

宏观点评

CPI 进入上行通道，PPI 年内高点大概率已现——兼评 4 月通胀

事件：中国 4 月 CPI 同比上涨 2.5%（预期 2.6%，前值 2.3%）；PPI 同比上涨 0.9%（预期 0.6%，前值 0.4%）。

核心结论：

1、食品价格推升二季度 CPI，但全年通胀有惊无险。4 月 CPI 同比连续第 3 个月回升，主因食品价格上涨所致。全年高点可能在 6-7 月出现，但“破 3”概率较小。

➢ **鲜果和猪肉合计影响 CPI 环比上涨约 0.09 个百分点。**值得注意的是，4 月 CPI 猪肉分项与高频数据出现环比增速的背离：前者环比涨幅较前期扩大，后者环比涨幅收窄。我们推断公布的 CPI 猪肉分项可能是数据平滑后的结果，短期会与高频数据产生偏离。

➢ **CPI 进入二季度上行通道，但“破 3”难。**在猪价、油价和流动性的综合作用下，二季度通胀压力较大，CPI 可能在 7 月前后达到年内高点（2.7%-2.9%）。除非油价超预期上涨，否则年内 CPI 难“破 3”。

2、CPI 未来节奏：2 月大概率是 CPI 同比全年低点，二季度可能连续走高至 2.3% 上方（不会突破 3%），6-7 月有望年内高点（2.7-2.9%），下半年整体回落（需要警惕猪瘟导致猪价大涨，进而抑平 CPI 回落幅度）。

3、PPI 环比、同比上涨超预期，但大概率是年内最高点。我们认为，4 月 PPI 的超预期上行，主要由三个因素所致。地产、基建投资保持较高景气度，强周期行业价格持续上行。需求端，一季度地产施工保持较高景气度，对钢铁、建材、有色等行业的需求拉动强于去年；供给端，一季度淡水河谷铁矿石产量同比下降 11%、国内安全督查等因素对钢铁成本、化工行业供给形成负面影响。

➢ **4 月增值税下调后，部分强势行业并未下调终端价格，导致不含税价上行。**若强势企业不调低含税价，理论上受益于减增值税，不含税价格将最高上涨 2.65%。典型代表行业是烟草制造业，在今年 4 月以前，烟草 PPI 分项单月最高环比上涨幅度仅有 0.3%，但今年 4 月烟草 PPI 分项环比大幅上涨 2.2%。

➢ **食品价格持续上行推升了 PPI 食品相关行业走高。**1-4 月 22 个省市生猪均价环比分别为 -7.3%、-1.9%、16.7% 和 7.8%。生猪价格的走高直接推高了农副食品加工业、食品制造业的成本，两大行业的出厂价格也随之滞后走高。4 月 PPI 农副食品加工业、食品制造业环比分别上涨 0.2% 和 0.3%，各自创下近 5 个月、近 9 个月新高。

4、PPI 未来节奏：4 月 PPI 同比可能是全年高点，之后趋落，三季度末迎来最大跌幅，四季度再度小升；全年整体回落但不会严重通缩。

5、二季度通胀压力有所上升，但尚难制约货币政策。随着猪价上行、中美贸易谈判的反复，国内通胀压力有所上升，但考虑到 CPI 上行主要是供给端因素扰动，叠加 PPI 大概率将调头向下，宽松总基调未变。

风险提示：国内猪价快速大幅走高；国际油价超预期上涨；中美贸易摩擦加剧。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 王梅邨

邮箱：wangmeili@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

1、《“五一”宏观 8 看点》2019-05-05

2、《4 月 PMI 再弱的四个信号》2019-04-30

3、《从 PPI 上行可能性看库存周期演化路径——兼评 Q1 工业企业利润》2019-04-28

4、《3 月通胀如期反弹，全年有惊无险——兼看减税是否拉低通胀？》2019-04-12

5、《猪价起、油价涨、货币松，今年 CPI 会“破 3”吗？——兼评 2 月通胀》2019-03-10



内容目录

CPI进入二季度上行通道，但“破3”难.....	3
三因素推升PPI，年内高点大概率已出现.....	4
二季度通胀压力有所上升，但尚难制约货币政策.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图表 1: 4月CPI猪肉分项与猪价高频数据.....	3
图表 2: 4月CPI食品项同比继续回升，非食品项同比涨幅收窄.....	4
图表 3: 4月PPI各行业分项对PPI的拉动情况.....	5
图表 4: 今年以来黑色、化工产业链持续涨价.....	6
图表 5: 4月PPI烟草环比分项大幅上涨.....	6

