2020 年 5 月 12 日

宏观经济

猪油共振下行，物价压力缓解

——2020 年 4 月通胀数据点评

行业点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：未来 PPI 同比增速走势的三个关键——2020 年 2 月通胀数据点评

2020-3-10

● **猪油共振下行，CPI 涨幅继续回落**

供需矛盾继续缓解叠加高基数，CPI 同比涨幅进一步回落。4 月 CPI 环比下降 0.9%，为 2005 年以来同期最低，CPI 同比上涨 3.3%，涨幅比上月回落 1.0 个百分点，主要原因有三个：（1）4 月国内疫情进一步好转，没有出现大面积反复，交通运输与生产企业复工复产较为充分，加上天气转暖，食品供应量增加，而国内一些学校开学偏晚，疫情好转也降低了居民囤积食品的需求，因此食品供需缺口继续收窄，是带动 CPI 继续下降的主要因素。（2）受国际原油价格波动影响，非食品价格环比增速远低于近年同期水平。（3）高基数效应。

通胀压力阶段性缓解，货币宽松延续。从 5 月以来的高频数据来看，蔬菜和猪肉价格继续下跌，而 5 月 CPI 仍然面临较高的基数，因此短期通胀压力大概率继续缓解，同时经济还没有回归至正常水平以及稳就业压力仍然比较大，未来货币宽松大概率会延续。

核心 CPI 增速疲弱反映需求恢复相对供给偏缓。2020 年 4 月核心 CPI 同比上涨 1.1%，较 3 月小幅回落，核心 CPI 环比增速为 2013 年以来同期最低，核心 CPI 增速是经济基本面的映射，反映虽然企业复工复产加速，供给能力恢复比较充分，但需求恢复相对偏缓，而前期受疫情影响，部分商家库存累积，存在降价促销的动机，这与“PMI 生产指数-新订单指数”处于历史高位相一致。从核心 CPI 的各分项来看，居住、衣着价格、教育文化和娱乐价格环比增速远远不及近年同期。

● **PPI 同比底部区域可能降至**

大宗商品价格下跌叠加高基数，PPI 降幅继续扩大。PPI 降幅继续扩大至 3.1%，主要原因在于：（1）4 月大宗商品价格下跌。4 月大宗商品价格环比下跌 8.7%，PPI 环比下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。从统计局调查的 40 个工业行业大类看，价格环比下降的有 30 个，上涨的有 8 个，持平的有 2 个；（2）高基数。2019 年 4 月 PPI 环比上涨 0.3%，属于近年同期偏高水平，高基数压低 2020 年 PPI 同比增速。

影响未来 PPI 同比走势的三个关键因素均出现改善，PPI 同比底部区域可能降至。未来 PPI 同比增速走势的三个关键：国内政策（影响国内工业品价格）、国外疫情与复工（影响全球总需求）与 OPEC+减产协议（影响油价）。近期我们看到这三个关键因素均出现一定改善，PPI 同比底部区域可能降至，未来 PPI 同比修复斜率主要取决于中美欧等核心国家经济共振修复的情况。

● **风险提示：海外疫情二次扩散；政策落实不及预期**

目 录

1、 猪油共振下行，CPI 涨幅继续回落 3
2、 PPI 同比底部区域可能降至 5

图表目录

图 1: 国内复工复产加速，农产品价格回落 3
图 2: 食品价格对 CPI 拖累大 4
图 3: 2020 年 4 月猪肉价格环比涨幅弱于近年同期 4
图 4: 2020 年 4 月核心 CPI 环比弱于近年同期 5
图 5: PPI 同比回落 6
图 6: 石油行业对 PPI 拖累大 6
图 7: CRB 现货指数同比降幅收窄 7

