

CPI 回落态势确认，PPI 环比已到低点

4 月通胀数据点评

核心观点

4 月份 CPI 环比-0.9%、同比+3.3%，较我们预期低 0.5 个百分点。食品价格普遍回落，通胀压力继续缓解。我们认为疫情冲击居民收入——影响居民非必需消费——影响服务类价格的负向传导机制仍然存在，但 4 月非食品 CPI 负向偏离当月历史均值的幅度较 3 月好转，反映居民消费在逐渐修复过程中。预计食品和非食品环比都将逐渐向历史季节性均值方向修复，维持年内 CPI 趋势下行的判断不变。结合高频数据和政策信号，我们认为 PPI 环比可能已到低点；但同比低点或还未到。我们预计全年 PPI 中枢可能在-3%~-2%之间，同比增速可能接近-4%，同比可能在未来 1-2 个月仍持续下跌。

□ 通胀回落态势确认，债市多头预期增强

4 月 CPI 同比继续回落，回落幅度大于预期，通胀压力继续缓释，食品端供给充裕，非食品端需求尚未完全恢复。通胀回落有利于增强债市多头预期。

□ 猪周期同比确认见顶，食品 CPI 趋势回落

同比角度，猪周期见顶信号已经充分确认。猪周期的见顶回落将带动食品 CPI 趋势下行。

□ 我国主粮自给率高，扰动因素影响较小

尽管食品端仍存在一些扰动因素，但我国主粮自给率相当高，我们认为扰动因素不构成对整体粮价、整体 CPI 波动的明确影响因素。

□ PPI 环比已到低点，同比仍有下行空间

原油价格的大幅下跌使得当月 PPI 环比跌幅较大。但我们认为随着国内加快复工赶工、政策信号明确，国际油价环比有所回升，PPI 环比或已到低点。PPI 同比可能还会有一到两个月的下行。

□ 盈利修复力度有限，库存同比继续震荡

PPI 同比仍在探底、工业增加值中枢明显低于去年同期，企业可变收入同比可能有较大下滑，加上企业固定成本开支拖累，短期内，工业企业盈利负增长的修复力度较为有限。对工业库存而言，短期难以明确判断需求和供给哪方面上行更快，预计未来一段时间，库存同比增速将继续维持震荡。

风险提示：疫情对居民消费的负面影响超出预期，非食品价格下行超预期；流动性宽松导致部分商品价格超预期上涨，产生经济滞胀预期。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

1 《为什么港币升值而人民币汇率未升值？》2020.04.28

2 《LPR 如期降息，之后呢？》2020.04.20

3 《短期看逆周期，长期靠改革——点评中央政治局会的几个要点》2020.04.17

4 《进出齐升，逆差转正——3 月进出口数据点评》2020.04.14

5 《特殊的降准与特殊的降息——点评 4 月 3 日央行宣布定向降准及下调超额存款准备金利率》2020.04.03

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

1. 通胀回落态势确认，债市多头预期增强

4 月份 CPI 环比-0.9%、同比+3.3%，较我们预期低 0.5 个百分点。食品价格普遍回落，通胀压力继续缓解。4 月份猪肉、鲜菜、鲜果 CPI 同比分别为+96.9%、-3.7%、-10.5%，三项同比均较前值如期回落；三项环比跌幅分别为 7.6/8.0/2.2 个百分点，猪肉和鲜菜价格回落幅度较大。4 月份，非食品 CPI 的环比表现仍弱于历史均值，我们认为疫情冲击居民收入——影响居民非必需消费——影响服务类价格的负向传导机制仍然存在，但 4 月非食品 CPI 负向偏离当月历史均值的幅度较 3 月好转，反映居民消费在逐渐修复过程中。

我们预计在猪周期同比见顶的大背景下，食品 CPI 未来将趋势回落；国内疫情逐渐平息，物流运能恢复叠加天气转暖，二季度食品价格没有明显上行风险因素。今年苹果、柑橘等水果可能是丰收大年，去年二季度对水果对通胀的扰动较大，今年可能相对较低。居民消费意愿有望延续修复，但商户对餐饮、服装等项目大幅涨价的可能性低，因而非食品 CPI 不大可能出现明显的补偿性反弹。预计食品和非食品环比都将逐渐向历史季节性均值方向修复，维持年内 CPI 趋势下行的判断不变。CPI 的趋势下行有望增强债市多头预期。

