

## 宏观点评报告

2019年5月9日

# 油猪共振担忧暂歇，CPI 年末迎高点

## 4月通胀点评

### 核心内容：

#### 1、4月CPI小幅走高，核心CPI下行

4月份全国居民消费价格同比上行2.5%，环比上行0.1%；其中食品价格上行6.1%，非食品价格上行1.7%。4月CPI小幅上行，主要是非食品价格上行带来：（1）旅游价格上行1.5%，旅游价格在4月份节日性上行，5月会出现回落；（2）其他服务价格上行0.4%，预计也与节日有关。食品价格平稳，蔬菜价格的下行抵消了其他食品价格的上行。随着CPI同比增速的走高，核心CPI出现下行，4月份核心CPI同比增速1.7%，比上个月下行0.1个百分点，低于2017年和2018年的水平，食品和能源价格带动了CPI上行。

#### 2、5月份CPI可能与4月份持平

5月份CPI翘尾影响约为2.7%，5月份非食品价格走低，食品价格与4月份相似，蔬菜价格下跌和其他食品价格上涨互补，食品价格小幅下滑。预计5月份CPI约为2.5%~2.6%。

5月份旅游价格回落，5月伊始原油价格走低，预计5月份交通类价格同样下滑。5月份随着天气好转蔬菜价格继续走低，水果价格涨幅有限。猪周期下的猪肉价格涨幅仍然没有结束，猪肉价格涨幅可能会忽视夏天需求的弱势，继续小幅上行，而在年末需求的带动下大幅上行，5月份判断猪肉价格继续上行。鸡蛋的供应会在未来几个月内走弱，加上猪肉价格上行带来的蛋白替代，预计5月份鸡蛋价格仍然小幅上行。

#### 3、CPI高点在年末，货币政策暂无压力

由于5月份油价有下行态势，对CPI影响较大的油猪共振担忧减弱。单纯的猪肉价格上行带来的CPI走高是暂时的。预计2019年CPI涨幅在2.4%左右，下半年CPI走高，CPI高点在2020年春节到来，但短暂冲击后重新走低。

货币政策已经在4月份有所谨慎，但并不是因为通胀的原因，货币政策会在4季度会通胀有所警惕，由于M1重新回落，货币刺激并无太大动作，通胀担忧并不强烈。货币政策仍然宽松有度，4季度面临短暂压力也不会改变货币政策口径。

#### 4、大宗商品4月拉动PPI，下半年PPI可能转负

4月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨0.9%，环比上涨0.3%。1-4月份，工业生产者出厂价格同比上行0.3%。PPI水平低于2017年和2018年，这是供给侧改革结束后，工业品价格涨幅的自然回落。而PPI翘尾水平仍在低位，如果PPI不能保持持续上行，那么下半年PPI会回到负值。从分类上来看，生产资料价格涨幅较大，采掘工业出厂价格上行最快，原材料工业也有一定上行。这是与铁矿石和原油价格上行分不开的。铁矿石价格4月份平均价格641.98元/吨，比3月份上行4.05%，螺纹钢的平均价格4060.3元/吨，比3月份上行6.98%，4月份焦炭出厂价格同样提升。4月份布伦特原油和WTI原油平均价格比上月分别上行了6.8%和9.8%。4月份大宗商品价格的上行带动了PPI的出厂价格。

5月份开始，原油价格稍有回落，铁矿石价格仍然上行，受房地产开工影响较大的螺纹钢价格依然较为坚挺。但是铁矿石受到供给消息影响较大，螺纹钢进一步上行的难度加大，如果钢材价格上行难度加大，那么更高价格的铁矿石和焦煤焦炭就没有基础。PPI持续上行的动力并不足。PPI翘尾在逐步回落，如果没有连续的价格上行，PPI会在今年下半年跌入负值，我们认为下半年跌入负值的可能性较大。2019年PPI可能在0%左右运行。

### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

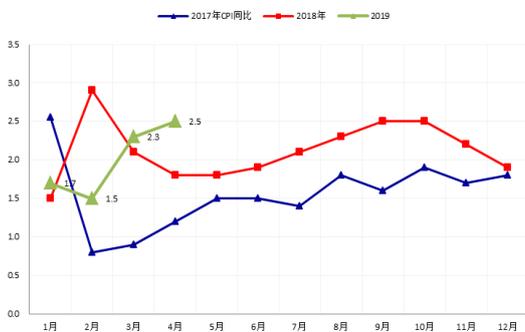
## 一、4月CPI小幅走高，核心CPI下行

4月份全国居民消费价格同比上行2.5%，环比上行0.1%；其中食品价格上行6.1%，非食品价格上行1.7%。

4月CPI小幅上行，主要是非食品价格上行带来：（1）旅游价格上行1.5%，旅游价格在4月份节日性上行，5月会出现回落；（2）其他服务价格上行0.4%，预计也与节日有关。食品价格平稳，蔬菜价格的下行抵消了其他食品价格的上行。

随着CPI同比增速的走高，核心CPI出现下行，4月份核心CPI同比增速1.7%，比上个月下行0.1个百分点，低于2017年和2018年的水平，食品和能源价格带动了CPI上行。