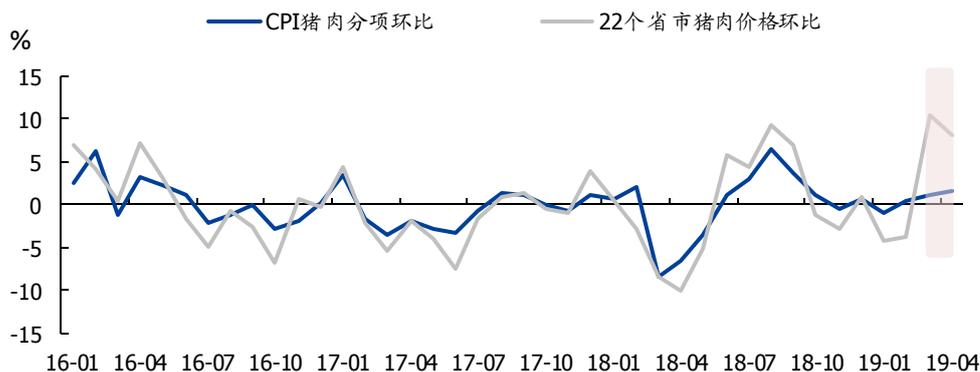
CPI 进入二季度上行通道，但“破3”难

4月CPI环比上涨0.1%，同比上涨2.5%，高于前值2.3%及我们的预期值2.4%，主要受鲜果、猪肉涨价所致。

从环比变动情况来看，鲜果和猪肉是主要的涨价分项，二者价格环比分别上涨2.6%、1.6%，合计影响CPI上涨约0.09个百分点。值得注意的是，4月CPI猪肉分项与高频数据出现环比增速的背离：22个省市猪肉均价环比上涨8.2%，涨幅较前期回落2.2个百分点；然而，CPI猪肉分项4月环比上涨1.6%，涨幅较前期扩大0.4个百分点。

从历史数据来看，CPI猪肉分项与猪价高频数据走势趋同，2011年以来二者环比增速的相关性高达0.88。然而，3月22个省市猪肉均价环比大幅上涨10%，而同期CPI猪肉分项仅上涨1.6%，再结合4月二者增速的背离，我们推断公布的CPI猪肉分项可能是数据平滑后的结果，短期会与高频数据产生偏离。

图表 1: 4月CPI猪肉分项与猪价高频数据



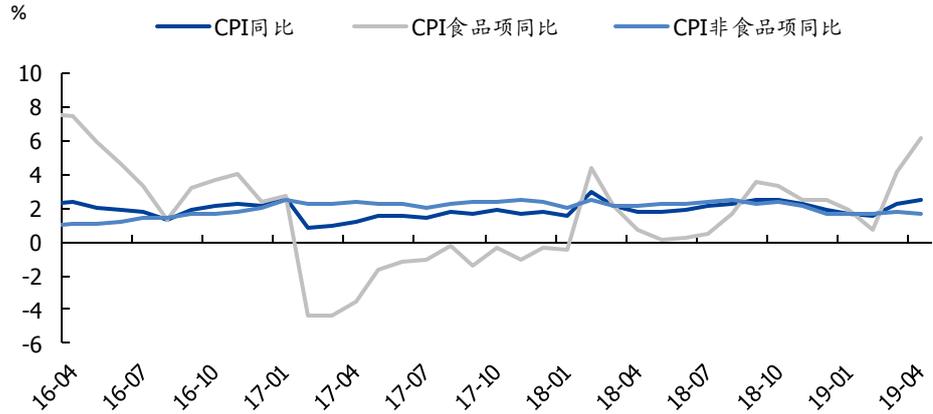
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从同比变动情况来看，4月CPI同比上涨2.5%，其中翘尾因素贡献为1.3%，新涨价因素贡献为1.2%。非食品项同比上涨1.7%，涨幅较前期下滑0.1个百分点，交通和通信分项是主要拖累项，由于减增值税政策的落地、去年高基数的影响，4月汽油价格同比下滑6.3%。受猪肉、鲜果涨价的影响，食品项同比上涨6.1%，创近三年新高。

全年来看，我们维持此前观点，在猪价、油价和流动性的综合作用下，二季度通胀压力较大，CPI可能在7月前后达到年内高点(2.7%-2.9%)。除非油价超预期上涨，否则年内CPI难“破3”。在具体的通胀节奏判断上，往后看，我们认为，基于简单模型的测算(纯粹基于翘尾因素和新涨价因素的历史表现)，全年通胀节奏如下：

全年CPI: 2月大概率是CPI同比全年低点，二季度可能连续走高至2.3%上方(不会突破3%)，6-7月有望年内高点(2.7-2.9%)，下半年整体回落(需要警惕猪瘟导致猪价大涨，进而抑平CPI回落幅度)。

图表 2: 4月CPI食品项同比继续回升, 非食品项同比涨幅收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

