

工业品价格增速修复期可能已经结束

—— 4月通胀数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

陈韵阳（联系人）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号：S0280118040020

● 猪肉、鲜果涨价推动 CPI 增速远超季节性

猪肉和鲜果涨价叠加低基数推升 CPI 同比增速。2019 年 4 月 CPI 同比上涨 2.5%，涨幅较 3 月继续回升，原因在于：第一，低基数。第二，猪肉和鲜果价格涨幅超出季节性。而核心通胀略降，走势依旧温和。

“猪周期启动+增值税减税+核心通胀温和”背景下的通胀应是结构性通胀。货币政策收紧也改变不了未来猪肉紧缺的事实，结构性引起的物价上涨，最好是通过市场辅以定向财政、行政措施去解决，相反，总量政策的变化更容易加剧宏观经济运行的波动。

● 工业品价格增速修复期可能已经结束

生产资料价格环比增速转正，PPI 同比增速上升。3 月大宗商品价格指数（BPI）环比降幅收窄至 0.07%，3 月流通领域重要生产资料价格环比上升至 0.82%，前期大宗商品价格上涨带动 4 月 PPI 环比增速进一步上升至 0.3%，叠加低基数，PPI 同比增速从 0.4% 上升至 0.9%，其中，生产资料和生活资料价格同比增速均上升至 0.9%。

商品价格下跌叠加基数抬升，2-4 月工业品价格增速修复期可能已经结束，预计 5 月 PPI 同比增速重新回落。4 月大宗商品价格指数（BPI）环比降幅从 0.07 扩大至 0.67%，5 月（截至 5 月 8 日）环比降幅扩大至 1.1%；4 月流通领域重要生产资料价格环比增速从 0.82% 下降至 0.39%，因此 5 月 PPI 环比增速可能出现下滑，同时，2-4 月 PPI 低基数时期已过，随着基数再度抬升，预计 5 月 PPI 同比增速出现回落。从 CRB 走势来看，二季度工业品价格增速可能在低位震荡。未来价格增速是向上突破，还是高基数下小幅通缩，主要取决于三点：一是外部风险，包括贸易摩擦反复、地缘政治风险等；二是中美经济基本面，尤其是中国经济何时复苏，PPI 是可贸易品物价指数，具有全球同步性，工业品价格涨幅主要由中美两国贡献，一方面，要看美国经济韧性如何，美国实际经济增速可能向潜在经济增速收敛，但不至于太差，另一方面，当前数据显示中国经济失速风险大幅降低，但是否复苏还有待观察，4 月公布的 PMI、出口、信贷、社融数据回归常态，基本面存在反复。三是增值税减税能拉低多少 PPI 增速。

● 风险提示：猪通胀叠加油价上涨导致货币政策发生调整

相关报告

宏观报告：猪肉、蔬菜涨价推动 CPI 增速略超季节性——3 月通胀数据点评

2019-5-9

宏观报告：上游行业进入通缩——2019 年 1 月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018 年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、猪肉、鲜果涨价推动 CPI 增速远超季节性.....	3
2、工业品价格增速修复期可能已经结束.....	6

图表目录

图 1: CPI 翘尾因素显著回升 (%)	3
图 2: CPI 环比增速强于季节性 (%)	4
图 3: 食品价格涨幅强于季节性.....	4
图 4: 非食品价格涨幅弱于季节性 (%)	4
图 5: 剔除猪肉和鲜果项后, CPI 环比增速持平于季节性 (%)	5
图 6: 核心通胀走势温和 (%)	5
图 7: CPI 猪肉项与猪肉价格高频数据的关系并不稳定 (%)	5
图 8: PPI 增速回升 (%)	6
图 9: 5 月 PPI 翘尾因素明显回落 (%)	7
图 10: 4 月流通领域重要生产资料价格环比增速下降 (%)	7
图 11: CRB 走势预示二季度 PPI 增速可能低位震荡 (%)	7

