



2020年5月12日

金信期货研究院

通胀同比下降，货币政策更积极的确定性高

——4月通胀数据点评

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

内容提要

4月，CPI同比3.3%，预期3.75%，前值4.3%，环比-0.9%，前值-1.2%；PPI同比-3.1%，预期-2.5%，前值-1.5%，环比-1.3%，前值-1.0%。

1、新涨价因素跌幅大是PPI同比跌幅扩大的主要原因，4月新涨价因素拖累PPI同比下降2.8个百分点。就大类看，PPI同比主要因生产资料PPI同比跌幅扩大拖累。根据我们测算，4月PPI同比或为阶段性低点，5-9月PPI同比大概率趋势回升，但5月PPI同比大概率仍落于-2.5%下方，通缩压力大。

2、5月新涨价因素快速回落是CPI同比大幅下滑的主要原因，翘尾因素位于高位或使CPI同比5-6月维持在3%左右，食品类和非食品类CPI同比均下滑使得CPI同比大幅下滑。从高频数据看，5月CPI同比继续回落的确定性高，5-12月CPI同比基本可以确定低于3.5%，且趋势放缓，对货币政策宽松的制约基本消除。

4、我们认为，5月经济下行压力仍大，预计5-7月我国出口增速或趋势较大幅下滑，对我国经济冲击将十分明显，5月刺激内需政策或将加码，基建投资力度也将加大，叠加5月PPI同比处于低位，我国加大货币政策积极力度是大概率事件，市场流动性预计将边际宽松，5月降准和调降OMO、MLF利率均可期待。

5、5月，全球复工复产稳步推进，国内货币政策边际积极基本确认，叠加商品价格处于低位，商品价格继续趋势上涨的概率较大。5月基建投资增速大幅攀升概率很大，相关产业链商品价格回升的确定性高。

6、需注意的是，全球主要经济体部分复工复产地区疫情爆发，或拖累全球复工复产进度，5月商品价格上升空间有限。

风险提示

疫情在全球超预期蔓延，中美贸易摩擦超预期升级，全球经济增长不及预期



扫码关注获取更多资讯

请务必仔细阅读正文之后的声明

统计局 2020 年 5 月 12 日公布了我国 2020 年 4 月 CPI 和 PPI 的数据,其中 CPI 同比 3.3%, 预期 3.75%, 前值 4.3%, 环比-0.9%, 前值-1.2%; PPI 同比-3.1%, 预期-2.5%, 前值-1.5%, 环比-1.3%, 前值-1.0%。

一、PPI 同比受新涨价因素拖累跌幅扩大, 5 月反弹概率大

新涨价因素跌幅大是 PPI 同比跌幅扩大的主要原因。4 月新涨价因素拖累 PPI 同比下降 2.8 个百分点, 3 月新涨价因素拖累 PPI 同比 1.5 个百分点, 新涨价因素的拖累加大, 4 月翘尾因素拖累 PPI 同比 0.3 个百分点, 3 月翘尾因素贡献 0.00 个百分点, 翘尾因素的拖累小幅增加。

PPI 同比跌幅扩大主因生产资料 PPI 同比跌幅扩大和生活资料 PPI 同比下滑。4 月生产资料 PPI 同比为-4.5%, 较前值跌幅扩大 2.1 个百分点, 生活资料 PPI 同比为 0.9%, 较前值下滑 0.3 个百分点。生产资料中采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比分别较上月下滑 7.6、3.6 和 1.0 个百分点。生活资料中食品类、衣着类、一般日用品类和耐用消费品类 PPI 同比分别较上月变化-0.8、-0.1、-0.2 和 0.2 个百分点。

从高频数据来看, CRB 现货指数综合 4 月同比较 3 月跌幅扩大 8.02 个百分点, 与 PPI 同比变化方向一致。截止 5 月 12 日, 5 月 CRB 综合现货指数月化同比较 4 月跌幅收窄 1.95 个百分点, 指向 PPI 同比跌幅或小幅收窄。布伦特原油 5 月月化同比较 4 月跌幅收窄 4.34 个百分点, 或使生产资料 PPI 同比收窄。随着全球主要经济体加快复工复产, 5 月 PPI 同比跌幅收窄的确定性高。

