财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

需求不足是物价走弱主因 扩需求政策仍需加码

——2020 年 4 月 CPI 和 PPI 数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **高基数和供给增加共同导致食品价格回落，叠加国际油价波动和居民消费需求不足，5 月 CPI 同比回落 1 个百分点至 3.3%。**4 月疫情对食品价格的推升作用已经基本消退，在高基数、猪周期步入下半场和天气转暖后蔬菜水果供给增加等因素的叠加影响下，4 月食品同比价格涨幅回落较多。其中，猪肉同比较上月回落 19.5%至 96.9%，对 CPI 的拉动降低 0.4 个百分点；蔬菜价格环比下跌 8.0%，是食品价格回落的主因之一。除医疗保健外，4 月非食品各分项均出现不同程度的回落，其中受国际油价大幅波动影响，交通和通信降幅继续扩大，是非食品的主要拖累；疫后需求不足成影响居民消费的关键变量，可选消费品和服务价格面临一定下降压力。
- **预计 5 月 CPI 增长 2.6%左右，较 4 月回落 0.7 个百分点。一是**预计 5 月食品价格环比降幅与 4 月相当；**二是**国际油价已触及国内成品油调控下限，且 4 月下旬国际油价有所回暖，预计 5 月国内油价相对平稳，但居民消费需求不足态势或将延续；**三是** 5 月份 CPI 翘尾因素为 3.2%，与 4 月相同。
- **国内需求恢复不及生产，叠加国外需求下降，PPI 降幅扩大。**4 月 PPI 降幅扩大 1.6 个百分点至 3.1%，国际原油和大宗商品价格回落是直接原因，而疫后国内需求恢复速度慢于生产，且全球疫情大流行下外需回落，是 PPI 回落的根本原因。

  从行业看，受国际油价持续下跌影响，石油产业链出厂价格降幅居首，是 PPI 下降的主要贡献力量；同时受全球需求回落影响，国际大宗商品价格下降，导致国内上游原材料行业价格降幅扩大。另外，计算机、通信和其他电子设备制造业价格有所上涨，或与数字经济兴起有关。
- **预计 5 月 PPI 约增长-3.4%，全年增长-2.0%左右。**一是需求层面看，全球疫情冲击下外需回落对工业品价格的冲击将持续存在，国内 PPI 的走势需看国内需求恢复情况，预计逆周期调节政策下，国内需求恢复步伐将加快，有利于 PPI 的稳定。二是供给层面看，随着国内逐步复工复产，工业供给能力提高，供给大于需求，不利于价格的提高。三是疫情下国际大宗商品价格上涨动能不足，将对国内 PPI 形成制约。预计 5 月份 PPI 增长-3.4%左右，2020 年全年 PPI 增长-2.0%左右。
- **PPI 和 CPI 剪刀差有所扩大，反映经济下行压力较大。**历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系。4 月份剪刀差较上月扩大 0.6 个百分点，连续 17 个月为负，反映我国工业企业利润下降态势仍将延续。展望未来，我们预计未来剪刀差或将继续为负，经济下行压力较大。

伍超明
财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
电话：18811575811
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、高基数和供给增加，食品价格回落；总需求不足，非食品下降 3
（一）疫情影响消散，高基数和气温回升共致食品价格回落较多 3
（二）国际油价波动和国内需求不足，非食品回落较多 4
二、预计 5 月 CPI 增长 2.6%左右，全年前高后低，增长 2.6%左右 4
三、预计 5 月 PPI 增长-3.4%左右，全年约增长-2.0% 5
（一）国内需求恢复慢于生产，叠加国外需求下降，PPI 降幅扩大 5
（二）预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，5 月份增长-3.4%左右 6
四、PPI 和 CPI 剪刀差持续为负，预示经济下行压力较大 6

