

## 猪飞油未舞，通胀压力仍有限

### ——4月通胀数据点评

#### 基本结论

- **事件：**统计局公布：4月CPI同比上涨2.5%，前值2.3%；PPI同比增长0.9%，前值0.4%。我们点评如下：
- **CPI食品项环比下降0.1%，跌幅收窄（上月为环比-0.9%），环比明显高于历史均值水平，主要来自猪肉、鲜果价格上涨。此外，4月为旅游出行旺季，教育文化娱乐项和交通通信环比均由负转正，也是支撑CPI的重要因素。**
- **4月CPI同比低于预期：**一方面4月份屠企冻肉开始大量抛售，猪价承压小幅波动；另一方面猪价占CPI的权重有所下降，自2月份以来，猪肉项的权重由2.50%降至2.15%，从而减弱了猪价上涨对于CPI的拉动。虽然猪肉价格基于供需来看仍有上升趋势，但布伦特原油价格小幅波动且阶段性见顶，猪油走势并未出现共振。
- **PPI同比较上月扩大0.5个百分点。生产资料中的采掘工业上行幅度最明显，同比达5.3%，较上月明显加快。黑金采选业、冶炼和压延加工业、烟草制品业的环比大幅回升以及化学原料与制品环比由降转涨对于整体PPI起到了拉动作用。此外，PPI生活资料价格在食品项拉动下环比小涨0.2%，为今年1月以来首次录得正值。**
- **5月翘尾因素小幅提高0.2个百分点至1.5%，结合猪价上涨对CPI拉动作用有限、油价无上涨动力、菜价走低可能性较大，我们预测5月份CPI环比下降0.1%，同比可能达到2.6%。从高频数据来看大宗原材料很难继续推高PPI，预测5月份PPI在去年同期高基数效应下有所回落。**
- **债市策略：**受需求端偏弱压制，核心通胀整体压力不大，猪价“单飞”带来的结构性通胀特征明显。我们判断二季度是年内CPI高点，但突破3%的可能性较低，三季度之后随着猪价基数上升，蔬菜价格同比涨幅回落，在猪油不共振的前提下，预计CPI阶段性有所回落。综合4月份CPI和PPI看，通胀压力对货币政策的掣肘并未明显增强，我们认为在当下较强的通胀预期下，随着三季度CPI的阶段性回落，债市会出现预期差的交易机会。
- **风险提示：**通胀超预期上升，债市波动加大。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001  
zhouyue1@gjq.com.cn

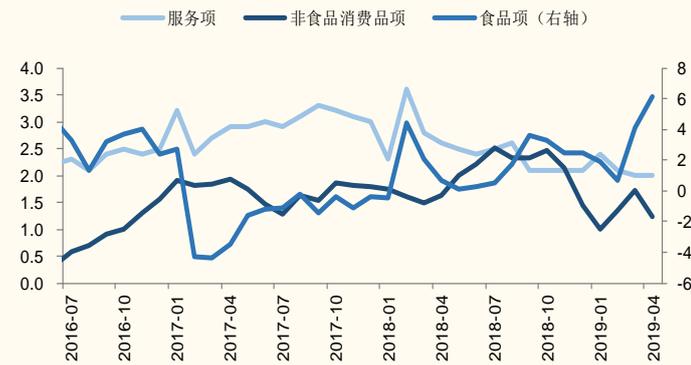
肖雨 分析师 SAC 执业编号：S1130519050001  
xiaoyu@gjq.com.cn

事件：统计局公布：4月CPI同比上涨2.5%，前值2.3%；PPI同比增长0.9%，前值0.4%。我们点评如下：

### 1. CPI：猪价拉动下同比创6个月新高

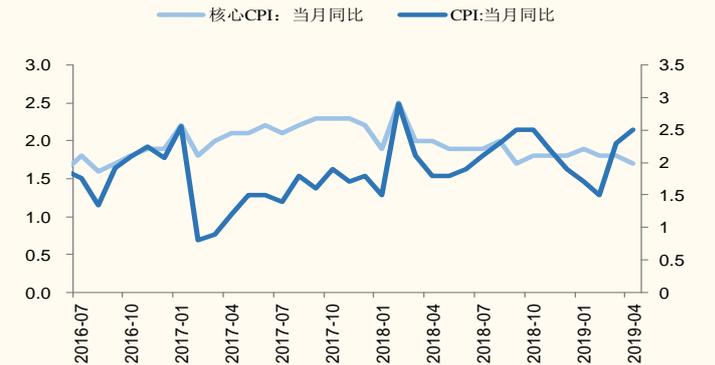
本月CPI同比2.5%略低于预期（前值2.3%），创6个月新高。环比0.1%，止跌为升。核心CPI同比略微下调至1.7%（前值1.8%），相对稳定，环比上升至0.1%。在三分法框架下，食品项同比高达6.1%，拉动CPI上涨约1.2个百分点；非食品消费品项同比1.2%，拉动CPI约0.5个百分点；服务项同比2.0%，拉动CPI约0.7个百分点。

图表 1：三分法CPI分项走势 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：核心CPI相对稳定 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

分类来看，4月CPI食品项环比下降0.1%，跌幅收窄（上月为环比-0.9%），环比明显高于历史均值水平，主要来自猪肉、鲜果价格上涨。其中，粮食价格仍然较弱，蔬菜价格环比-4.5%，低于历史均值，主要受3月份高基数影响。据农业农村部调查数据显示2019年全国蔬菜种植面积增加1.4%，未来蔬菜价格或进一步回落。猪肉价格环比上涨由上月1.2%扩大至1.6%，延续上涨态势，影响CPI上涨约0.04个百分点。牛肉、羊肉在猪肉价格上涨的带动，环比大幅增加。鸡蛋价格一路上涨，环比13.3%，影响CPI上涨约0.02个百分点；鲜果价格上涨2.6%，影响CPI上涨约0.05个百分点。此外，4月为旅游出行旺季，飞机票、景点门票和旅行社收费价格分别上涨10.5%、3.5%和1.6%，教育文化娱乐项和交通通信环比均由负转正，也是支撑CPI的重要因素。

