日期：2020 年 05 月 12 日

# 价格持续回落 货币维持宽松

## ——2020 年 4 月物价数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ **主要观点：**

**价格持续回落**

食品非食品价格双双下跌带动 CPI 继续回落。从环比看，CPI 下降 0.9%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点。由于疫情得到有效控制，生产生活秩序恢复，消费品的供给增加，有利于价格的回落，尤其是食品。从同比来看，CPI 上涨 3.3%，涨幅比上月回落 1.0 个百分点。其中，食品价格上涨 14.8%，涨幅回落 3.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.98 个百分点。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，核心通胀依然低迷。受疫情冲击下国内需求偏弱以及国际大宗商品价格低迷影响（尤其是国际油价的低迷），工业品价格跌幅加深。从环比看，PPI 下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。受油价影响拖累，石化相关行业价格进一步下跌。从同比看，PPI 下降 3.1%，降幅比上月扩大 1.6 个百分点。主要行业价格降幅均有所扩大。整体来看，价格指数进一步回落。随着复工稳产进一步加快，供给恢复，食品价格明显回落，CPI 加速向下。值得关注的是，工业品价格跌幅扩大，工业品通缩压力加大。

**资本市场波动中向好**

伴随国内经济逐渐企稳，海外经济虽受冲击较大，但资本市场在庞大的货币放松政策对冲下仍然稳固，并在渡过前期冲击后，走稳态势依旧。海内外疫情的变化带来的预期变化和货币政策操作框架变化，推动了中国利率期限结构下降，形状改善，信用风险缓释态势延续，市场平稳中趋于活跃；股市伴随通胀预期扭转和经济内生动力上行，趋向好转，分化延续、核心资产中科技主线突出。在全球主要经济体先后迈入负利率时代候，中国供给侧改革重心“降成本”，在未来 2 年都将延续，2020 年货币当局下调基准货币利率趋势不变，政策利率和存准率都会有下调，利率下行是长期趋势。

**价格趋低打开利率体系下行空间**

4月消费品价格继续回落，生猪生产的恢复及供应紧张状况的缓解，使得猪肉价格缓慢下行态势仍将持续。另一方面，定价体系变化带来国际原油市场低位震荡趋势，也将延续较长时期；受此影响，国际大宗商品市场价格低迷态势也将延续。因此，国内价格在经济运行压力较大情况下，继续回落趋势不变；工业品价格萎缩态势也将延续。价格趋低为货币当局降低融资利率打开了空间，未来货币当局将进一步调降各类基础货币投放工具的利率，从而引导货币市场利率、进而整个市场利率体系下行。最新的货币政策报告中要求货币政策要更加灵活适度，M2与社融与名义增速匹配甚至略高，以更大的政策力度对冲疫情影响，也就意味着货币环境仍将维持宽松。

## 事件：4 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2020 年 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%。4 月份，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。2020 年 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%。

**表 1：4 月 CPI、PPI 数据预期（%）**

| | 实际值 | 上海证券 | 上月值 | 去年同期 |
|---|---|---|---|---|
| CPI 同比 | 3.3 | 3.9 | 4.3 | 2.5 |
| PPI 同比 | -3.1 | -1.8 | -1.5 | 0.9 |

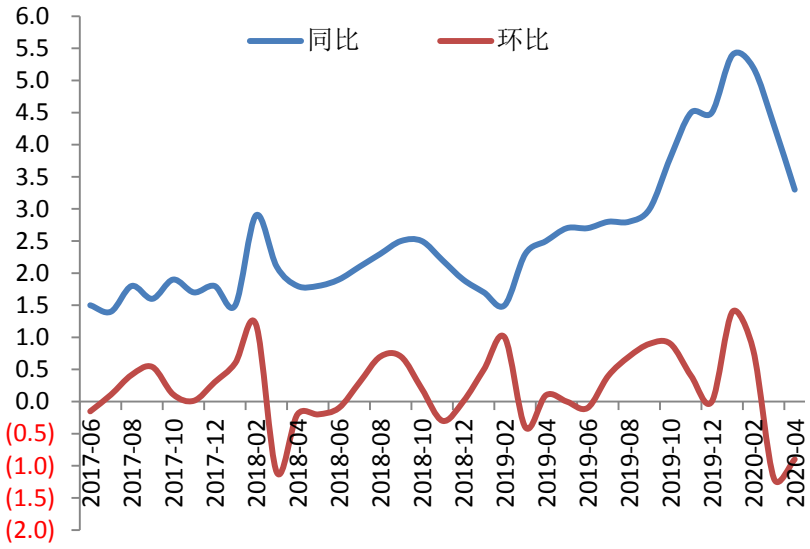
## 数据分析：数据特征和变动原因

### 1. 食品非食品双双回落，CPI 持续下行

从环比看，CPI 下降 0.9%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点。由于疫情得到有效控制，生产生活秩序恢复，消费品的供给增加，有利于价格的回落，尤其是食品。食品价格下降 3.0%，降幅收窄 0.8 个百分点，影响 CPI 下降约 0.70 个百分点，是带动 CPI 继续下降的主要因素。食品中，天气转暖，鲜菜供应量增加，价格下降 8.0%，降幅收窄 4.2 个百分点；生猪产能加快恢复，猪肉供给持续增加，价格继续下降 7.6%，降幅扩大 0.7 个百分点；鲜果和鸡蛋供应充足，价格均下降 2.2%。非食品价格下降 0.2%，降幅收窄 0.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.17 个百分点。非食品中，由于国际原油价格的低迷，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 7.5%、8.2%和 3.7%。从同比来看，CPI 上涨 3.3%，涨幅比上月回落 1.0 个百分点。其中，食品价格上涨 14.8%，涨幅回落 3.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.98 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 96.9%，涨幅回落 19.5 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格上涨 8.2%—20.5%，涨幅均有所回落；鸡蛋价格由上月上涨 2.1%转为下降 3.4%；鲜果和鲜菜价格分别下降 10.5%和 3.7%，降幅分别扩大 4.4 和 3.6 个百分点。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点。非食品中，医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.2%

和 2.0%，交通和通信、衣着、居住价格分别下降 4.9%、0.4%和 0.3%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，核心通胀依然低迷。据测算，在 4 月份 3.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为 0.1 个百分点。

