

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

PPI 继续上冲 通胀分化加大 —4 月物价数据点评

2021 年 5 月 12 日

分析师:

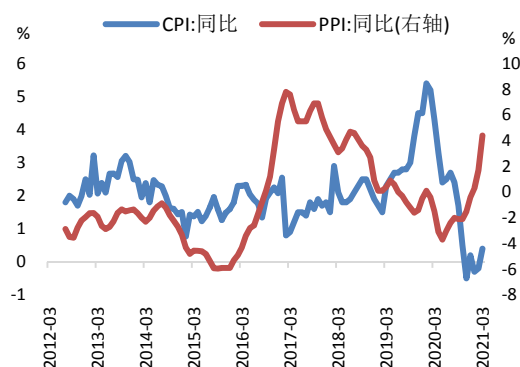
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

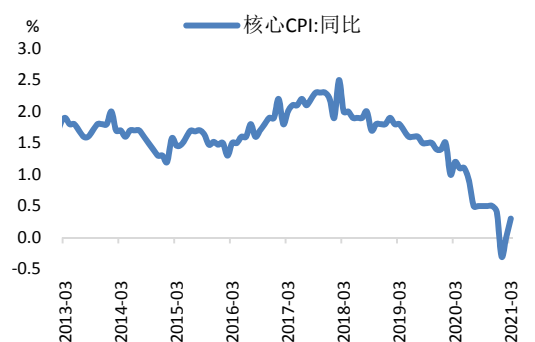
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI 与 PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

核心 CPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《温和再通胀，关注结构变化—2021 年通胀形势展望》
2. 《PPI 快速上行 结构性通胀延续—2 月物价数据点评》
3. 《PPI 加速上行 CPI 温和反弹—3 月物价数据点评》

内容提要:

4 月 CPI 同比上涨 0.9%，预期上涨 1.0%，前值上涨 0.4%；PPI 同比上涨 6.8%，预期上涨 6.5%，前值上涨 4.4%。

4 月 CPI 基本符合市场预期，其中食品弱于季节性，非食品符合季节性，总体上弱于季节性特征。肉类价格回落仍是拖累 CPI 的主要因素，其他食品价格涨多跌少，鲜菜、鲜果、粮食价格环比弱于季节性。非食品价格变化符合季节性特征，工业品价格大幅上涨并未显著传导至 CPI 端。核心 CPI 小幅加速，一方面终端需求仍在温和复苏，另一方面 PPI 对 CPI 传导虽弱但仍有表现。短期来看，5-6 月 CPI 受 2020 年同期基数较低及工业消费品价格上涨传导等因素影响或升至 1.7% 左右，三季度有所下行。虽然当前 PPI 向 CPI 传导较为有限，但若下半年工业品价格持续高位，其向 CPI 非食品进而向 CPI 传导增强的话，或将再度增强通胀预期、引发市场对货币政策加大调整的担忧，未来需要密切关注全球经济与国内消费复苏情况。

PPI 略强于市场预期，环比涨幅小幅回落。PPI 持续跳涨主要受全球经济复苏/通胀预期增强、部分品种供给收缩以及基数等因素影响。如果说之前主要是国际大宗商品价格上涨推动 PPI 环比上行，近期国内因素对生产领域通胀助推成分更强。短期来看，上述影响因素仍旧存在，叠加 2020 年二季度同期基数较低（-3.3%），PPI 或在 5-6 月左右形成年内峰值（8% 左右）；但其斜率在下半年趋缓，年底有可能加速回落至 5% 左右。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，大宗商品价格超预期贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 5 月 11 日公布的数据显示，4 月 CPI 同比上涨 0.9%，预期上涨 1.0%，前值上涨 0.4%；PPI 同比上涨 6.8%，预期上涨 6.5%，前值上涨 4.4%。

点评：4 月通胀数据总体符合预期，短期强 PPI 与弱 CPI 格局仍将维持。CPI 温和反弹，虽然部分受工业消费品领域价格超预期上涨拉动影响，但食品价格低位徘徊，总体延续温和反弹节奏。PPI 上涨略超预期，持续受全球经济复苏/通胀预期增强及部分品种供给收缩等因素影响，预计 5-6 月形成年内峰值（7.5%）后有所回落。CPI 与 PPI 剪刀差持续扩大对中下游企业经营造成较大压力，下半年分化或有所收敛。虽然当前 PPI 向 CPI 传导较为有限，但若下半年工业品价格仍然高位，其向 CPI 非食品进而向 CPI 传导增强的话，或将再度增强通胀预期、引发市场对货币政策加大调整的担忧，未来需要密切关注全球经济与国内消费复苏情况。

1、肉类价格回落持续拖累 CPI，核心 CPI 小幅加速

4 月 CPI 基本符合市场预期，其中食品弱于季节性，非食品符合季节性，总体上弱于季节性特征。

从环比看，CPI 下跌 0.3%，稍弱于历史（2011-2019 年，下同）同期均值 0.2 个百分点。从同比看，食品价格下降 0.7%，降幅与上月相同，影响 CPI 下降约 0.14 个百分点。食品中，猪肉价格下降 21.4%，降幅比上月扩大 3.0 个百分点；鸡肉和鸭肉价格分别下降 8.0% 和 2.0%，降幅均收窄 0.6 个百分点；淡水鱼、羊肉和牛肉价格分别上涨 26.4%、9.4% 和 4.1%，鸡蛋和食用植物油价格分别上涨 8.6% 和 8.4%，涨幅均有扩大。在 4 月 0.9% 的同比涨幅中，2020 年价格变动的翘尾影响约为 0.1 个百分点，比上月扩大 0.7 个百分点。

食品价格环比表现大幅弱于季节性特征。4 月食品价格环比下跌 2.4%，虽然较 3 月收窄 1.2 个百分点，但仍弱于历史均值（-0.8%），主要受近期肉类及鲜菜类持续超季节性下跌影响。

肉类价格回落仍是拖累 CPI 的主要因素。其中，4 月猪肉价格环比下跌 11.0%（3 月为 -10.9%），大幅弱于历史均值（-2.4%）；同比下跌 21.4%，为 2009 年 8 月以来最低，对 CPI 同比的拖累较 3 月扩大 0.04 个百分点。肉禽及其制品环比下跌 6.1%，同比下跌 10.3%，对 CPI 同比的拖累亦较 3 月扩大 0.04 个百分点。近期生猪生产持续恢复，加之消费需求有所回落，供需缺口缩小，价格持续回落。根据农业农村部数据，一季度末全国能繁母猪存栏 4318 万头，恢复到 2017 年年末的 96.6%；生猪存栏 4.16

亿头,恢复到2017年年末的94.2%;猪肉产量1369万吨,同比增加31.9%。虽然近1年来饲料、环保等成本上升较快,如玉米价格近半年同比平均涨幅超过30%,但更多的是放慢猪肉价格下跌节奏,后者中期下跌的趋势不改。

其他食品价格涨多跌少,鲜菜、鲜果、粮食价格环比弱于季节性。其中,鲜菜(环比变化为-8.8%,下同)、鲜果(-3.8%)、粮食(0.1%)分别弱于季节性3.7、4.3、0.1个百分点;鸡蛋(1.4%)、油脂(0.5%)、水产品(3.0%)、奶及奶制品(0.2%)分别高出季节性2.4、0.5、2.7、0.1个百分点。

非食品价格变化符合季节性特征,工业品价格大幅上涨并未显著传导至CPI端。4月非食品价格环比上涨0.2%,与历史均值一致。分项数据6涨1平,其中教育文化娱乐、交通通信、其他用品及服务价格分别上涨0.7%、0.4%和0.4%,生活用品及服务、居住、医疗保健价格分别上涨0.3%、0.1%和0.1%,衣着价格持平。进一步看,疫情防控形势较好叠加节日因素影响,居民出行大幅增加,飞机票、旅行社收费、交通工具租赁费和宾馆住宿价格分别上涨21.6%、5.3%、4.3%和3.9%;受原材料价格上涨影响,电冰箱、洗衣机、电视机、笔记本电脑和自行车等工业消费品价格均有上涨,涨幅在0.6-1.0%之间。

核心CPI小幅加速。4月除去食品与能源的核心CPI同比上涨0.7%;环比上涨0.3%,稍强于历史均值(0.17%)。若将1-4月结合起来看,环比表现(0.6%)已恢复至2018-2019年同期水平,一方面终端需求仍在温和复苏,另一方面PPI对CPI传导虽弱但仍有表现。