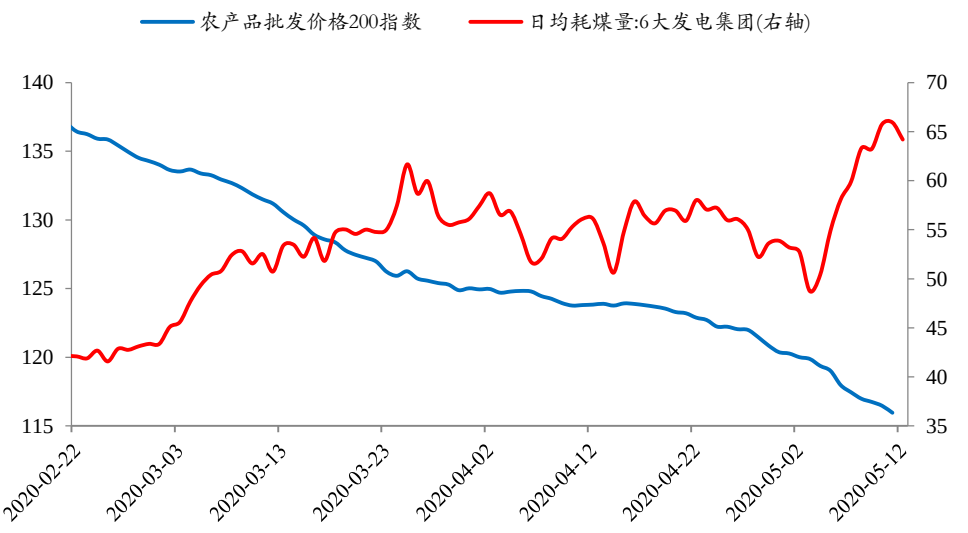
1、 猪油共振下行，CPI 涨幅继续回落

供需矛盾继续缓解叠加高基数，CPI 同比涨幅进一步回落。4 月 CPI 环比下降 0.9%，为 2005 年以来同期最低，CPI 同比上涨 3.3%，涨幅比上月回落 1.0 个百分点，主要原因有三个：（1）4 月国内疫情进一步好转，没有出现大面积反复，交通运输与生产企业复工复产较为充分，加上天气转暖，食品供应量增加，而国内一些学校开学偏晚，疫情好转也降低了居民囤积食品的需求，因此食品供需缺口继续收窄，食品价格环比下降 3.0%，为 2005 年以来同期最低，是带动 CPI 继续下降的主要因素。其中，猪肉价格环比下跌 7.6%，同比涨幅回落至 96.9%，对 CPI 拉动率下降 0.4 个百分点。（2）受国际原油价格波动影响，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%，导致非食品价格环比增速远低于近年同期水平，交通和通信价格同比下降 4.9%，对 CPI 拉动率较上月回落 0.12 个百分点。（3）高基数效应。2019 年 4 月 CPI 环比上涨 0.1%，属于历史同期偏高水平。

通胀压力阶段性缓解，货币宽松延续。从 5 月以来的高频数据来看，蔬菜和猪肉价格继续下跌，而 5 月 CPI 仍然面临较高的基数，因此短期通胀压力大概率继续缓解，同时经济还没有回归至正常水平以及稳就业压力仍然比较大，未来货币宽松大概率会延续。央行一季度货币政策执行报告提到“持续深化 LPR 改革，按照市场化、法治化原则，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，疏通货币政策传导机制，用改革的办法促进社会融资成本进一步下行”、“进一步完善‘三档两优’存款准备金框架，建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制”。