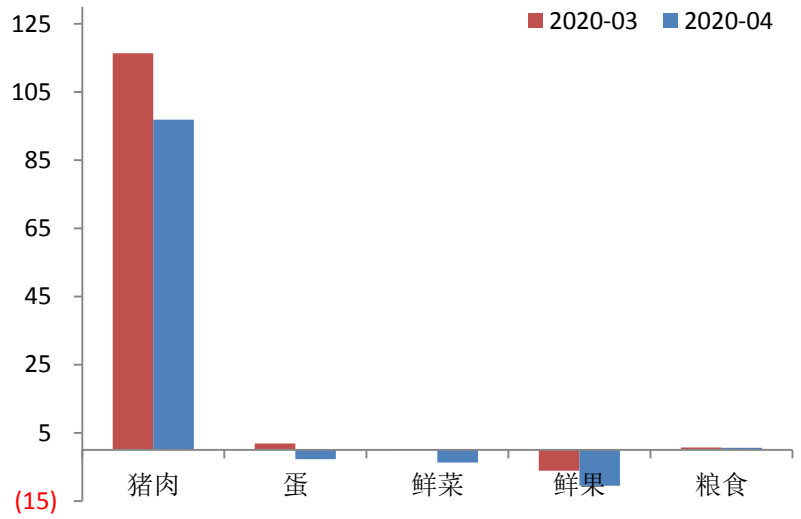
**图 1：CPI 同比、环比(%)**




*数据来源： wind，上海证券研究所*

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。

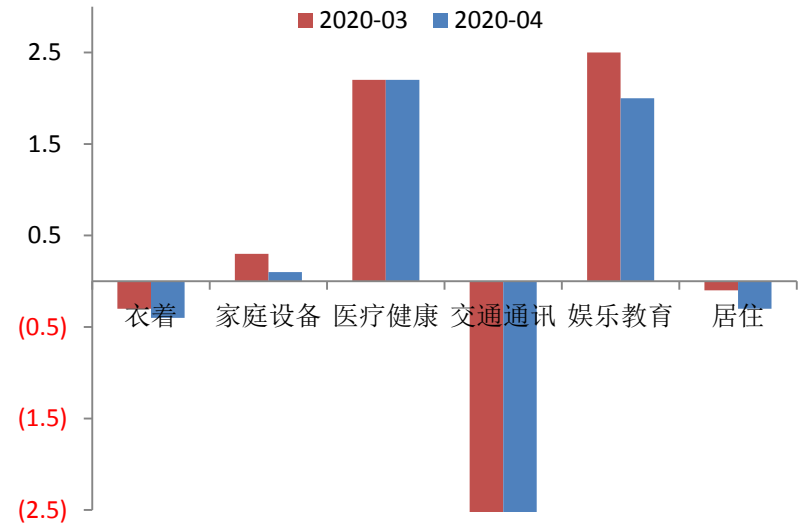
图 2：食物价格分项同比（%）




数据来源： wind，上海证券研究所

4 月，其他七大类价格同比四涨三降。其中，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：非食物分项同比（%）




数据来源：wind，上海证券研究所

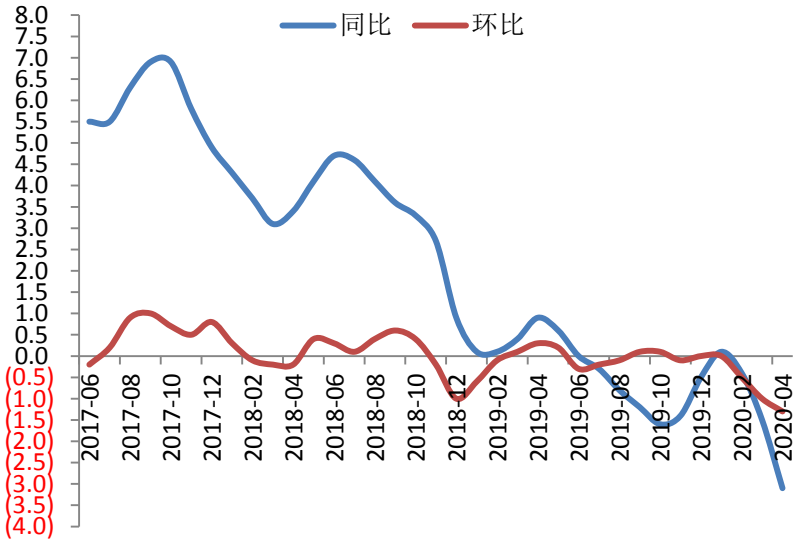
## 2. 油价低迷，PPI 跌幅加深

从环比看，PPI 下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点，主要受疫情冲击下国内需求偏弱以及国际大宗商品价格低迷影响（尤其是国际油价的低迷）。其中，生产资料价格下降 1.8%，降幅扩大 0.6

个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅收窄 0.1 个百分点。从调查的 40 个工业行业大类看，价格下降的有 30 个，上涨的有 8 个，持平的有 2 个。受油价影响拖累，石化相关行业价格进一步下跌。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 0.67 个百分点，占 PPI 总降幅的近六成。钢材和有色金属等行业产品价格降幅收窄。其中，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 2.2%，收窄 1.3 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.6%，收窄 0.3 个百分点。煤炭开采和洗选业价格由涨转降，下降 2.3%。医药制造业价格由平转涨，上涨 0.3%。

从同比看，PPI 下降 3.1%，降幅比上月扩大 1.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 4.5%，降幅扩大 2.1 个百分点；生活资料价格上涨 0.9%，涨幅回落 0.3 个百分点。主要行业价格降幅均有所扩大。其中，石油和天然气开采业价格下降 51.4%，扩大 29.7 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 19.8%，扩大 9.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 8.3%，扩大 3.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 7.3%，扩大 3.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格下降 6.0%，扩大 2.5 个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降 5.4%，扩大 1.8 个百分点。此外，农副食品加工业价格上涨 6.2%，涨幅回落 0.5 个百分点。据测算，在 4 月份 3.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.3 个百分点，新涨价影响约为-2.8 个百分点。

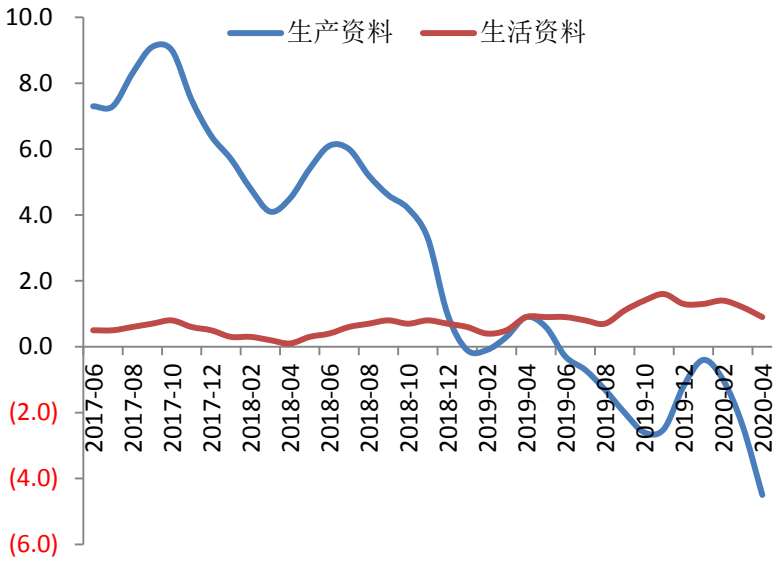
**图 4：PPI 同比、环比（%）**




*数据来源：wind，上海证券研究所*

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。其中，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。其中，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%。

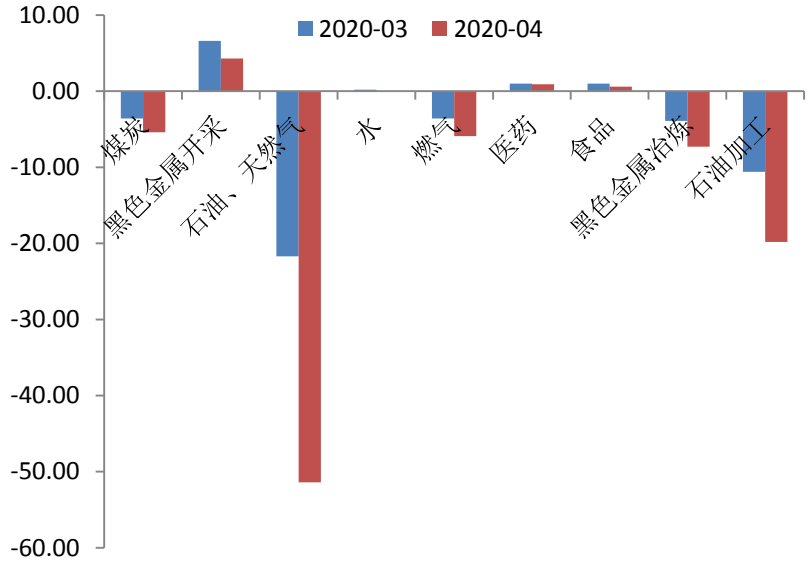
**图 1：生产资料和生活资料价格指数（%）**




*数据来源：wind，上海证券研究所*

工业生产者主要行业出厂价格中，煤炭开采和洗选业价格同比下降 5.4%，降幅扩大 1.8 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 4.3%，涨幅下降 2.3 个百分点；石油和天然气开采业下降 51.4%，降幅扩大 29.7 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 19.8%，降幅扩大 9.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 7.3%，降幅扩大 3.4 个百分点。