从行业分类看, 石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、化学纤维制造业 PPI 同比均低于-17%, 且 PPI 同比较上月跌幅明显扩大, 是 4 月 PPI 同比跌幅超预期的主要原因。5 月布伦特原油期货结算价月化同比收窄或使石油相关行业 PPI 同比回升, 对 PPI 同比的拖累或减小。计算机、通信和其他电子设备制造业和铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 PPI 同比是已出数据的 30 个行业 PPI 同比中仅有的回升行业, 建议关注。

根据我们测算, 4 月 PPI 同比或为阶段性低点, 5-9 月 PPI 同比大概率趋势回升, 但 5 月 PPI 同比大概率仍落在-2.5%下方, 通缩压力大。

二、CPI 同比趋势下行确定性高, 对货币政策的制约基本消除

5 月新涨价因素快速回落是 CPI 同比大幅下滑的主要原因, 翘尾因素位于高位或使 CPI 同比 5-6 月维持在 3%左右。4 月新涨价因素对 CPI、食品类 CPI、非食品类 CPI 同比增长的贡献分别为 0.1、1.7 和-0.4 个百分点, 3 月新涨价因素分别贡献 1.0、5.3 和-0.2 个百分点, 新涨价因素对 CPI 同比的支撑明显减弱。4 月翘尾因素对 CPI、食品类 CPI、非食品类 CPI 同比分别贡献了 3.2、13.1 和 0.8 个百分点, 3 月分别贡献 3.3、13.0 和 0.9 个百分点。CPI 同比翘尾因素 5-7 月分别为 3.2%、3.3%和 2.9%, 将支撑 CPI 同比 5-7 月维持 3%左右的高位。

食品类和非食品类 CPI 同比均下滑使得 CPI 同比大幅下滑, 其中食品类 CPI 同比下滑

明显。5月食品类CPI同比14.8%，较前值下滑3.5个百分点，非食品类CPI同比0.4%，较前值下滑0.3个百分点，核心CPI同比1.1%，较前值下降0.1个百分点，不含鲜菜和鲜果的CPI同比3.8%，较前值下降0.8个百分点。

4月食品类CPI同比放缓主要是因为猪肉CPI、鲜菜CPI和鲜果CPI比少增。4月食品烟酒价格同比上涨11.3%，影响CPI上涨约3.39个百分点。其中，猪肉价格上涨96.9%，较前值下降19.5个百分点，影响CPI上涨约2.36个百分点。鲜菜CPI同比下降3.7%，较前值跌幅扩大3.6个百分点，影响CPI上涨约0.10个百分点。鲜果CPI同比下降10.5%，较前值跌幅扩大4.4个百分点，影响CPI下降约0.21个百分点。

4月非食品类分项CPI同比整体放缓。衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健的CPI同比分别为：-0.4%、-0.3%、0.1%、-4.9%、2.0%和2.2%，较前值分别变化-0.1、-0.2、-0.2、-1.1、-0.5和0.0个百分点。

从高频数据看，5月CPI同比继续回落的确定性高。截止5月12日，5月全国猪肉平均批发价月化同比为107.16%，较4月下降15.76个百分点，猪价同比在5月延续放缓态势；5月28种重点监测蔬菜月化同比-77.3%，较前值跌幅扩大75.24个百分点。猪价同比和蔬菜价格同比大幅下降或拖累食品类CPI同比，5月CPI同比继续回落的确定性高。

据我们测算，5-7月CPI同比趋势小幅放缓，8-11月CPI同比或较快速趋势性放缓，5-12月CPI同比基本可以确定低于3.5%，且趋势放缓，对货币政策宽松的制约基本消除。

我们预计，5-7月我国出口增速或持续较大幅下滑，对我国经济冲击将十分明显，5月刺激内需政策或将加码，基建投资力度也将加大，叠加5月PPI同比处于低位，我国加大货币政策积极力度是大概率事件，市场流动性预计将边际宽松，5月降准和调降OMO、MLF利率均可期待。