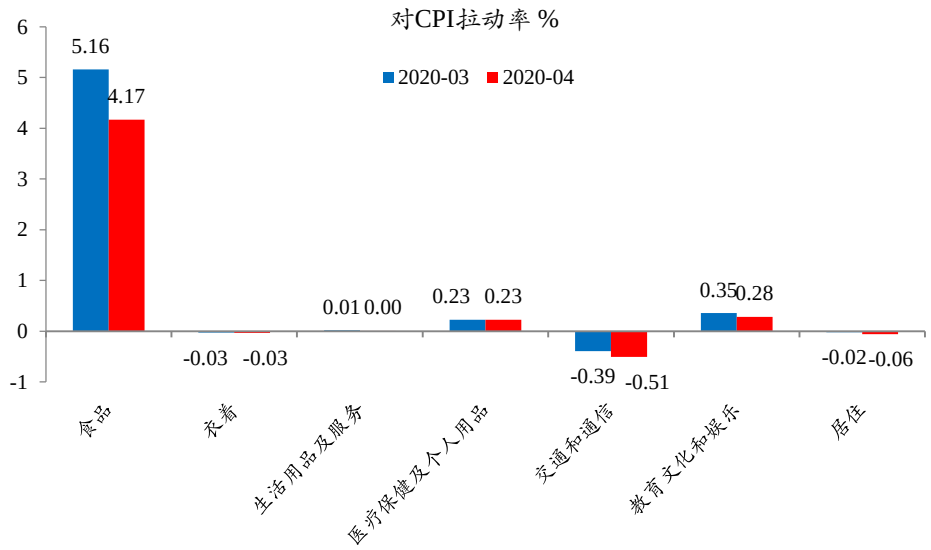
核心 CPI 增速疲弱反映需求恢复相对供给偏缓。2020 年 4 月核心 CPI 同比上涨 1.1%，较 3 月小幅回落，核心 CPI 环比增速为 2013 年以来同期最低，核心 CPI 增速是经济基本面的映射，反映虽然企业复工复产加速，供给能力恢复比较充分，但需求恢复相对偏缓，而前期受疫情影响，部分商家库存累积，存在降价促销的动机，这与“PMI 生产指数-新订单指数”处于历史高位相一致。从核心 CPI 的各分项来看，居住、衣着价格、教育文化和娱乐价格环比增速远远不及近年同期。

图1： 国内复工复产加速，农产品价格回落



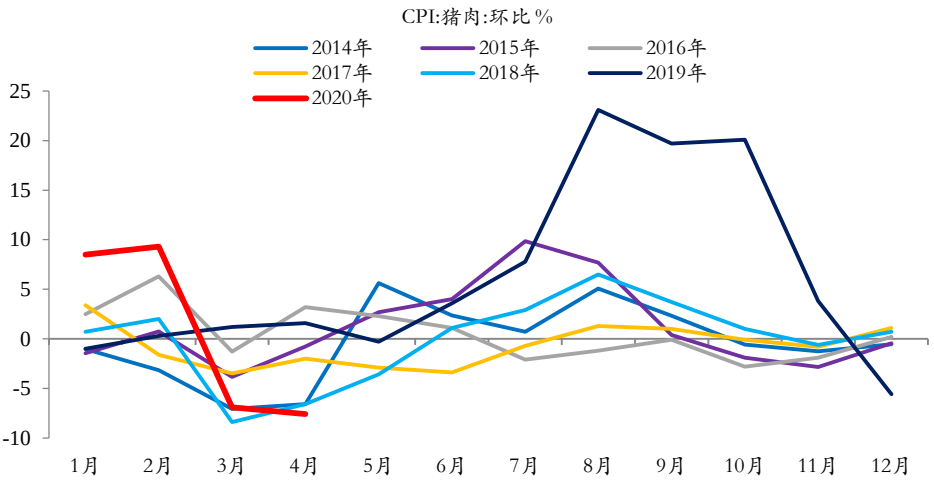
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 食品价格对 CPI 拖累大



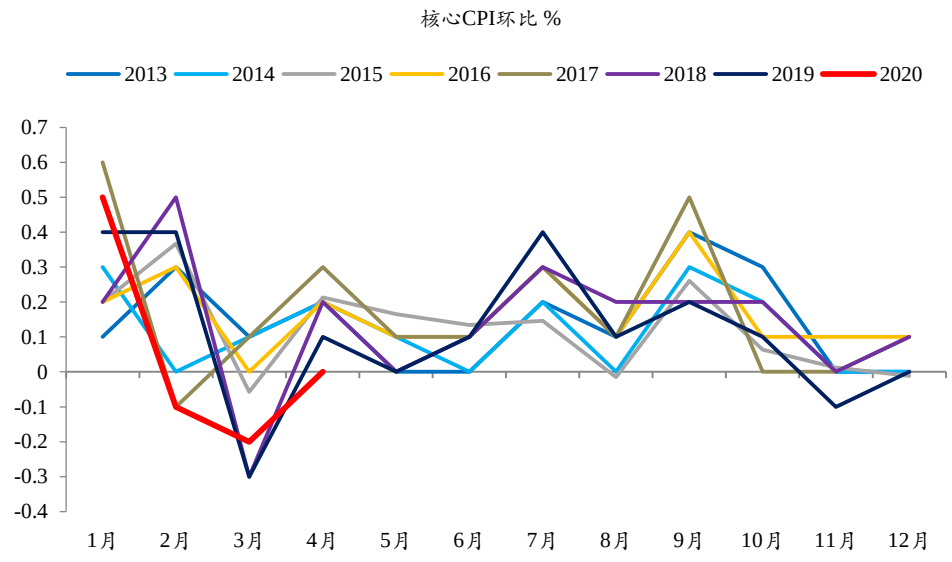
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 2020 年 4 月猪肉价格环比涨幅弱于近年同期