图 6：PPI 细项（%）




*数据来源：wind，上海证券研究所*

## 事件影响：对经济和市场

### 价格持续回落

食品非食品价格双双下跌带动 CPI 继续回落。从环比看，CPI 下降 0.9%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点。由于疫情得到有效控制，生产生活秩序恢复，消费品的供给增加，有利于价格的回落，尤其是食品。食品价格下降 3.0%，降幅收窄 0.8 个百分点，影响 CPI 下降约 0.70 个百分点，是带动 CPI 继续下降的主要因素。非食品价格下降 0.2%，降幅收窄 0.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.17 个百分点。非食品中，由于国际原油价格的低迷，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 7.5%、8.2%和 3.7%。从同比来看，CPI 上涨 3.3%，涨幅比上月回落 1.0 个百分点。其中，食品价格上涨 14.8%，涨幅回落 3.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.98 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 96.9%，涨幅回落 19.5 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格上涨 8.2%—20.5%，涨幅均有所回落；鸡蛋价格由上月上涨 2.1%转为下降 3.4%；鲜果和鲜菜价格分别下降 10.5%和 3.7%，降幅分别扩大 4.4 和 3.6 个百分点。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点。非食品中，医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.2%和 2.0%，交通和通信、衣着、居住价格分别下降 4.9%、0.4%和 0.3%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，核心通胀依然低迷。据测算，在 4 月份 3.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为 0.1 个

百分点。

受疫情冲击下国内需求偏弱以及国际大宗商品价格低迷影响（尤其是国际油价的低迷），工业品价格跌幅加深。从环比看，PPI 下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。从调查的 40 个工业行业大类看，价格下降的有 30 个，上涨的有 8 个，持平的有 2 个。受油价影响拖累，石化相关行业价格进一步下跌。从同比看，PPI 下降 3.1%，降幅比上月扩大 1.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 4.5%，降幅扩大 2.1 个百分点；生活资料价格上涨 0.9%，涨幅回落 0.3 个百分点。主要行业价格降幅均有所扩大。其中，石油和天然气开采业价格下降 51.4%，扩大 29.7 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 19.8%，扩大 9.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 8.3%，扩大 3.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 7.3%，扩大 3.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格下降 6.0%，扩大 2.5 个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降 5.4%，扩大 1.8 个百分点。此外，农副食品加工业价格上涨 6.2%，涨幅回落 0.5 个百分点。据测算，在 4 月份 3.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.3 个百分点，新涨价影响约为-2.8 个百分点。

整体来看，价格指数进一步回落。随着复工稳产进一步加快，供给恢复，食品价格明显回落，CPI 加速向下。值得关注的是，工业品价格跌幅扩大，工业品通缩压力加大。

### 资本市场波动中向好

伴随国内经济逐渐企稳，海外经济虽受冲击较大，但资本市场在庞大的货币放松政策对冲下仍然稳固，并在渡过前期冲击后，走稳态势依旧。海内外疫情的变化带来的预期变化和货币政策操作框架变化，推动了中国利率期限结构下降，形状改善，信用风险缓释态势延续，市场平稳中趋于活跃；股市伴随通胀预期扭转和经济内生动力上行，趋向好转，分化延续、核心资产中科技主线突出。在全球主要经济体先后迈入负利率时代候，中国供给侧改革重心“降成本”，在未来 2 年都将延续，2020 年货币当局下调基准货币利率趋势不变，政策利率和存准率都会有下调，利率下行是长期趋势。

## 趋势预测分析：

### 价格趋低打开利率体系下行空间

4 月消费品价格继续回落，生猪生产的恢复及供应紧张状况的缓解，使得猪肉价格缓慢下行态势仍将持续。另一方面，定价体系变化带来国际原油市场低位震荡趋势，也将延续较长时期；受此影响，国

际大宗商品市场价格低迷态势也将延续。因此，国内价格在经济运行压力较大情况下，继续回落趋势不变；工业品价格萎缩态势也将延续。价格趋低为货币当局降低融资利率打开了空间，未来货币当局将进一步调降各类基础货币投放工具的利率，从而引导货币市场利率、进而整个市场利率体系下行。最新的货币政策报告中要求货币政策要更加灵活适度，M2 与社融与名义增速匹配甚至略高，以更大的政策力度对冲疫情影响，也就意味着货币环境仍将维持宽松。

## 分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

**附表：上海证券债券投资价值评级分类**

| 类型<br>内容 | 两全级 | 配置级 | 投资级 | 回避级 |
|---|---|---|---|---|
| **安全性** | 高 | 高 | 全分布 | 低 |
| **收益性** | 高 | 高 | 高 | 低 |
| **流动性** | 高 | 低 | 高 | 全分布 |

***资料来源：上海证券研究所整理***

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。