2. 猪周期同比确认见顶，食品 CPI 趋势回落

今年 2-4 月份，猪肉 CPI 同比分别为+135.2%、+116.4%、+96.9%，依次回落；结合高频数据观察猪价的环比走势，今年 2-5 月份猪肉均价延续回落，5 月初至今，农业部口径猪肉均价为 42.7 元/公斤。今年春节后猪肉价格持续回落的主要原因，一是疫情影响了在外就餐需求，降低了猪肉需求量；二是国家在今年 2-3 月调集多批冷冻储备猪肉投放市场缓解涨价压力；三是在疫情期间，部分养殖户选择压栏，这部分压栏的生猪在出栏后，单头净重更大。四是去年四季度猪肉价格的快速上行带动了补栏需求，截至今年 3 月份，能繁母猪存栏量已经连续 6 个月环比上行，去年生猪供给受非洲猪瘟疫情冲击较大，现正在持续恢复中。

根据农业农村部 4 月 21 日消息，农业农村部畜牧兽医局局长杨振海表示，由于今年下半年节日多，消费拉动力也更强，猪肉的价格高峰可能出现在 9 月份前后。我们预计，如果猪肉价格真的如农业部展望、在 9 月前后达到高点，高点可能在 50~55 元/公斤之间，猪肉价格环比仍有一定上涨空间；但由于 2019 年 3-11 月份猪肉价格基数逐月上行较快（2019 年 10 月、11 月的当月猪肉均价分别已达到 46.5 元、47 元/公斤），从同比角度，本轮猪周期见顶向下的趋势已比较明确。对宏观经济指标而言，观察猪周期同比更为关键，因为其对 CPI 影响较大。猪周期同比见顶将成为推动食品 CPI 趋势回落的最重要因素。

3. 我国主粮自给率高，扰动因素影响较小

未来可能阶段性扰动通胀预期的食品端因素包括：

- 1) 猪周期见顶或带动玉米、豆粕等饲料原料涨价；
- 2) 疫情影响部分国家的农业生产和农产品国际贸易，此前越南和印度宣布暂停大米出口、塞尔维亚暂停葵花籽油和其他农业物资的出口、哈萨克斯坦暂停小麦/胡萝卜/糖/土豆出口、埃及暂停各种豆类产品的出口，这些可能干扰国内对相关产品的价格判断，产生囤货需求；
- 3) 蝗灾、草地贪夜蛾等病虫害可能扰动粮价预期；
- 4) 随着气温上升，今年夏天有局部再度发生非洲猪瘟疫情、导致猪肉涨价的风险。

但我们根据 2019 全年数据测算，我国水稻、小麦、玉米等主粮自给率都在 97%以上，主粮今年大规模涨价风险较低。我们认为食品端的这些扰动因素不影响通胀整体趋势回落的判断。

4. PPI 环比已到低点，同比仍有下行空间

4 月 PPI 环比-1.3%，同比-3.1%，与我们预期一致；环比和同比跌幅均较前值继续扩大。4 月份原油、煤炭、钢铁等行业环比均呈现下跌，国际油价跌幅较大，原油生产、加工相关行业影响较大；根据统计局表述，4 月石油和天然气开采业价格环比下降 35.7%，扩大 18.7 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比下降 9.0%，扩大 1.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格环比下降 3.0%，扩大 1.6 个百分点。

结合高频数据和政策信号，我们认为 PPI 环比可能已到低点；但同比低点或还未到。今年 3-4 月，各地企业产能开动强度较 2 月明显反弹，但当时全国两会日期尚未确定，市场主体需要更明确的政策定调。在 4 月末，全国两会定于 5 月下旬在京召开，同时北京防疫响应机制下调为二级响应，我们认为这成为指导全国范围内生产开工强度进一步提升的积极信号。截至 5 月上旬，半钢胎开工率、炼油厂开工率、焦炭厂生产率、螺纹钢产量等均已接近或超过去年同期水平，基建施工强度提升成为较明显的主线。5 月份中煤指数环比跌幅较前值收窄；CRB 金属/工业原料指数、铁矿石/螺纹钢价格指数环比由降转升。5 月份国际油价也呈现环比反弹，结合其他工业品价格表现，PPI 环比可能已到低点，我们预计 5 月 PPI 环比跌幅较 4 月收窄。

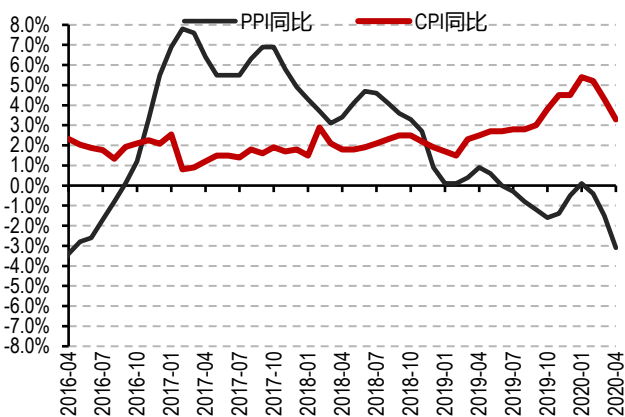
从同比角度，此前油价大幅下跌对工业价格的负面影响仍在，我们预计全年 PPI 中枢可能在-3%~-2%之间，同比增速可能接近-4%，同比可能在未来 1-2 个月仍持续下跌。