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 2020 年 4 月核心 CPI 环比弱于近年同期



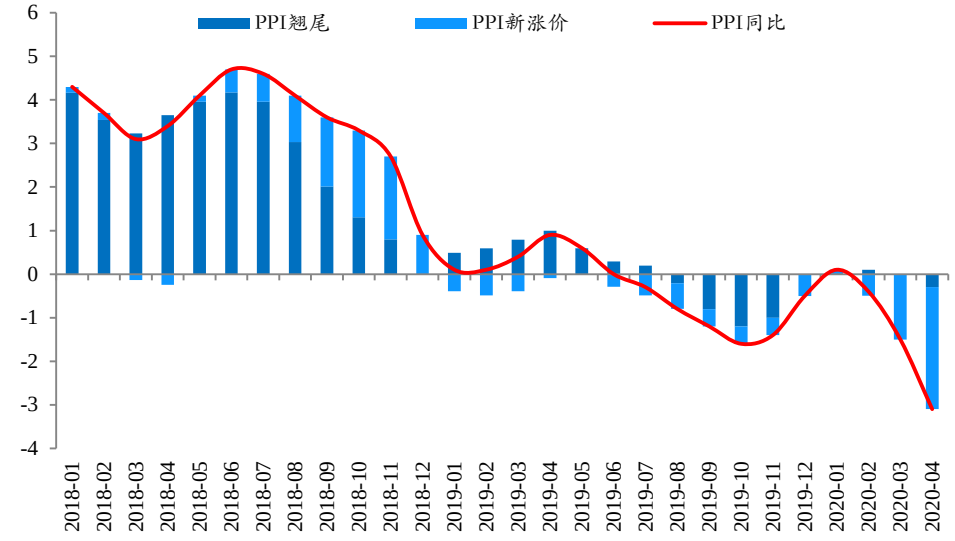
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 PPI 同比底部区域可能降至

大宗商品价格下跌叠加高基数，PPI 降幅继续扩大。PPI 降幅继续扩大至 3.1%，主要原因在于：（1）4 月大宗商品价格下跌。4 月大宗商品价格环比下跌 8.7%，PPI 环比下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。从统计局调查的 40 个工业行业大类看，价格环比下降的有 30 个，上涨的有 8 个，持平的有 2 个；（2）高基数。2019 年 4 月 PPI 环比上涨 0.3%，属于近年同期偏高水平，高基数压低 2020 年 PPI 同比增速。