正文：

事件：2020 年 4 月份全国居民消费价格指数（CPI）环比下降 0.9%，降幅较上月收窄 0.3 个百分点，同比上涨 3.3%，涨幅较上月回落 1.0 个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降 1.3%，降幅较上月扩大 0.3 个百分点，同比下降 3.1%，降幅较上月扩大 1.6 个百分点。

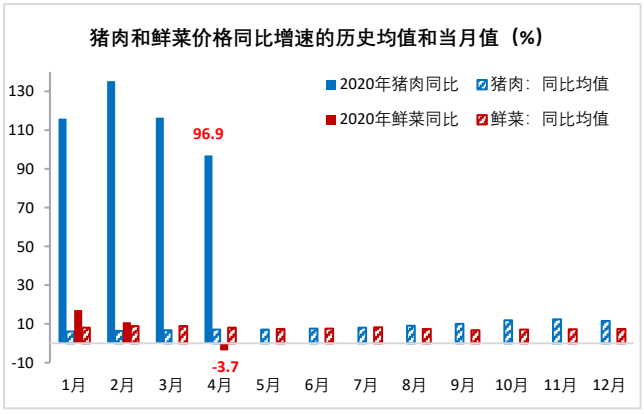
一、高基数和供给增加，食品价格回落；总需求不足，非食品下降

（一）疫情影响消散，高基数和气温回升共致食品价格回落较多

从同比看，4 月食品价格上涨 14.8%，较上月降低 3.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.98 个百分点。具体看，疫后猪肉供给增加和高基数效应下，猪肉价格同比较上月回落 19.5 个百分点至 96.9%，影响 CPI 上涨约 2.36 个百分点；天气转暖时令蔬果供给增加，鲜菜和鲜果价格分别下跌 3.7%和 10.5%，分别影响 CPI 下降约 0.1 和 0.21 个百分点（见图 1）。

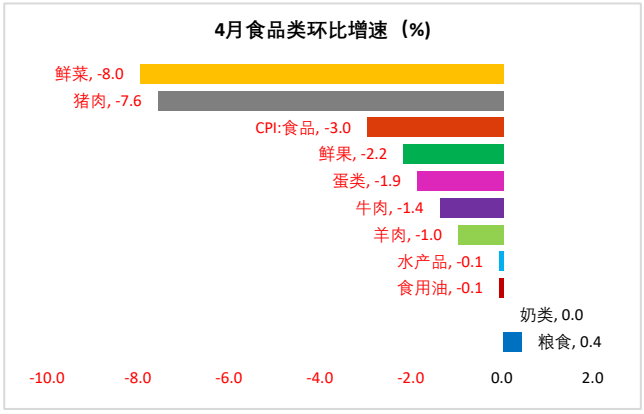
从环比看，食品价格下跌 3.0%，降幅较上月收窄 0.8 个百分点。除粮食外，重要食品分项环比价格均出现不同程度的回落。其中，鲜菜和猪肉价格环比降幅最高，是食品环比降幅仍高的主要原因（见图 2）。