图1: CPI同比小幅上行(%)



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

图2: 核心CPI小幅下滑(%)



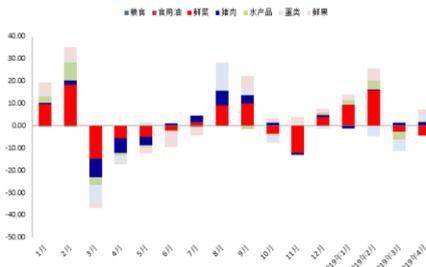
数据来源: Wind 中国银河证券研究院

## 二、5月份CPI可能与4月份持平

5月份CPI翘尾影响约为2.7%，5月份非食品价格走低，食品价格与4月份相似，蔬菜价格下跌和其他食品价格上涨互补，食品价格小幅下滑。预计5月份CPI约为2.5%~2.6%。

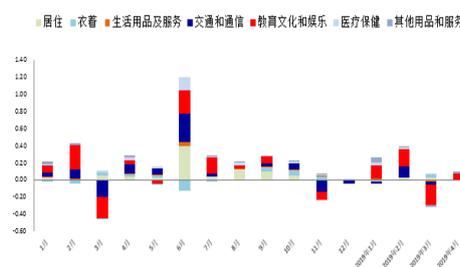
4月非食品价格变动较为微弱，旅游价格在4月份节日性上行，其他价格基本平稳。5月份旅游价格回落，5月伊始原油价格走低，预计5月份交通类价格同样下滑。

图3: 食品价格环比涨跌(%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图4: 非食品价格对CPI的影响(%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

4月份食品价格中，蔬菜价格环比下跌4.5%，猪肉价格环比上行1.6%，鸡蛋价格上行2.7%，应季水果的价格涨幅在2.6%。19年度，蔬菜价格跌幅较为缓慢，4月份蔬菜虽然环比下跌4.5%，同比上行了17.4%，蔬菜价格拉升着今年的CPI上行。在天气的影响下，水果上市也较为缓慢，19年度水果已经

上行了 11.9%，并且水果价格下行的空间并不大。5 月份随着天气好转蔬菜价格继续走低，水果价格涨幅有限。

猪肉价格继续保持上行，猪肉价格上行带动了鸡蛋、水产品价格的 上行，猪周期下的猪肉价格涨幅仍然没有结束（参考《猪周期下的 CPI》），猪肉价格涨幅可能会忽视夏天需求的弱势，继续小幅上行，而在年末需求的带动下大幅上行，5 月份判断猪肉价格继续上行。鸡蛋价格来说，4 月份鸡蛋价格转正，鸡蛋的供应会在未来几个月内走弱，加上猪肉价格上行带来的蛋白替代，预计 5 月份鸡蛋价格仍然小幅上行。

图 5：寿光蔬菜价格回落较慢（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：猪周期下的猪肉价格（元/公斤）



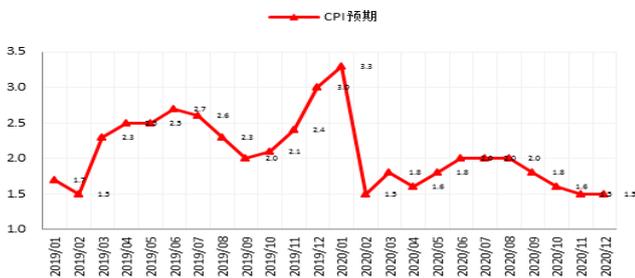
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

### 三、CPI 高点在年末，货币政策暂无压力

由于 5 月份油价有下行态势，对 CPI 影响较大的油猪共振担忧减弱。单纯的猪肉价格上行带来的 CPI 走高是暂时的。预计 2019 年 CPI 涨幅在 2.4% 左右，下半年 CPI 走高，CPI 高点在 2020 年春节到来，但短暂冲击后重新走低。

货币政策已经在 4 月份有所谨慎，但并不是因为通胀的原因，货币政策会在 4 季度会通胀有所警惕，由于 M1 重新回落，货币刺激并无太大动作，通胀担忧并不强烈。货币政策仍然宽松有度，4 季度面临短暂压力也不会改变货币政策口径。

图 7：2019~2020 年 CPI 预期（%）



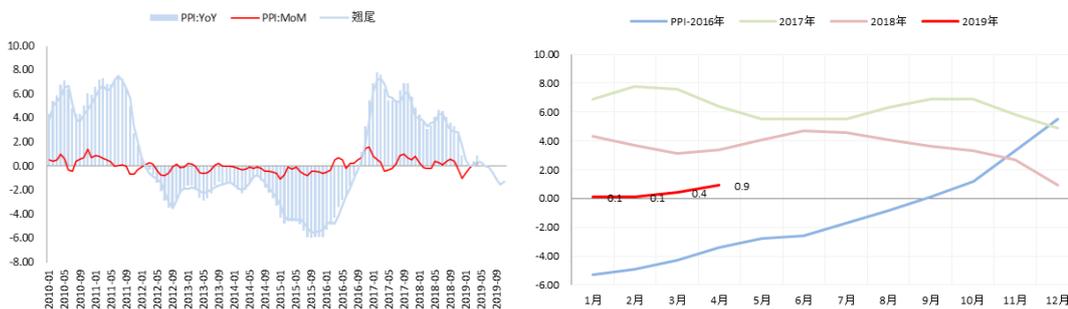
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