1、猪肉、鲜果涨价推动 CPI 增速远超季节性

猪肉和鲜果涨价叠加低基数推升 CPI 同比增速。2019 年 4 月 CPI 同比上涨 2.5%，涨幅较 3 月继续回升，原因在于：

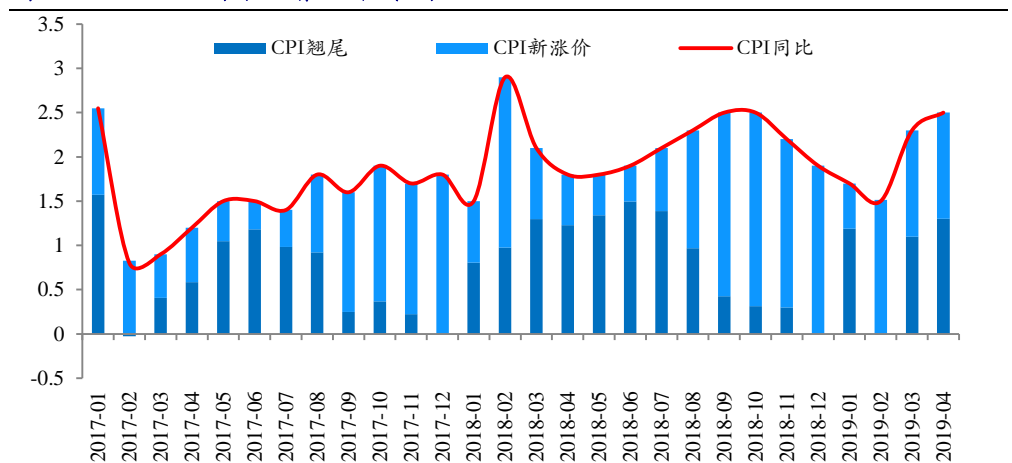
第一，低基数。2018 年 4 月 CPI 环比下跌 0.2%，低于季节性，尤其是食品价格增速偏低，1.9% 的环比跌幅为 2010 年以来同期最低，2019 年 4 月 CPI 翘尾因素从 1.1% 上升至 1.3%。

第二，猪肉和鲜果价格涨幅超出季节性。通过与 2010-2018 年同期均值作对比，可以发现 2019 年 4 月 -0.1% 的食品价格环比增速远超出季节性，0.1% 的非食品环比增速远弱于季节性（图 3 和图 4）。进一步拆分 CPI 食品项，可以发现，食品价格增速超出季节性主要是猪肉和鲜果项贡献的，随着气温上升天气好转，鲜菜供给充足，4 月鲜菜环比下降 4.5%，基本持平于季节性；猪周期启动，猪肉价格环比上涨 1.6%，超出季节性；2018 年秋季北方水果欠收，2019 年存量不足，鲜果价格环比 2.6%，超出季节性。剔除猪肉和鲜果后，CPI 环比上涨 0.02%，持平于季节性。

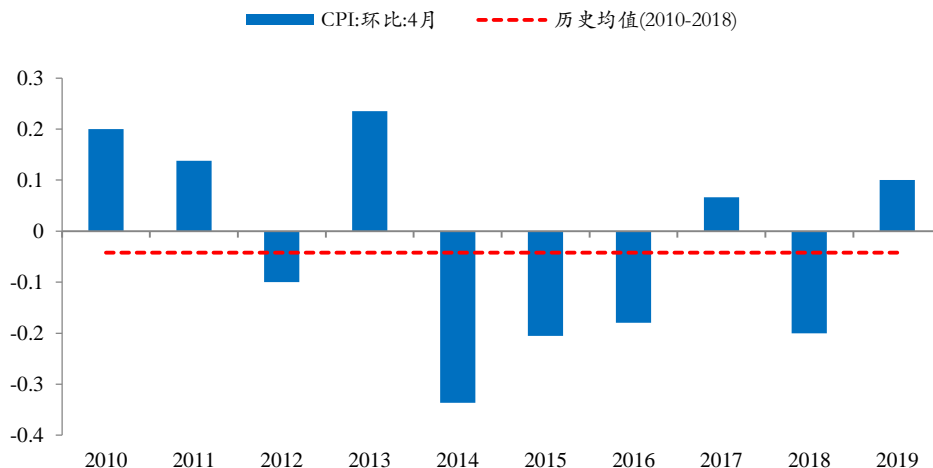
核心通胀略降，走势依旧温和。2019 年 4 月核心 CPI 同比增长 1.7%，增速低于前值（1.8%），从分项来看，受高基数影响，交通和通信价格同比增速回落较多，较 3 月回落 0.6 个百分点；租房淡季，居住价格同比增速回落 0.1 个百分点；3-4 月 PTA 期货价格增速回落，衣着价格同比增速回落 0.1 个百分点。核心 CPI 同比增速更能刻画通胀周期，近期核心 CPI 同比增速的走势显示通胀较为温和。此外，值得注意的一点是，根据历史经验，CPI 猪肉项和猪肉价格高频数据（22 省市猪肉价格同比增速、全国猪肉平均批发价同比增速）的关系并不稳定，在猪肉价格处于跌势时，CPI 猪肉项往往强于高频数据，在猪肉价格处于涨势时，CPI 猪肉项往往弱于高频数据。其中一个原因是，限运政策的存在，导致各地猪肉价格走势或涨幅出现分化，也增大了两者之间的差距。在猪周期启动的背景下，CPI 增速的上升幅度可能没有高频数据表现得那么明显，4 月数据显示猪肉价格高频数据到 CPI 猪肉项传导系数进一步下降。同时，增值税减税可能拉低非食品价格增速，从而导致非食品价格增速继续低于季节性，也会使 CPI 增速预测值高估。