图 1：4 月鲜菜和猪肉价格同比增速



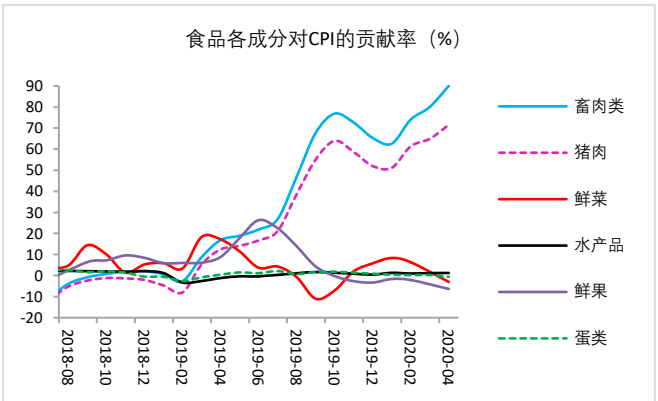
资料来源：WIND，财信研究院

图 2：4 月食品类价格环比增速



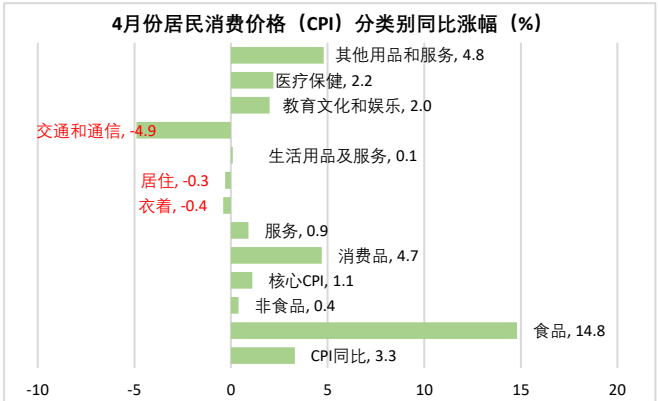
资料来源：WIND，财信研究院

图 3：食品各成分对 CPI 贡献率



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：4 月份居民消费价格（CPI）分类别同比涨幅（%）



资料来源：WIND，财信研究院

从食品各成分对 CPI 同比的贡献率看，由于鲜菜、鲜果等成分价格同比波动更剧烈，4 月猪肉贡献率持续提升，鲜菜贡献率下降较多，两者波动变化主导了食品价格的走势。

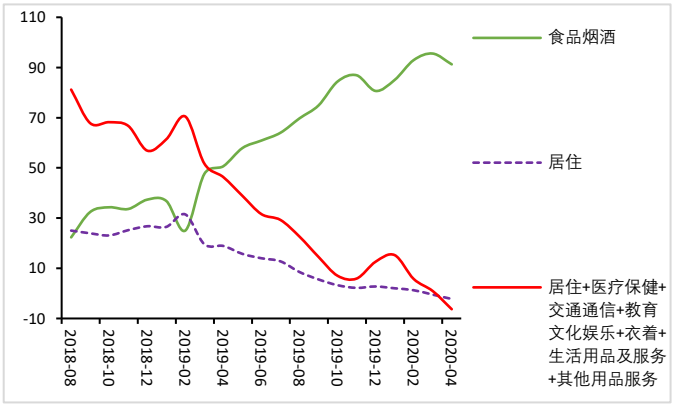
总体看，疫情对食品价格的推升作用已基本全部消散，在高基数、猪周期步入下半场和天气转暖后蔬菜水果供给增加等因素的叠加影响下，4 月食品同比价格涨幅回落较多，是 CPI 同比涨幅回落的主要贡献力量。据测算，4 月 CPI 同比下降的 1.0 个百分点中，有 0.72 个百分点是食品价格回落贡献的。

（二）国际油价波动和国内需求不足，非食品回落较多

4 月非食品价格同比上涨 0.4%，较上月下降 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点，创 2010 年以来的新低。其中，医疗保健类、交通和通信、教育文化和娱乐类、居住类价格分别上涨 2.2%、-4.9%、2.0%、-0.3%（见图 4），分别较上月变动 0.0%、-1.1%、-0.5%和-0.2%。除医疗保健价格相对稳定外，4 月其他非食品分项价格均出现不同程度下降，表明国内需求依然偏弱。其中，受国际原油价格波动影响，汽油、柴油等价格持续回落，交通和通信项降幅较高，是非食品价格的主要拖累；疫后需求不足成为影响居民消费的关键变量，可选消费品或服务价格面临一定下降压力。

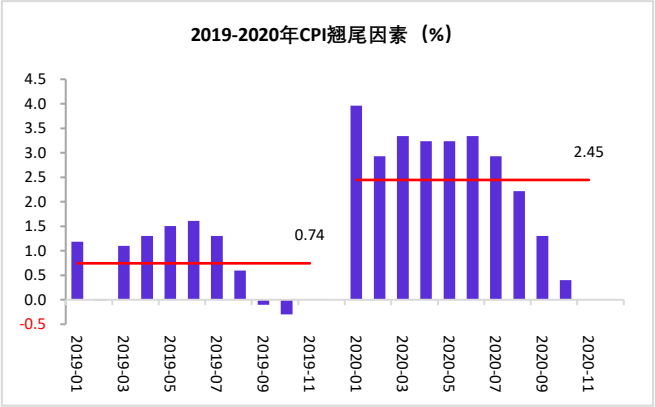
在各类食品价格轮番上涨的影响下，2019 年服务类项目贡献率下降较快。但 2019 年 12 月份以来，受前期国际油价上涨、国家出台政策稳定猪价影响，服务类项目贡献率有所上升。今年以来，疫情冲击和国际油价大幅下降影响下，非食品对 CPI 的贡献率持续下降（见图 5）。

图 5：服务类项目贡献率有所下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：2020 年全年翘尾因素提高



资料来源：WIND，财信研究院

二、预计 5 月 CPI 增长 2.6%左右，全年前高后低，增长 2.6%左右

预计 5 月消费者物价指数（CPI）增长 2.6%左右，较 4 月降低 0.7 个百分点。理由如下：

一是预计 5 月食品环比降幅或与本月相当。历史经验表明，5 月份食品价格环比降幅将略有扩大，如历史均值将由 4 月的-0.6%变为 5 月的-0.8%。根据农业部高频数据，截止到 5 月 11 日，28 种重点监测蔬菜、7 种重点监测水果、猪肉价格环比分别变化-11.0%、

3.5%、-5.1%。与 4 月相比，蔬菜价格变动与上月基本相当，水果价格涨幅扩大、猪肉价格降幅略有收窄。总体看，5 月食品环比降幅或与 4 月相当。

二是预计 5 月国内成品油价格相对稳定，但居民消费需求不足或制约非食品价格上涨。国际油价是非食品价格短期波动的关键变量，3 月份美国 WTI 和英国布伦特油价均已触及国内成品油调控下限 40 美元，且 4 月下旬以来国际油价有所反弹，因此预计 5 月份国内成品油价格或相对稳定。4 月份数据显示，疫后居民消费需求不足是非食品价格的主导因素，未来非食品走势取决于国内需求的恢复程度。

三是 5 月份 CPI 的翘尾因素为 3.2%，与 4 月相同（见图 6）。

综合上述各方面的影响，预计 5 月 CPI 增长 2.6%左右，较 4 月下降 0.7 个百分点。同时预计 2020 年全年 CPI 约增长 2.6%，呈前高后低走势。

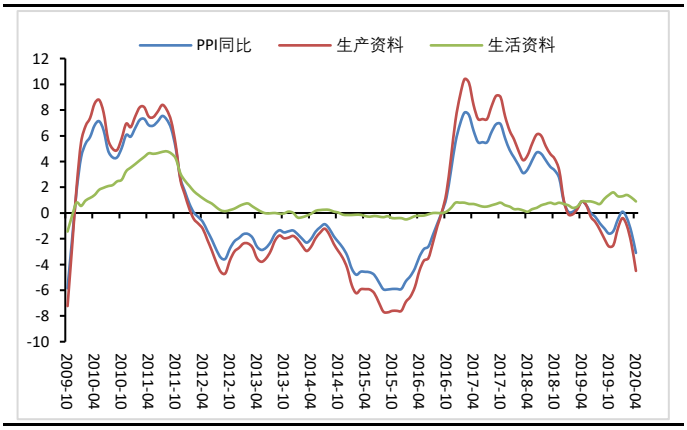
三、预计 5 月 PPI 增长-3.4%左右，全年约增长-2.0%

（一）国内需求恢复慢于生产，叠加国外需求下降，PPI 降幅扩大

4 月份，工业生产者出厂价格同比下降 3.1%，降幅较上月扩大 1.6 个百分点。其中，生产资料同比下降 4.5%，降幅较上月扩大 2.1 个百分点，其波动与 PPI 基本一致，是导致 PPI 变化的主要原因；生活资料上涨 0.9%，较上月回落 0.3%（见图 7）。国际原油和大宗商品价格回落是 PPI 回落的直接原因，而疫后国内需求恢复速度慢于生产，且全球疫情大流行下外需回落，是 PPI 回落的根本原因。

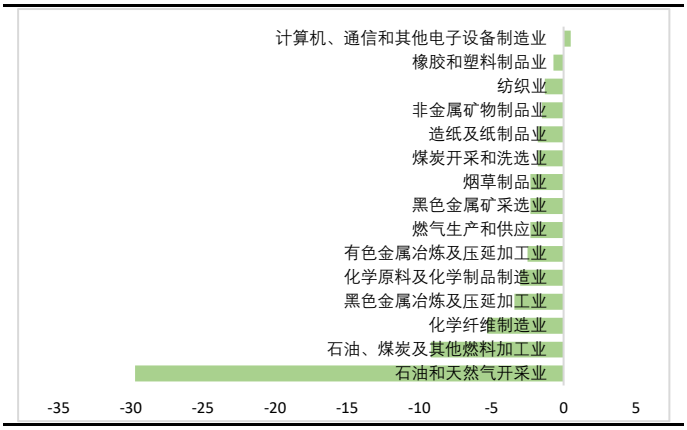
从行业看，受国际油价持续下跌影响，石油产业链出厂价格降幅居首，是 PPI 下降的主要贡献力量；同时受全球需求回落影响，国际大宗商品价格下降，导致国内上游原材料行业价格降幅扩大。另外，计算机、通信和其他电子设备制造业价格有所上涨，或与数字经济兴起有关（见图 8）。

图 7：生产资料和生活资料走势出现分化



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：3 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）

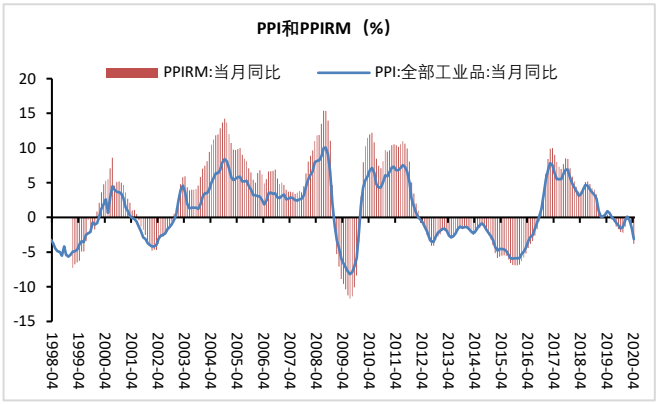


资料来源：WIND，财信研究院

从原材料购进价格（PPIRM）对 PPI 的影响看，前者涨跌变化直接左右后者的同向变动（见图 9）。由于我国编制的 PPIRM 所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色

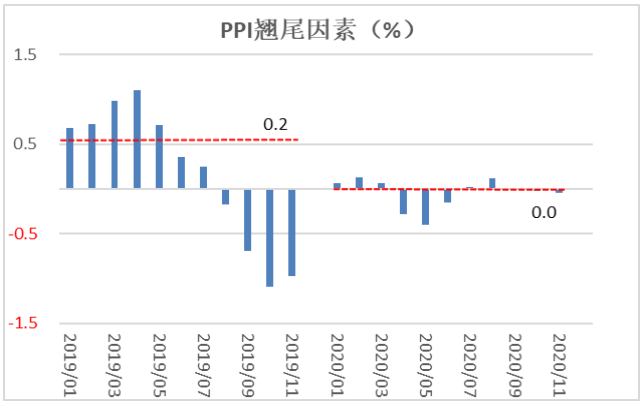
金属、化工、建材等九大类，调查涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品价格，因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格（CRB）的影响，也受国内需求等基本面因素的约束。但由于中国是全球大宗商品的最大需求方，所以 PPIRM 最重要的决定因素还是中国需求。PPI 和 PPIRM 的下降态势，实质上反映的是中国内需尤其是工业投资需求的不足。

图 9：PPI 与原材料购进价格指数（PPIRM）



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：2020 年 PPI 翘尾因素小幅下降



资料来源：WIND，财信研究院

（二）预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，5 月份增长-3.4%左右

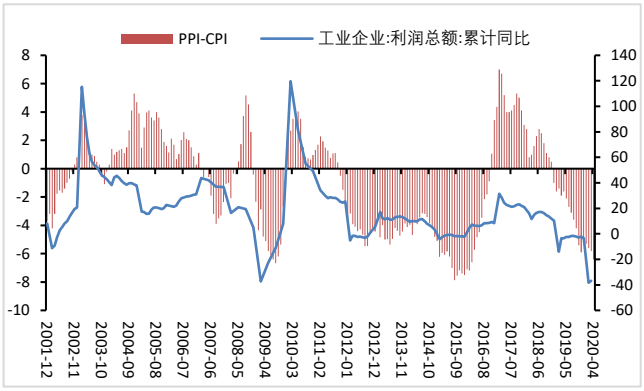
展望 2020 年，我们预计 PPI 增速将负增长，增长-2.0%左右。**一是**从技术层面看，翘尾因素降低 0.2 个百分点，从 2019 年的 0.2%降至 2020 年的 0.0%（见图 10）。**二是**从需求层面看，全球疫情大流行下，2020 年国内外需求均出现大幅下降，国外需求回落对经济的冲击已难以避免，未来 PPI 的走势要看国内刺激政策能否稳定国内需求，国内需求反弹下 PPI 才会具备上涨基础。**三是**从供给层面看，3 月国内疫情好转后，国内企业复工复产情况较好，但近期监测数据显示企业复工复产速度有所放缓，需继续加大力度稳固国内生产。**四是**受全球需求和贸易下降影响，国际大宗商品价格下降压力较大，将持续对国内 PPI 价格形成制约。

综合来看，预计 5 月份 PPI 同比下降 3.4%左右，2020 年全年约增长-2.0%。

四、PPI 和 CPI 剪刀差持续为负，预示经济下行压力较大

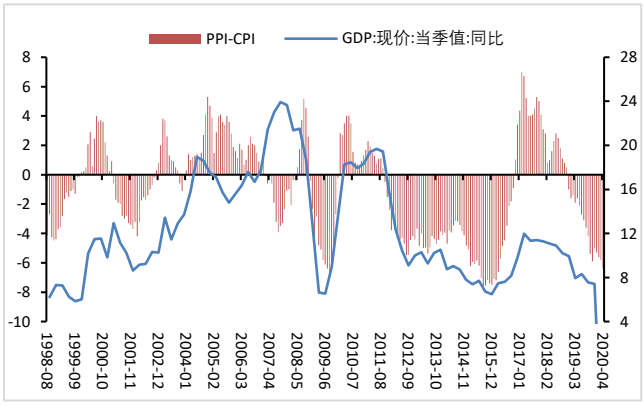
CPI 和 PPI 是我国价格指标体系的核心组成部分，其中 CPI 是居民购买生活消费品和服务的价格，而 PPI 是工业产品出厂价格指数。因此，PPI 和 CPI 剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系（见图 11-12）。4 月份 PPI 和 CPI 的剪刀差为-6.4%，较上月扩大 0.6 个百分点，连续 17 个月为负，预示着我国工业企业利润下降态势或将延续，企业盈利下降压力较大。

图 11：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示企业盈利能力下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示名义 GDP 增速下降



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。