



首创宏观“茶”： 货币政策发力空间将收窄

证券研究报告·宏观研究报告

2019年5月9日

——4月通胀数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 5月9日，统计局公布数据显示，4月CPI同比2.5%，预期值2.5%，前值2.3%；4月PPI同比0.9%，预期值0.6%，前值0.4%；4月PPIRM同比0.4%，前值0.2%。我们点评如下：
- 一、“猪”因素拉动CPI同比，5月CPI同比还将继续上行；
- 二、PPI同比已达年内高点，5月将进入下行通道；
- 三、4月工业企业利润增速有保障，但全年工业企业利润增速承压；
- 四、货币政策发力空间收窄，政策利率下调概率降低；
- 五、财政政策将继续承担推动经济增长“大梁”的角色。

目录

一、“猪”因素拉动 CPI 同比，5 月 CPI 同比还将继续上行.....	4
二、PPI 同比已达年内高点，5 月将进入下行通道.....	5
三、4 月工业企业利润增速有保障，但全年工业企业利润增速承压.....	6
四、货币政策发力空间收窄，政策利率下调概率降低.....	8
五、财政政策将继续承担推动经济增长“大梁”的角色.....	8

图表目录

图 1：食品项是推动 CPI 同比上行的“主力军”（%）4

图 2：猪肉 CPI 同比走势直线拉升（%）5

图 3：下半年 PPI 翘尾因素同比下行（%）6

图 4：PPI 同比与 PPIRM 同比剪刀差扩大（%；百分点）7

图 5：营业收入累计同比与营业成本累计同比的差值切换成负值（%，百分点）7

事件：5月9日，统计局公布数据显示，4月CPI同比2.5%，预期值2.5%，前值2.3%；4月PPI同比0.9%，预期值0.6%，前值0.4%；4月PPIRM同比0.4%，前值0.2%。

点评：

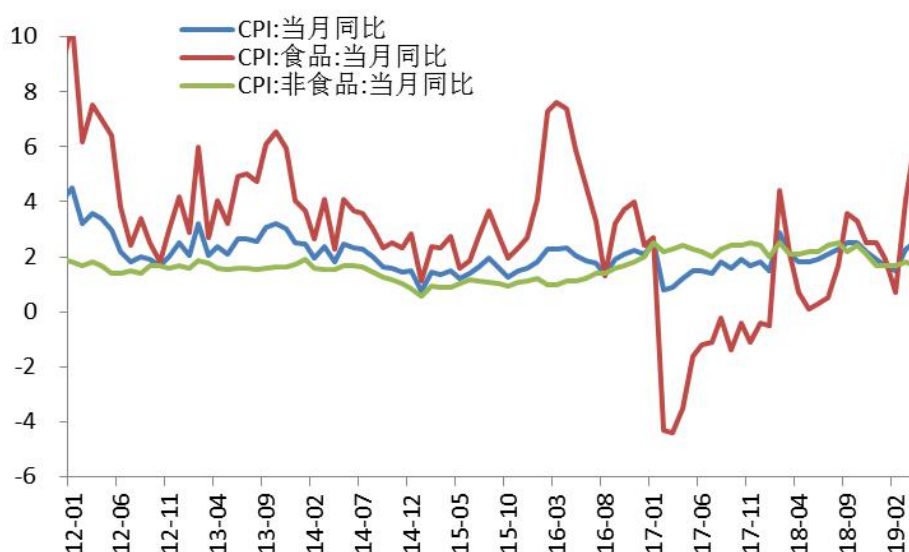
4月CPI同比较前值上行0.2个百分点，符合市场预期；4月PPI同比较前值上行0.5个百分点，超出市场预期。对此，我们点评如下：

一、“猪”因素拉动 CPI 同比，5 月 CPI 同比还将继续上行

4月CPI同比上行主要有3个方面的原因：一是食品项是推动CPI同比上行的“主力军”，尤其是在“猪周期”的带动下，猪肉、羊肉与牛肉同比涨幅在CPI同比的30个细项中分列2、4、5位，其中，猪肉CPI同比走势更是直线拉升，“猪周期”对CPI同比的拉动开始发力；二是从基数效应看，2018年4月CPI同比为1.80%，较前值下行0.3个百分点；三是从翘尾因素看，2019年4月CPI翘尾同比为1.30%，较前值上行0.2个百分点。