“猪周期启动+增值税减税+核心通胀温和”背景下的通胀应是结构性通胀。货币政策收紧也改变不了未来猪肉紧缺的事实，结构性引起的物价上涨，最好是通过市场辅以定向财政、行政措施去解决，相反，总量政策的变化更容易加剧宏观经济运行的波动。

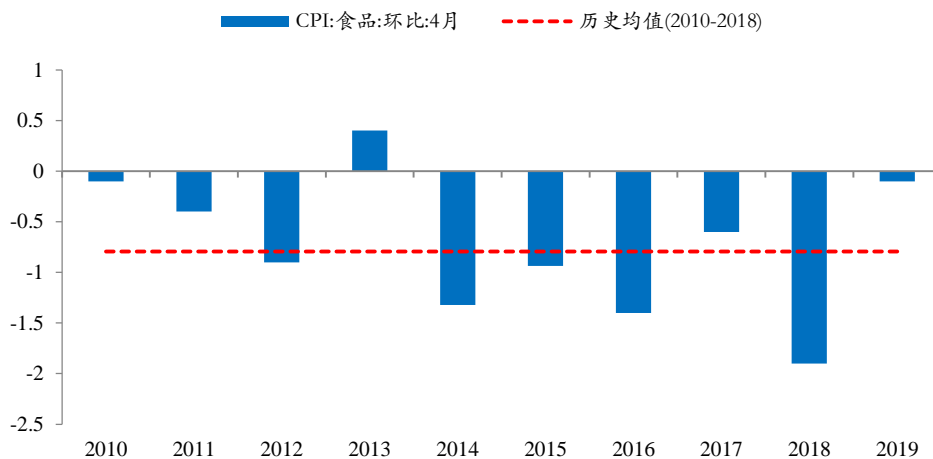
图1：CPI 翘尾因素显著回升（%）



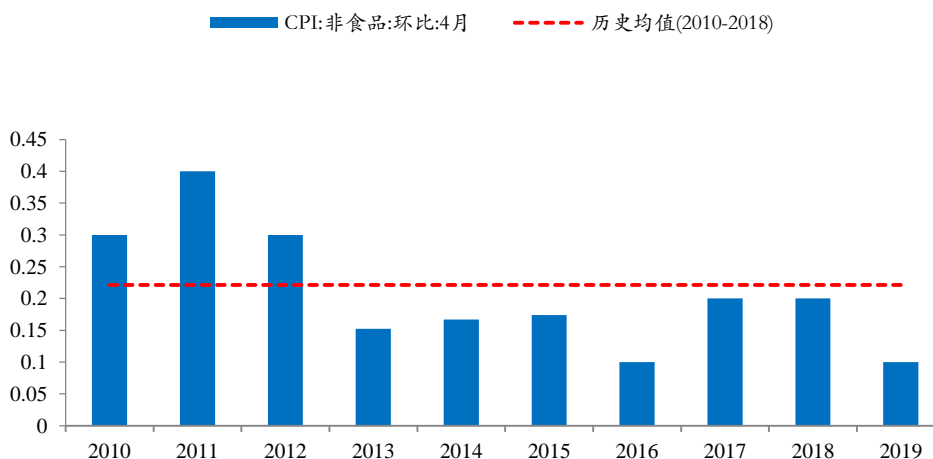
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2: CPI 环比增速强于季节性 (%)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

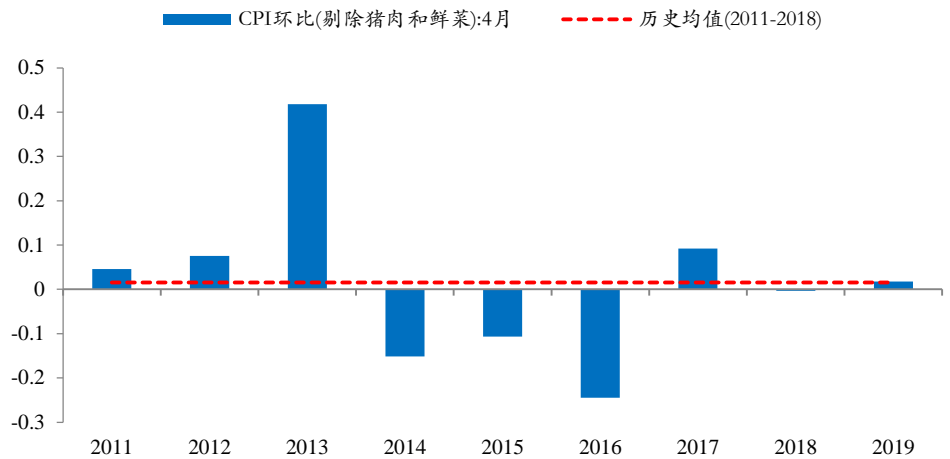
图3: 食品价格涨幅强于季节性

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4: 非食品价格涨幅弱于季节性 (%)

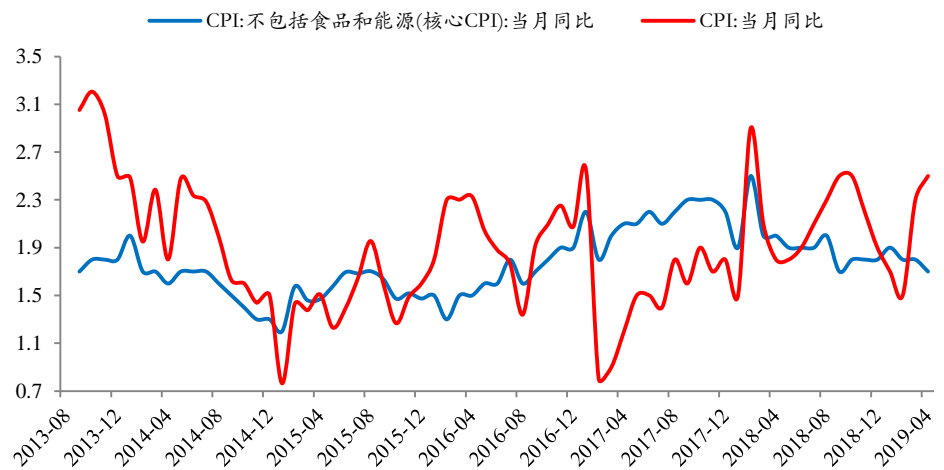
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5：剔除猪肉和鲜果项后，CPI 环比增速持平于季节性（%）



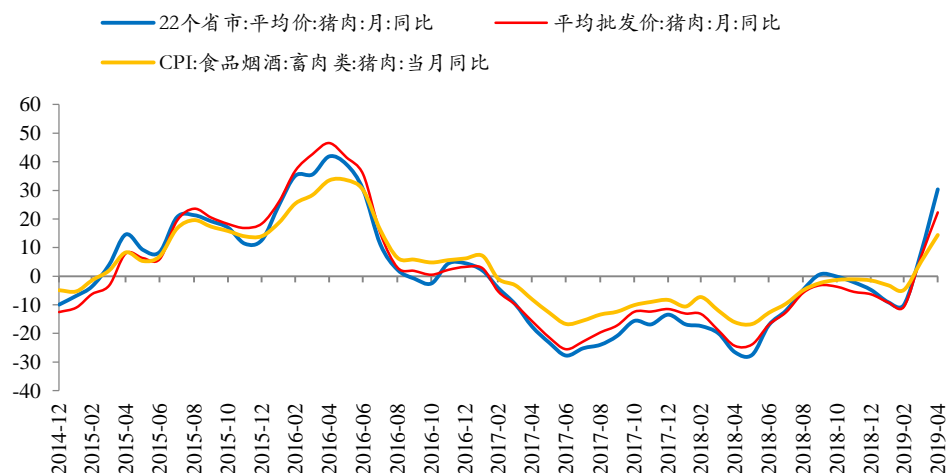
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：核心通胀走势温和（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：CPI 猪肉项与猪肉价格高频数据的关系并不稳定（%）