5. 盈利修复力度有限，库存同比继续震荡

对工业企业盈利而言，PPI 同比仍在探底、工业增加值中枢明显低于去年同期，企业可变收入（受价格指标-PPI、产量指标-工业增加值等综合影响）可能有较大下滑，加上企业固定成本开支拖累，短期内，工业企业盈利负增长的修复力度较为有限。对工业库存而言，短期内或仍有被动积压上行的压力，库存周期当前的位置并不明确，目前一段时间将继续处于需求恢复和生产恢复的共同影响当中，短期难以明确判断需求和供给哪方面上行更快，预计未来一段时间，库存同比增速将继续维持震荡。

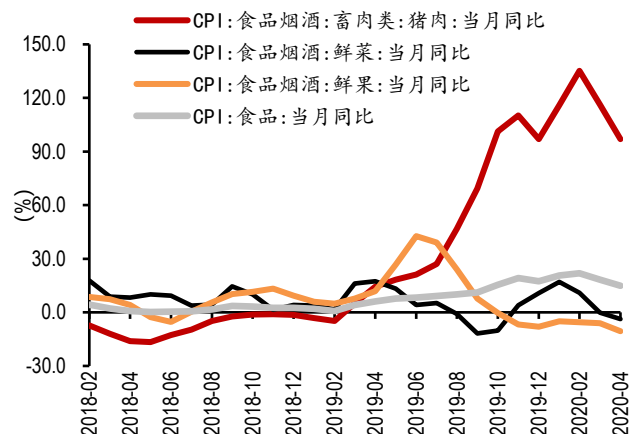
我们认为未来工业产成品库存，需再度经历需求好转-库存被动去化的过程，才可能进一步转入主动补库存。我们判断转入主动补库存的时点，可能要等到今年四季度。

图表1：PPI、CPI 同比均延续回落



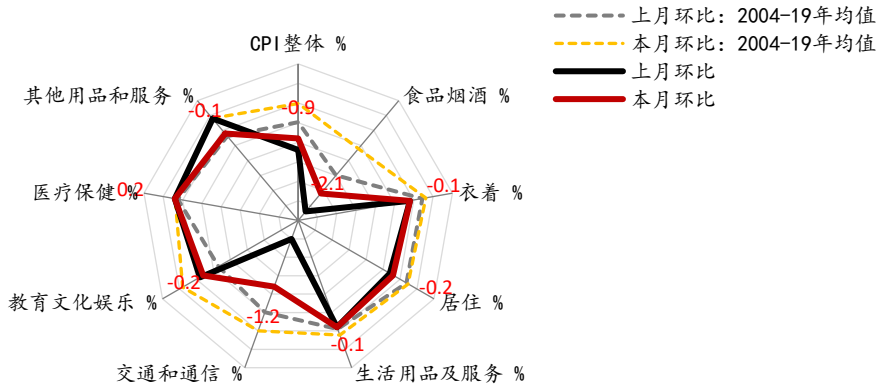
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表2：猪周期同比确认见顶



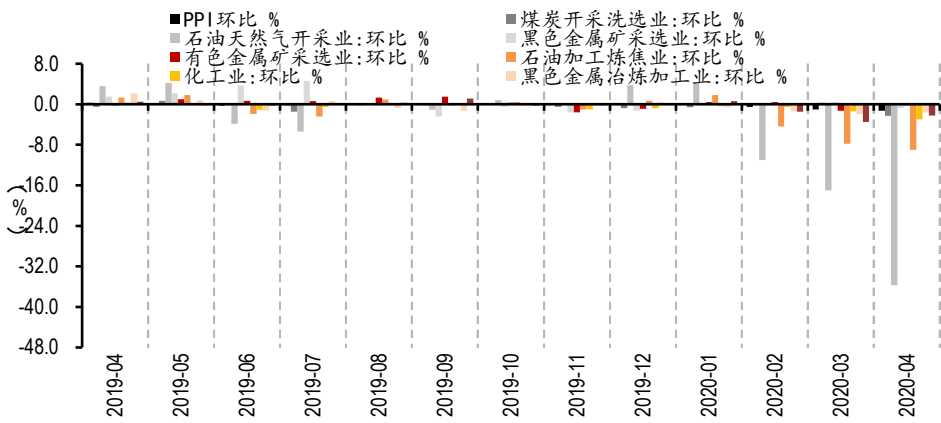
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表3：疫情对 CPI 服务类项的环比冲击仍在延续



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表4：油价大幅下行对 PPI 相关行业拖累较大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_5266



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn