

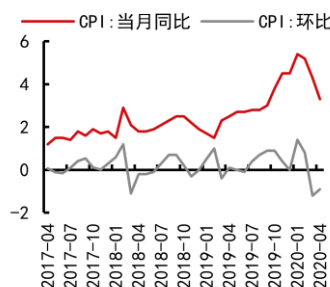
CPI 重回 3 时代，工业品通缩加剧

——中国 4 月通胀数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

4 月食品价格的走低使得 CPI 环比下降，同比降幅收窄。随着全社会生产生活秩序的进一步恢复，预计 CPI 继续下行概率大；而油价和大宗商品以及外需的低迷，造成 PPI 同比环比跌幅加深。由于疫情，外需的承压还将持续，使得上游工业品通缩压力将持续存在，PPI 会在全年长时间位于负增长区间。



报告摘要：

统计局最新公布的数据显示 2020 年 4 月 CPI 同比上涨 3.3%，环比下降 0.9%，时隔半年后重回 3 区间；前 4 个月，平均 CPI 比去年同期上涨 4.5%。4 月 PPI 同比下降 3.1%，为近四年以来（2016 年 5 月）的新低，环比下降 1.3%，连续 3 个月为负值；前 4 个月，平均 PPI 比去年同期下降 1.2%。据此，我们的观点是：

CPI：食品通胀缓解，下行趋势有望延续。4 月 CPI 环比继续下降，同比涨幅进一步回落，疫情对食品价格的推升作用已经基本消退，猪肉、鲜菜等食品价格走低是主要原因；受国际原油价格波动影响，汽油等油类非食品价格也下降明显，也对 CPI 的整体回落做出贡献。在 4 月 3.3% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为 0.1 个百分点，表明在新冠疫情防控向好的态势进一步巩固，生产生活秩序加快恢复以来，与民生关系密切的物价控制得较为合理。目前，生猪产能继续加快恢复，猪肉供给持续增加，其他食品的复工复产也在有条不紊地开展，食品价格压力的缓解有望延续。另一方面，由于生产恢复较快而外需压力骤增，产成品仍有累库压力，非食品物价则将继续承压。随着全社会生产生活秩序的进一步恢复，CPI 涨幅有望继续回落，全年将呈现“前高后低”态势。

PPI：同比环比跌幅加深，负增长态势短期难变。4 月，受疫情之下国际大宗商品价格持续下降、全球需求下滑以及高基数效应等因素影响，国内工业品价格继续走低。其中，受国际原油价格大幅度下跌影响，石油相关行业产品价格降幅继续扩大，成为 PPI 下降的主要助推力量，也是直接原因。而疫后国内需求恢复速度慢于生产，且全球疫情大流行下外需回落，是 PPI 回落的根本原因。从中期来看，国内需求恢复步伐将加快，有利于 PPI 的稳定，但供给大于需求，不利于价格的提高，而疫情下国际大宗商品需求不足使得价格上涨动能有限，上游工业品通缩压力将持续存在，将对国内 PPI 形成制约。预计今年 PPI 会长时间位于负增长区间。此外，PPI 和 CPI 剪刀差有所扩大，也反映出了经济下行压力依然较大。

宏观研究团队

研究员：
刘宾
0755-83212741
liubin@citicsf.com
从业资格号：F0231268
投资咨询号：Z0000038

联系人：
罗免劼
021-60812979
luohuanjie@citicsf.com
从业资格号：F3016675

一、CPI：食品通胀缓解，下行趋势有望延续

4月，随着国内疫情得到进一步的有效控制，复工复产力度继续加大，交通物流逐渐恢复，保供稳价措施持续加力，CPI环比继续下降，同比涨幅进一步回落。从环比看，CPI下降0.9%，降幅比上月收窄0.3个百分点。其中，食品价格下降3.0%，降幅收窄0.8个百分点，影响CPI下降约0.70个百分点，是带动CPI继续下降的主要因素。食品中，天气转暖，鲜菜供应量增加，价格下降8.0%，降幅收窄4.2个百分点；生猪产能加快恢复，供给持续增加，价格继续下降7.6%，降幅扩大0.7个百分点；鲜果和鸡蛋供应充足，价格均下降2.2%。非食品价格下降0.2%，降幅收窄0.2个百分点，影响CPI下降约0.17个百分点。在非中，受国际原油价格波动的影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降7.5%、8.2%和3.7%；随着复工复产加快，出行需求增加，飞机票价格上涨5.6%。

从同比看，CPI上涨3.3%，涨幅比上月回落1.0个百分点。其中，食品价格上涨14.8%，涨幅回落3.5个百分点，影响CPI上涨约2.98个百分点。食品中，猪肉价格上涨96.9%，涨幅回落19.5个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格上涨8.2%—20.5%，涨幅均有所回落；鸡蛋价格由上月上涨2.1%转为下降3.4%；鲜果和鲜菜价格分别下降10.5%和3.7%，降幅分别扩大4.4和3.6个百分点。非食品价格上涨0.4%，涨幅比上月回落0.3个百分点，影响CPI上涨约0.31个百分点。非食品中，医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨2.2%和2.0%，交通和通信、衣着、居住价格分别下降4.9%、0.4%和0.3%。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.1%，涨幅比上月回落0.1个百分点。据测算，在4月份3.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为3.2个百分点，新涨价影响约为0.1个百分点。

从上述数据可以看出，疫情对食品价格的推升作用已经基本消退，猪肉、鲜菜等食品价格走低是主要原因；受国际原油价格波动影响，汽油等油类非食品价格也下降明显，也对CPI的整体回落做出贡献。此外，在3.3%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为3.2个百分点，新涨价影响约为0.1个百分点，表明在新冠疫情防控向好的态势进一步巩固，生产生活秩序加快恢复以来，与民生关系密切的物价控制得较为合理。

从目前来看，生猪产能继续加快恢复，猪肉供给持续增加，其他食品的复工复产也在有条不紊地开展，食品价格压力的缓解有望延续。另一方面，由于生产恢复较快而外需压力骤增，产成品仍有累库压力，非食品物价则将继续承压。随着全社会生产生活秩序的进一步恢复，CPI涨幅有望继续回落，全年将呈现“前高后低”态势。

二、PPI：同比环比跌幅加深，负增长态势短期难变

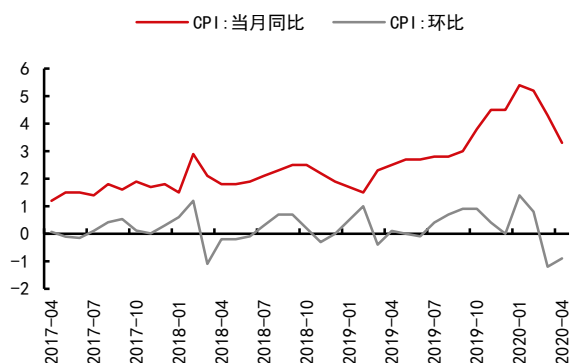
4月，受疫情之下国际大宗商品价格持续下降、全球需求下滑以及高基数效应等因素影响，国内工业品价格继续走低，PPI同比环比跌幅继续加深，并且已连续第三个月处于负增长状态。从环比看，PPI下降1.3%，降幅扩大0.3个百分点。其中，生产资料价格下降1.8%，降幅扩大0.6个百分点；生活资料价格下降0.1%，降幅收窄0.1个百分点。从调查的40个工业行业大类看，价格下降的有30个，上涨的有8个，持平的有2个。受国际原油价格大幅度下跌影响，石油相关行业产品价格降幅继续扩大。其中，石油和天然气开采业价格下降35.7%，扩大18.7个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降9.0%，扩大1.2个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降3.0%，扩大1.6个百分点。上述三个行业合计影响PPI下降约0.76个百分点，占PPI总降幅的近六成。钢材和有色金属等行业产品价格降幅收窄。其中，有色金属冶炼和压延加工业价格下降2.2%，收窄1.3个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降1.6%，收窄0.3个百分点。煤炭开采和洗选业价格由涨转降，下降2.3%。医药制造业价格由平转涨，上涨0.3%。

从同比看，PPI下降3.1%，降幅比上月扩大1.6个百分点。其中，生产资料价格下降4.5%，降幅扩大2.1个百分点；生活资料价格上涨0.9%，涨幅回落0.3个百分点。主要行业价格降幅也均有所扩大。其中，石油和天然气开采业价格下降51.4%，扩大29.7个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降19.8%，扩大9.2个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降8.3%，扩大3.0个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降7.3%，扩大3.4个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格下降6.0%，扩大2.5个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降5.4%，扩大1.8个百分点。此外，农副食品加工业价格上涨6.2%，涨幅回落0.5个百分点。据测算，在4月份3.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.3个百分点，新涨价影响约为-2.8个百分点。

从上述数据可以看出，国际原油和大宗商品价格回落是PPI走弱的直接原因，而疫后国内需求恢复速度慢于生产，且全球疫情大流行下外需回落，是PPI回落的根本原因。从中期来看，国内需求恢复步伐将加快，有利于PPI的稳定，但供给大于需求，不利于价格的提高，而疫情下国际大宗商品需求不足使得价格上涨动能有限，上游工业品通缩压力将持续存在，将对国内PPI形成制约。预计今年PPI会长时间位于负增长区间。此外，PPI和CPI剪刀差有所扩大，也反映出了经济下行压力依然较大。

图表 1: CPI 同比、环比表现

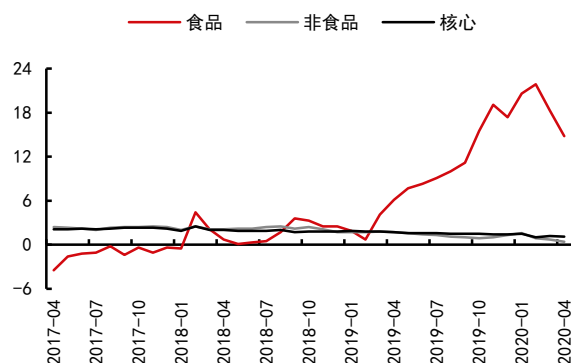
单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

