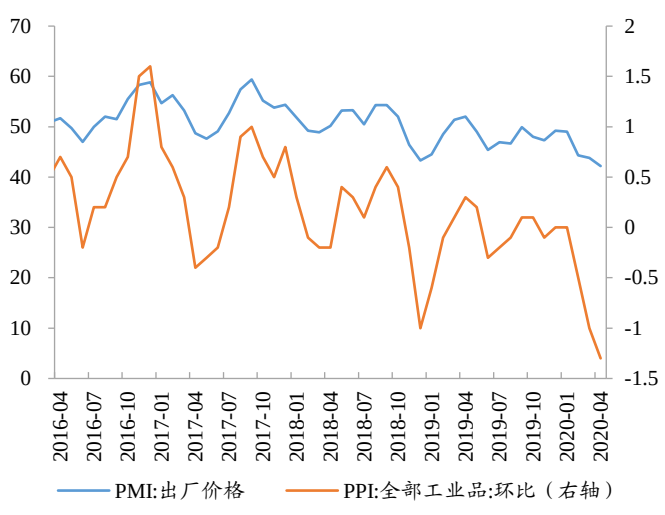
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 11：布伦特原油价格和 PPI 生产资料的关系（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 12：PMI 价格分项与 PPI 环比关系（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

3. 3 月 CPI 预计继续回落，PPI 下行压力加大

展望后期：CPI 方面，随着一季度投入的生猪出栏，猪肉价格将会继续下调；而天气转暖使得应季蔬菜供应量增多，蔬果价格预计后续稳中有降。从非食品项来看，五一的交通与旅游情况依旧不容乐观，受无症状感染者和境外输入病例的影响，消费者近期内出行旅游的意愿低迷，消费对经济的带动作用有限。受国际油价影响，交通和通信依然会受到较大冲击。总体来说预计 5 月 CPI 将继续下行，但跌幅收窄。PPI 方面，5 月 OPEC+会执行石油规模减产协议，但 4 月阿联酋、沙特和科威特当月原油产量来看飙升至纪录新高水平。由于前期存量大，短时间内国际石油供求状况难以得到改善，国内 PPI 可能会在低位波动。4 月 PMI 指数为 50.8%，较上月回落 1.2 个点，分项数据中体现需求的各项指标环比回落，反映出了国际疫情扩散对我国制造业冲击明显，海外订单减少使需求端走弱，这一影响将会在未来持续。但 4 月 PMI 依旧高于 50% 的荣枯线 0.8 个百分点，呈出国民经济呈现整体复苏态势。全国两会于 5 月 22 日召开，届时将会对市场预期产生重要引导，对经济社会的影响将会反应在 6 月通胀数据中。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：CPI 以及 PPI 各项环比及二者翘尾效应汇总

	2019 年				2020 年				
环比	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	变动
CPI:环比	0.9	0.90	0.40	0.00	1.40	0.80	-1.20	-0.90	降
CPI:食品	3.5	3.60	1.80	-0.40	4.40	4.30	-3.80	-3.00	升
CPI:猪肉	19.7	20.10	3.80	-5.60	8.50	9.30	-6.90	-7.60	降
CPI:鲜菜	-2.4	-1.70	1.40	10.60	15.30	9.50	-12.20	-8.00	升
CPI:鲜果	-7.6	-5.70	-3.00	0.60	5.50	4.80	-0.20	-2.20	降
CPI:非食品	0.2	0.20	0.00	0.10	0.60	-0.20	-0.40	-0.20	升
CPI:衣着	0.8	0.30	0.30	-0.10	-0.50	-0.30	-0.10	-0.10	平
CPI:交通和通信	-0.4	0.10	-0.30	0.20	1.40	-1.50	-2.50	-1.20	升
CPI:医疗保健	0.1	0.10	0.10	0.20	0.60	0.10	0.20	0.20	平
CPI 同比:翘尾因素	-0.1	-0.30	0.00	0.00	1.04	2.93	3.34	3.24	平
PPI 环比	0.1	0.10	-0.10	0.00	0.00	-0.50	-1.00	-1.30	降
PPI:生产资料	0.0	0.00	-0.20	0.00	0.00	-0.70	-1.20	-1.80	降
PPI:生活资料	0.5	0.30	0.30	-0.20	0.00	0.00	-0.20	-0.10	升
PPI 同比:翘尾因素	-0.8	-1.20	-1.00	0.00	0.00	0.10	0.00	-0.30	降

数据来源：Wind,东吴证券研究所

4. 风险提示

OPEC+减产协议难以快速提振油价，海外疫情影响持续，经济疲软。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