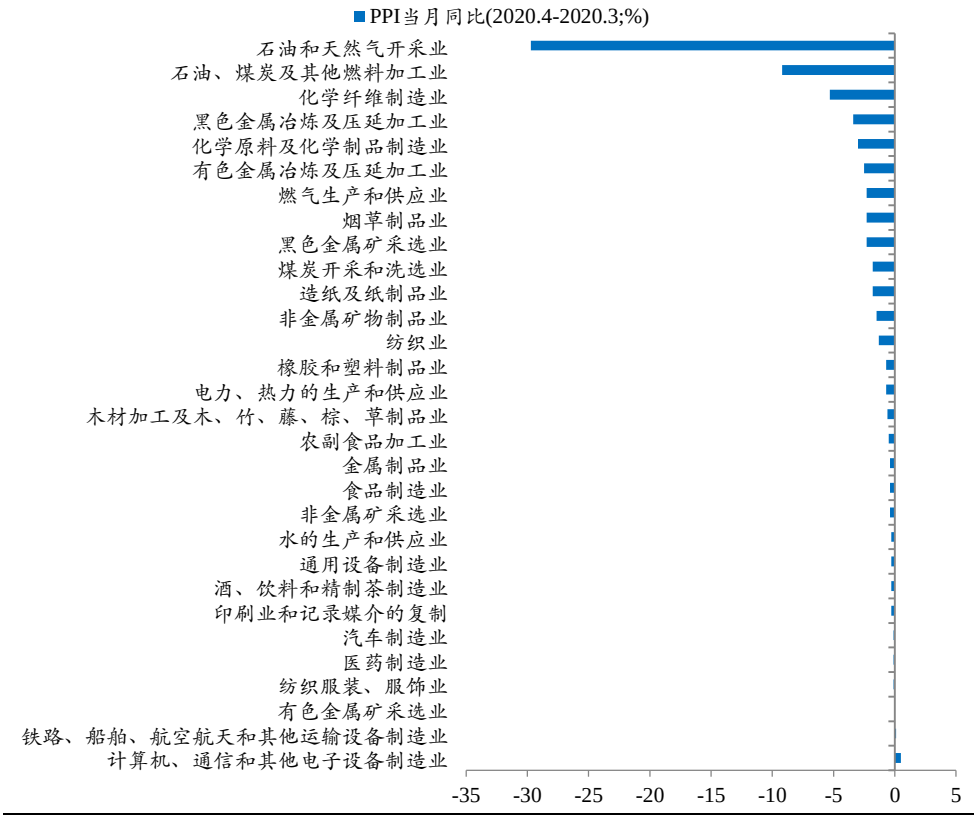
影响未来 PPI 同比走势的三个关键因素均出现改善，PPI 同比底部区域可能降至。未来 PPI 同比增速走势的三个关键：国内政策（影响国内工业品价格）、国外疫情与复工（影响全球总需求）与 OPEC+减产协议（影响油价）。近期我们看到这三个关键因素均出现一定改善，首先，国内逆周期政策发力，4 月信贷社融等数据无论是总量还是结构都非常不错，而由于稳就业压力以及经济还没有回归正常水平，未来货币、财政政策可能仍然比较友好。其次，欧美等发达国家疫情数据改善，复工复产在推进，经济最差的时候可能正在过去，全球总需求有望走出低谷，待观察的是经济修复的速度如何。最后，虽然原油供需失衡格局短时间难以完全扭转，但边际上来看，OPEC+从 5 月开始执行减产协议，沙特宣布自愿性的单方面减产 100 万桶/日。因此，由于这三个关键因素均出现改善，PPI 同比底部区域可能降至，未来 PPI 同比修复斜率主要取决于中美欧等核心国家经济共振修复的情况。

图5： PPI 同比回落



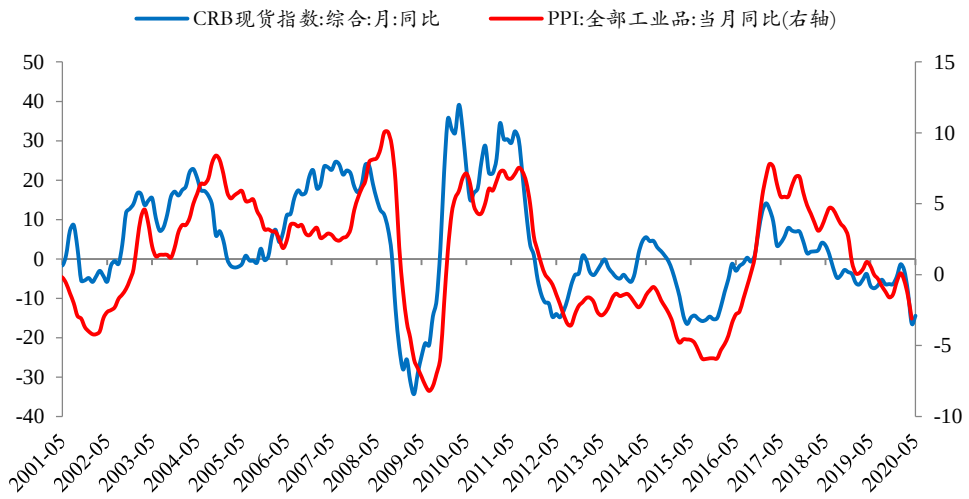
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 石油行业对 PPI 拖累大



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： CRB 现货指数同比降幅收窄



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社 2016 年 8 月出版。

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，9 年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/