三因素推升 PPI, 年内高点大概率已出现

4月PPI环比上涨0.3%，同比上涨0.9%，高于前值及市场预期，主因是黑色产业链、化学原料及化纤涨价。

4月份PPI生产资料价格、生活资料价格环比均继续上涨，涨幅分别为0.4%和0.2%，对PPI环比的拉动分别为0.27、0.05个百分点。从具体行业来看，化学原料和化学制品制造业由降转涨，黑色金属冶炼和压延加工、农副食品加工业涨幅扩大，而石油产业链涨幅回落，但仍保持正增长。

我们认为，4月PPI环比、同比超预期，主要原因包括如下三点：

其一，地产、基建投资保持较高景气度，强周期行业价格持续上行。开年国内经济数据超预期，地产投资是主支撑，一季度地产投资同比增速高达11.8%。由于今年地产投资将主要靠建安投资拉动，因此地产投资对钢铁、建材、有色等强周期行业的需求拉动将强于去年。此外，供给端还受到淡水河谷铁矿石产量同比下降11%、国内安全监察等因素扰动，黑色、化工产业链涨价明显，4月合计对PPI环比拉动0.16个百分点。

其二，4月增值税下调后，部分强势行业并未下调终端价格，导致不含税价上行。4月开始制造业增值税税率正式从16%下调至13%，企业是否调低终端含税价取决于企业的议价能力。若企业保持终端含税价不变，那么不含税价将上涨2.65%¹。由于PPI统计的是不含税价格，受减税提振，强势行业PPI理论上会出现2%左右的环比上涨，这一现象的典型代表是烟草制造业。在今年4月以前，烟草PPI分项单月最高环比上涨幅度仅有0.3%，但今年4月烟草PPI分项环比大幅上涨2.2%，接近于理论上涨水平2.65%，对PPI环比拉动0.02个百分点。

其三，食品价格持续上行推升了PPI食品相关行业走高。春节后生猪价格快速走高，1-4月22个省市生猪均价环比分别为-7.3%、-1.9%、16.7%和7.8%。生猪价格的走高直接推高了农副食品加工业、食品制造业的成本，两大行业的出厂价格也随之滞后走高。4

¹ 假定企业减税前不含税价为100元，适用16%的税率，那么减税前含税价为116元；若减税后适用税率为13%，且企业未下调含税价，那么不含税价将变为102.65元，相比于减税前环比上涨2.65%。

月 PPI 农副食品加工业、食品制造业环比分别上涨 0.2% 和 0.3%，各自创下近 5 个月、近 9 个月新高，合计拉动 PPI 环比 0.02 个百分点。

往后看，我们维持此前观点，4 月 PPI 同比可能是全年高点，之后趋落，三季度末迎来最大跌幅，四季度再度小升；全年整体回落但不会严重通缩。

图表 3: 4 月 PPI 各行业分项对 PPI 的拉动情况

行业	权重	环比 (%)	同比 (%)	对 PPI 环比 拉动 (%)	对 PPI 同比 拉动 (%)
PPI	100%	0.30	0.90	-	-
黑色金属冶炼及压延加工业	6%	2.10	2.40	0.13	0.15
石油和天然气开采业	1%	3.60	10.10	0.03	0.08
有色金属冶炼及压延加工业	5%	0.50	-0.40	0.02	-0.02
电力、热力的生产和供应业	6%	0.40	-0.80	0.02	-0.05
化学原料及化学制品制造业	7%	0.30	-1.90	0.02	-0.13
烟草制品业	1%	2.20	3.00	0.02	0.03
农副食品加工业	5%	0.20	1.30	0.01	0.06
医药制造业	2%	0.30	2.30	0.01	0.05
金属制品业	3%	0.20	1.70	0.01	0.06
化学纤维制造业	1%	0.80	0.00	0.01	0.00
食品制造业	2%	0.30	1.60	0.01	0.03
黑色金属矿采选业	0%	1.50	10.60	0.00	0.03
非金属矿物制品业	5%	0.10	3.70	0.00	0.18
酒、饮料和精制茶制造业	1%	0.30	1.00	0.00	0.01
通用设备制造业	4%	0.10	1.00	0.00	0.04
橡胶和塑料制品业	2%	0.10	0.10	0.00	0.00
非金属矿采选业	0%	0.40	5.30	0.00	0.02
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	1%	0.10	1.10	0.00	0.01
印刷业和记录媒介的复制	1%	0.10	0.60	0.00	0.00
水的生产和供应业	0%	0.20	2.30	0.00	0.01
纺织业	3%	0.00	1.10	0.00	0.03
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1%	0.00	-0.10	0.00	0.00
有色金属矿采选业	0%	-0.20	-1.60	0.00	-0.01
纺织服装、服饰业	2%	-0.20	1.10	0.00	0.02
造纸及纸制品业	1%	-0.40	-3.80	-0.01	-0.05
燃气生产和供应业	1%	-1.40	6.50	-0.01	0.05
煤炭开采和洗选业	2%	-0.50	1.90	-0.01	0.04
计算机、通信和其他电子设备制造业	10%	-0.20	0.30	-0.02	0.03

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_12649