随着猪周期叠加非洲猪瘟加速产能去化等因素冲击，猪价近期仍然居高不下但无明显上升，主要因为4月份屠企冻肉开始大量抛售，猪价承压小幅波动。但随着冻品逐渐减少，猪价上涨几率加大。供给端方面，观察到仔猪价格4月份的反弹迹象，可以推测养殖户补栏意愿加强。但考虑生猪养殖的周期性，猪肉的供应释放还需要时间。3月份能繁母猪存栏量仍未见底，未来猪肉价格大概率延续涨势。需求端虽受经济下行影响有所削弱，但猪肉作为我国需求最大的畜肉类，需求的弹性不大。随着猪价持续上涨，因补栏回升的时滞性，高点将在下半年出现。

图表 3: 仔猪价格有所反弹 (元/千克)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 3月能繁母猪数量仍未见底

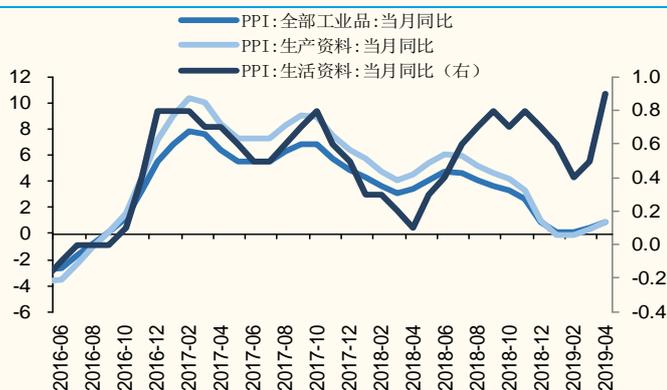


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2. PPI: 采掘业拉动同比增长超预期

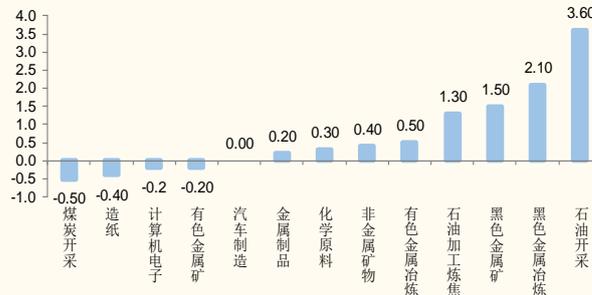
4月PPI同比读数0.9%，较上月扩大0.5个百分点。其中新涨价因素略微有所下降，翘尾因素小幅提高0.2个百分点至0.99%。从分项来看，生产资料中的采掘工业上行幅度最明显，同比达5.3%，较上月明显加快。40个工业行业大类中价格上涨的占比超过半数，其中：煤炭开采和洗选业环比有-0.1%降至-0.5%，石油天然气开采业环比由5.6%降至3.6%，有色采选环比从0.7%降至-0.2%。但黑金采选业、冶炼和压延加工业、烟草制品业的环比大幅回升以及化学原料与制品环比由降转涨对于整体PPI起到了拉动作用。此外，PPI生活资料价格在食品项拉动下环比小涨0.2%，为今年1月以来首次录得正值。

图表 5: PPI有所回升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 4月主要工业行业环比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

## 3. 预测: 5月CPI继续上升, PPI略有回落

4月CPI同比低于预期，一定程度上是因为猪价占CPI的权重有所下降。自2月份以来，猪肉项的权重由2.50%降至2.15%，从而减轻了猪价上涨对于CPI的拉动。虽然猪肉价格基于供需来看仍有上升趋势，但布伦特原油价格小幅波动阶段性见顶，猪油走势并未出现共振。此外，美国能源信息署(EIA)4月9日公布的最新展望报告显示，2019年供应过剩量为14万桶/日，叠加全球经济趋缓下需求相对较弱，原油价格大概率会进一步下滑。菜价因供给充足或进一步环比回落，但鲜果价格因存量不足有一定上涨压力。综合来看，5月翘尾因素小幅提高0.2个百分点至1.5%，结合猪价上涨对CPI拉动作用有限、油价无上涨动力、菜价走低可能性较大，我们预测5月份CPI环比下降0.1%，同比可能达到2.6%。

4月PPI超预期上涨受采掘工业同比拉动和去年同期低基数的影响。对近期的高频数据观察显示出原材料价格上涨势头放缓：南华工业品指数小幅波动，CRB工业原料现货指数4月以来连续回调，原油价格维持震荡，LME基本金

属价格指数近期走势偏弱。目前来看大宗原材料很难继续推高 PPI。我们预测 5 月份 PPI 在去年同期高基数效应下有所回落。

#### 4. 债市策略：二季度或是通胀高点，关注三季度 CPI 回落

受需求端偏弱压制，核心通胀整体压力并不大，猪价“单飞”带来的结构性通胀特征明显。我们判断二季度是年内 CPI 高点，但突破 3% 的可能性较低，三季度之后随着猪价基数上升，蔬菜价格同比涨幅回落，在猪油不共振的前提下，预计 CPI 阶段性有所回落。综合 4 月份 CPI 和 PPI 看，通胀压力对货币政策的掣肘并未明显增强，我们认为在当下较强的通胀预期下，随着三季度 CPI 的阶段性回落，债市会出现预期差的交易机会。

#### 5. 风险提示

通胀超预期上升，债市波动加大。

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\\_12641](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12641)