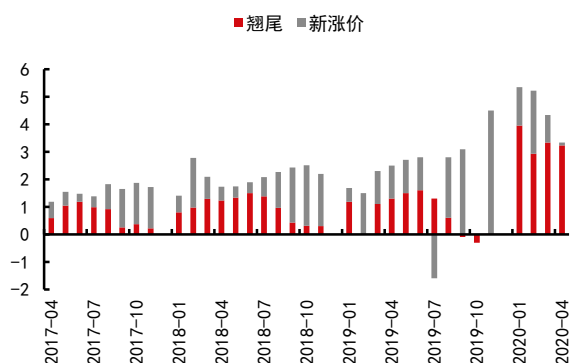
图表 2: 食品类、非食品类及核心 CPI 同比涨幅

单位: %



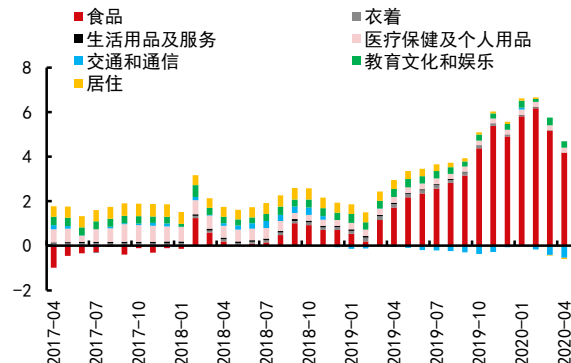
图表 3: CPI 影响因素分析

单位: %



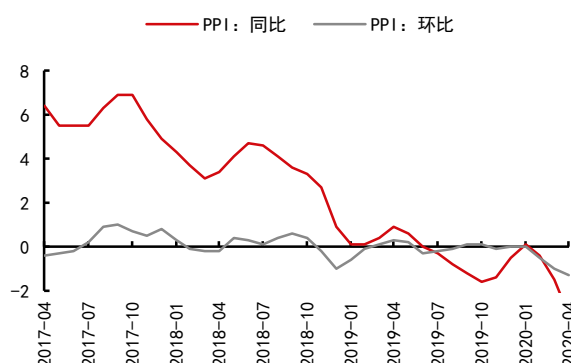
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 4: 对 CPI 拉动因素分析



图表 5: PPI 同比和环比涨幅

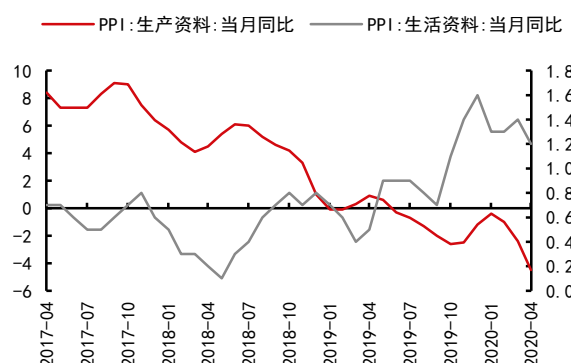
单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

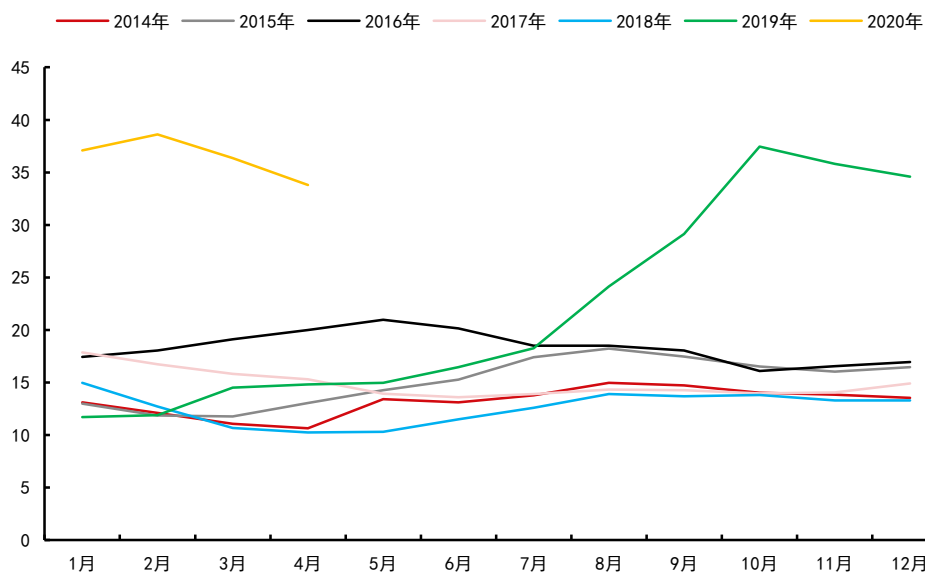
图表 6: 生产和生活资料价格同比涨幅

单位: %



图表 7：生猪价格季节性

单位：元/公斤



资料来源：Wind 中信期货研究部

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_5237