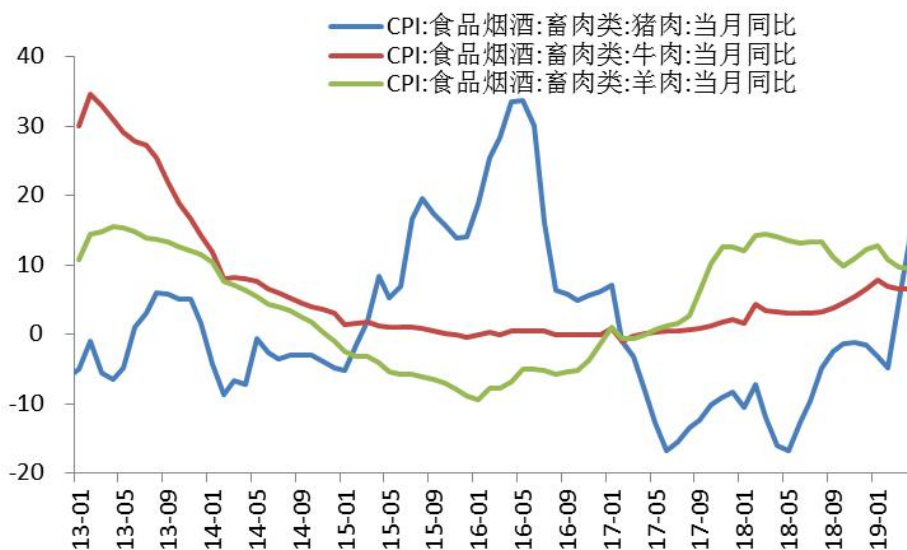
展望5月，CPI同比还将上行，判断依据包括：一是在非洲猪瘟的影响下，生猪存栏量与能繁母猪存栏量继续下行，同时能繁母猪价格快速上行，预计“猪周期”在未来几个月将拉动猪肉以及牛羊肉等替代品的价格；二是从基数效应与翘尾因素上看，2018年5月CPI同比为1.80%，持平于前值，但是翘尾同比为1.34%，较前值上行0.11个百分点，这将进一步拉动5月CPI同比上行。

图 1：食品项是推动 CPI 同比上行的“主力军”（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

图 2：猪肉 CPI 同比走势直线拉升（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

二、PPI 同比已达年内高点，5 月将进入下行通道

4月PPI同比超预期上涨主要有两点原因：一是受特朗普制裁伊朗言论，OPEC减产顺利执行，以及国内房地产投资超预期上行的影响，采掘工业中的原油系与黑色系上行，拉动采掘工业PPI同比超预期上行；二是从翘尾同比看，4月PPI翘尾同比为0.99%，较前值上行0.20个百分点。

展望5月，PPI同比下行将是大概率事件，判断依据包括：一是5月PPI翘尾同比为0.59%，较前值下行0.4个百分点，此外，2018年5月PPI同比为3.4%，较前值上行，5月PPI同比遭受翘尾因素与基数效应的“双利空”；二是国际油价前期超预期上行，但是在全球经济增速下行的大背景下，国际油价继续上行阻力料将加大；三是美元指数由于“美强欧弱”因素，短期内还处于相对高位，叠加考虑全球经济增速下行，预计有色金属颓势依旧；四是受政治局会议再提“房住不炒”定位以及货币政策宽松空间收窄的边际影响，预计黑色系上方面临较大阻力。当然，如果基建投资发力，会在一定程度上提振黑色金属，但是这也只能改变PPI同比下行的斜率，难以改变PPI同比下行的趋势。

图 3：下半年 PPI 翘尾因素同比下行（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

三、4月工业企业利润增速有保障，但全年工业企业利润增速承压

4月PPI同比为0.9%，是2019年1-4月的最高值，此外，4月PPI与PPIRM的差值为0.5个百分点，较前值增加0.3个百分点，叠加考虑4月1日增值税进一步下调，预计4月工业企业利润增速不差。但是值得注意的是，自2019年1-2月起，工业企业营业收入累计同比与营业成本累计同比的差值结束此前的正值状态，切换成负值，这意味着2019年工业企业营业收入的增速低于营业成本的增速，主因是PPI同比在2019年大幅下行，拉低营业收入增速，而成本增速则具有刚性。在下半年PPI同比下行，且中枢低于上半年的情况下，预计工业企业营业收入增速低于营业成本增速，全年工业企业利润增速大概率承压。对2019年全年工业企业利润增速的乐观估计是个位数正增长，悲观估计是个位数负增长，达到2018年全年10.2%的增速，基本不太可能。

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_12669