综上,4月CPI温和上行基本符合市场预期,虽然剔除猪肉后的CPI(1.4%)升至近13个月最高,核心CPI环比小幅加速,但总体节奏延续温和反弹。短期来看,5-6月CPI受2020年同期基数较低及工业消费品价格上涨传导等因素影响或升至1.7%左右,三季度有所下行。虽然当前PPI向CPI传导较为有限,但若下半年工业品价格持续高位,其向CPI非食品进而向CPI传导增强的话,或将再度增强通胀预期、引发市场对货币政策加大调整的担忧,未来需要密切关注全球经济与国内消费复苏情况。

2、PPI略强于预期,受全球经济复苏预期及部分品种供给收缩等影响

PPI略强于市场预期,环比涨幅小幅回落。4月PPI环比上涨0.9%,大幅强于历史同期均值(0),近4个月累计涨幅为4.3%;4月PPI同比上涨6.8%,强于市场预期(6.5%)。PPIRM环比上涨1.3%,同比则由3月

的 5.2% 大幅跳涨至 9.0%。在 4 月 6.8% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 2.5 个百分点，比 3 月扩大 1.5 个百分点；新涨价影响约为 4.3 个百分点，扩大 0.9 个百分点。

从环比看，生产资料价格上涨 1.2%，涨幅回落 0.8 个百分点；生活资料价格上涨 0.1%，回落 0.1 个百分点。PPI 环比涨幅回落主要受石油和有色金属行业价格涨幅回落影响。国际原油价格波动下行，带动国内石油相关行业价格涨幅回落或转降，其中石油和天然气开采业价格上涨 0.4%，涨幅回落 9.4 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.1%，涨幅回落 3.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格由上月上涨 5.7% 转为下降 0.9%。国际市场铜、铝等有色金属价格虽继续上涨，但涨势有所趋缓，国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.1%，涨幅回落 2.4 个百分点。此外，受需求增加和铁矿石等原材料成本上升影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 5.6%，涨幅扩大 0.9 个百分点。

从同比看，生产资料价格上涨 9.1%，涨幅扩大 3.3 个百分点；生活资料价格上涨 0.3%，扩大 0.2 个百分点。受 2020 年同期对比基数较低影响，主要行业价格涨幅均有所扩大，其中石油和天然气开采业上涨 85.8%，扩大 62.1 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 30.0%，扩大 8.5 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业上涨 26.9%，扩大 5.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 23.8%，扩大 9.9 个百分点；化学原料和化学制品制造业上涨 17.5%，扩大 6.1 个百分点；煤炭开采和洗选业上涨 13.3%，扩大 6.4 个百分点。

PPI 持续跳涨主要受全球经济复苏/通胀预期增强、部分品种供给收缩以及基数等因素影响。首先，全球复苏预期有所增强推动大宗商品价格上涨，IMF 在 4 月最新展望中将全球经济增长预测（较 1 月）上调 0.5 个百分点至 6.0%，4 月摩根大通全球综合 PMI、制造业 PMI、服务业 PMI 悉数上行至近 10 年高位。宽松政策及疫苗注射加速全球经济复苏，叠加美国新一轮基建和经济复苏计划推涨通胀预期。其次，2020 年同期基数较低，当年 4 月 PPI 跌幅较 3 月扩大 1.6 个百分点。再者，部分资源国供给受限导致相关大宗商品价格仍存在上涨压力，比如铜价等。此外，国内为落实碳达峰、碳中和承诺以及执行环保要求，钢铁等高耗能、高碳排放量的行业开启去产能“回头看”，执行态度及力度都相对较强，如工信部年初则提出今年钢铁产量要负增长等，推动相关商品与原材料价格上涨。黑色系表现尤为明显，5 月上旬期螺价格突破 6000 元/吨（历史新高），较 4 月底上涨 20.8%，推动同期南华工业品价格指数上涨 7.7%，

这将是影响未来 PPI 峰值落地时间和斜率的不确定因素。如果说之前主要是国际大宗商品价格上涨推动 PPI 环比上行，近期国内因素对生产领域通胀助推成分更强。

综合而言，短期上述影响因素仍旧存在，叠加 2020 年二季度同期基数较低（-3.3%），PPI 或在 5-6 月左右形成年内峰值（8%左右）。近期海外疫情有所扩散（尤其是部分新兴市场国家）、未来 OPEC+ 国家增产与美国页岩油产能恢复、2020 年同期基数回升等因素或使得 PPI 斜率在下半年趋缓，年底有可能加速回落至 5% 左右。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，大宗商品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_19563