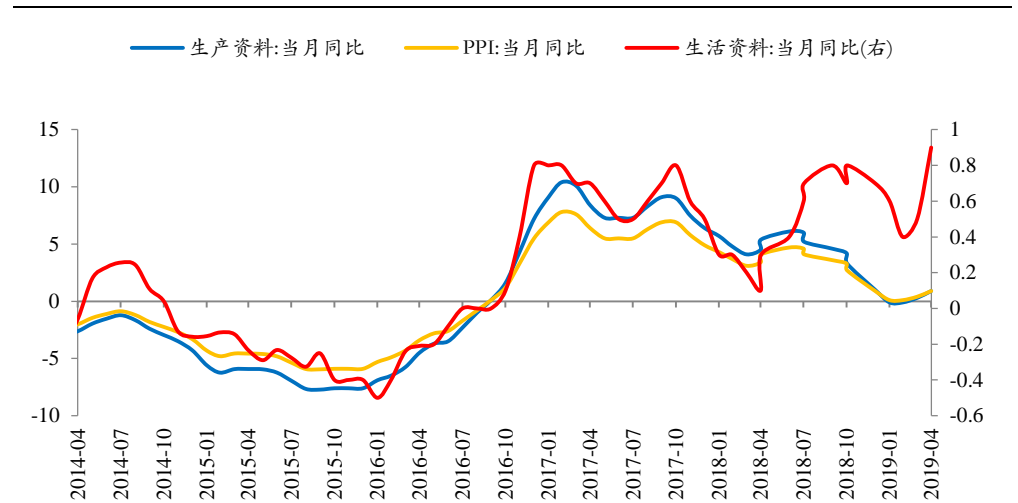
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、工业品价格增速修复期可能已经结束

生产资料价格环比增速转正, PPI 同比增速上升。3 月大宗商品价格指数(BPI) 环比降幅收窄至 0.07%, 3 月流通领域重要生产资料价格环比上升至 0.82%, 前期大宗商品价格上涨带动 4 月 PPI 环比增速进一步上升至 0.3%, 叠加低基数, PPI 同比增速从 0.4% 上升至 0.9%, 其中, 生产资料和生活资料价格同比增速均上升至 0.9%。

商品价格下跌叠加基数抬升, 2-4 月工业品价格增速修复期可能已经结束, 预计 5 月 PPI 同比增速重新回落。4 月大宗商品价格指数 (BPI) 环比降幅从 0.07 扩大至 0.67%, 5 月 (截至 5 月 8 日) 环比降幅扩大至 1.1%; 4 月流通领域重要生产资料价格环比增速从 0.82% 下降至 0.39%, 因此 5 月 PPI 环比增速可能出现下滑, 同时, 2-4 月 PPI 低基数时期已过, 随着基数再度抬升, 预计 5 月 PPI 同比增速出现回落。从 CRB 走势来看, 二季度工业品价格增速可能在低位震荡。未来价格增速是向上突破, 还是在高基数下小幅通缩, 主要取决于三点: 一是外部风险, 包括贸易摩擦反复、地缘政治风险等; 二是中美经济基本面, 尤其是中国经济何时复苏, PPI 是可贸易品物价指数, 具有全球同步性, 工业品价格涨幅主要由中美两国贡献, 一方面, 要看美国经济韧性如何, 美国实际经济增速可能向潜在经济增速收敛, 但不至于太差, 另一方面, 当前数据显示中国经济失速风险大幅降低, 但是否复苏还有待观察, 4 月公布的 PMI、出口、信贷、社融数据回归常态, 基本面存在反复。三是增值税减税能拉低多少 PPI 增速。

图8: PPI 增速回升 (%)



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_12634