#### 四、大宗商品 4 月拉动 PPI，下半年 PPI 可能转负

4 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比上涨 0.9%，环比上涨 0.3%。1~4 月份，工业生产者出厂价格同比上行 0.3%。

PPI 水平低于 2017 年和 2018 年，这是供给侧改革结束后，工业品价格涨幅的自然回落。而 PPI 翘尾水平仍在低位，如果 PPI 不能保持持续上行，那么下半年 PPI 会回到负值。

图 8：4 月份 PPI 小幅上行 (单位:%)

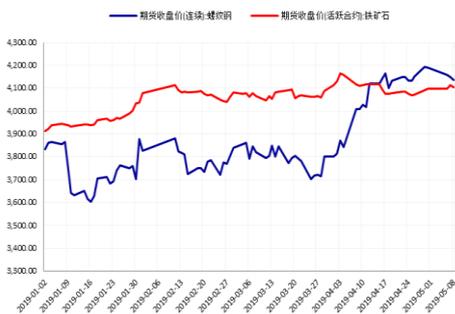


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

从分类上来看，生产资料价格涨幅较大，采掘工业出厂价格上行最快，原材料工业也有一定上行。这是与铁矿石和原油价格上行分不开的。铁矿石价格 4 月份平均价格 641.98 元/吨，比 3 月份上行 4.05%，螺纹钢的平均价格 4060.3 元/吨，比 3 月份上行 6.98%，4 月份焦炭出厂价格同样提升。4 月份布伦特原油和 WTI 原油平均价格比上月分别上行了 6.8% 和 9.8%。4 月份大宗商品价格的上行带动了 PPI 的出厂价格。

图 9：铁矿石和螺纹钢价格上行 (元/吨)

图 10：原油价格上行 (美元/桶)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

5 月份开始，原油价格稍有回落，铁矿石价格仍然上行，受房地产开工影响较大的螺纹钢价格依然较为坚挺。但是铁矿石受到供给消息影响较大，螺纹钢进一步上行的难度加大，如果钢材价格上行难度加大，那么更高价格的铁矿石和焦煤焦炭就没有基础。PPI 持续上行的动力并不足。

PPI 翘尾在逐步回落，如果没有连续的价格上行，PPI 会在今年下半年跌入负值，我们认为下半年跌入负值的可能性较大。2019 年 PPI 可能在 0% 左右运行。

表 1: 工业生产者出厂价格环比变化 (%)

	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04
石油和天然气开采	-6.10	5.00	5.60	3.60
烟草制品	0.10	0.00	0.00	2.20
黑色金属冶炼及压延加工	-2.00	0.30	1.10	2.10
黑色金属矿采选	-0.10	1.80	0.80	1.50
石油、煤炭及其他燃料加工	-4.50	0.90	2.30	1.30
化学纤维制造	-1.40	0.30	0.00	0.80
有色金属冶炼及压延加工	-0.70	0.10	0.70	0.50
非金属矿采选	0.30	0.00	0.10	0.40
电力、热力的生产和供应	0.20	0.10	0.10	0.40
食品制造	0.10	0.00	-0.10	0.30
酒、饮料和精制茶制造	0.00	0.00	0.10	0.30
化学原料及化学制品制造	-1.50	-0.50	-0.40	0.30
医药制造	0.00	0.20	0.00	0.30
农副食品加工	-0.30	0.00	0.10	0.20
金属制品	-0.30	0.00	0.00	0.20
水的生产和供应	1.00	0.20	0.20	0.20
木材加工及木、竹、藤、棕、草	0.00	0.30	0.00	0.10
印刷业和记录媒介的复制	-0.10	-0.10	-0.20	0.10
橡胶和塑料制品	-0.20	-0.30	-0.20	0.10
非金属矿物制品	-0.20	-0.50	-0.40	0.10
通用设备制造	-0.10	0.10	0.00	0.10
纺织	0.10	-0.10	0.00	0.00
汽车制造	0.00	-0.20	0.00	0.00
铁路、船舶、航空航天和其他运	-0.10	-0.20	0.00	0.00
有色金属矿采选	-0.50	0.10	0.70	-0.20
纺织服装、服饰	-0.10	0.00	-0.10	-0.20
计算机、通信和其他电子设备制	-0.30	-0.80	-0.20	-0.20
造纸及纸制品	-0.70	-0.60	-0.30	-0.40
煤炭开采和洗选	0.00	-0.10	-0.10	-0.50
燃气生产和供应	1.30	-0.40	-0.30	-1.40

数据来源: Wind 中国银河证券研究院

## 评级标准

银河证券行业评级体系：**推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**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\\_12624](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12624)