三、5月复工复产叠加货币宽松，商品价格或反弹

5月全球复工复产稳步推进，国内货币政策边际积极基本确认，叠加商品价格处于低位，商品价格继续趋势上涨的概率较大。

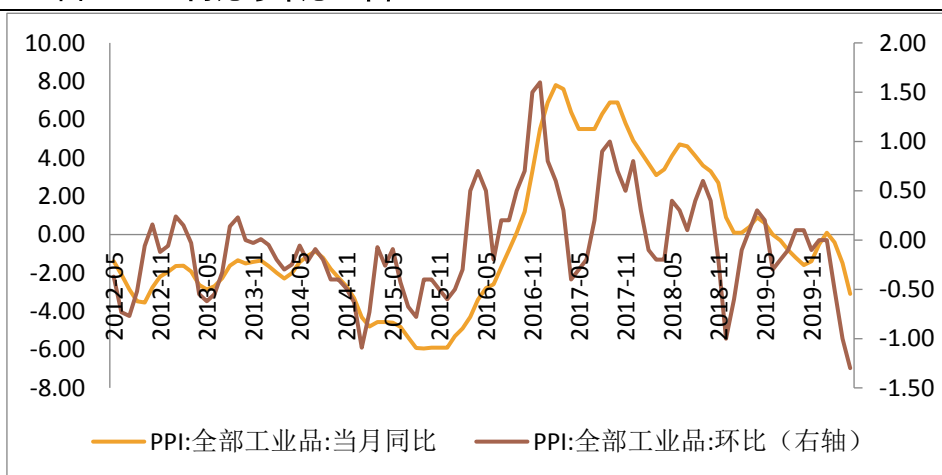
5月基建投资增速或大幅攀升，叠加市场流动性宽松，相关产业链商品价格回升的确定性高。

需注意的是，全球主要经济体部分复工复产地区疫情爆发，或拖累全球复工复产进度，5月商品价格上升空间有限。

当前市场避险情绪或趋于下降，黄金价格趋势小幅下行的概率较大；原油价格或阶段性持续反弹，当前油价有下跌空间但不大。

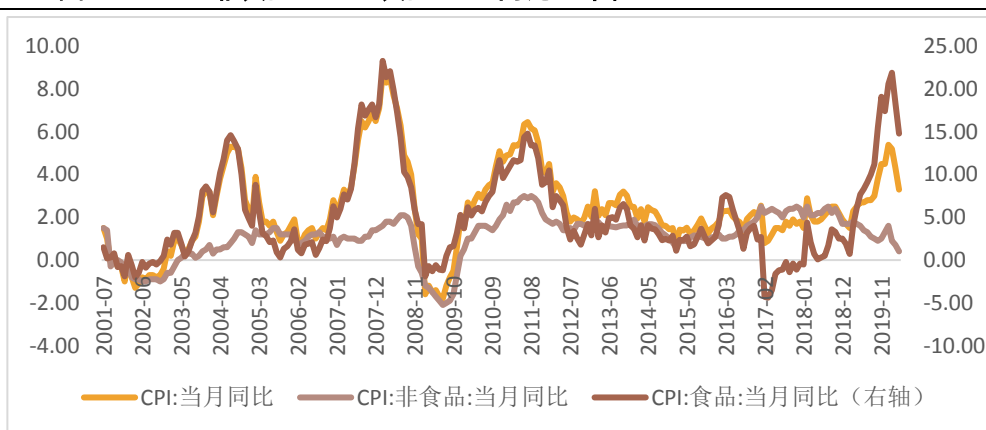
疫情对经济的较长期负面冲击压制资本市场持续回暖，需警惕中美贸易摩擦陡然升级，美国经济数据不及预期、疫情在欧美、印度、巴西和非洲的超预期爆发风险。当前商品市场对负面消息高度敏感，需警惕黑天鹅事件的冲击，关注短期利率变化。

图 1: PPI 同比与环比: 单位: %



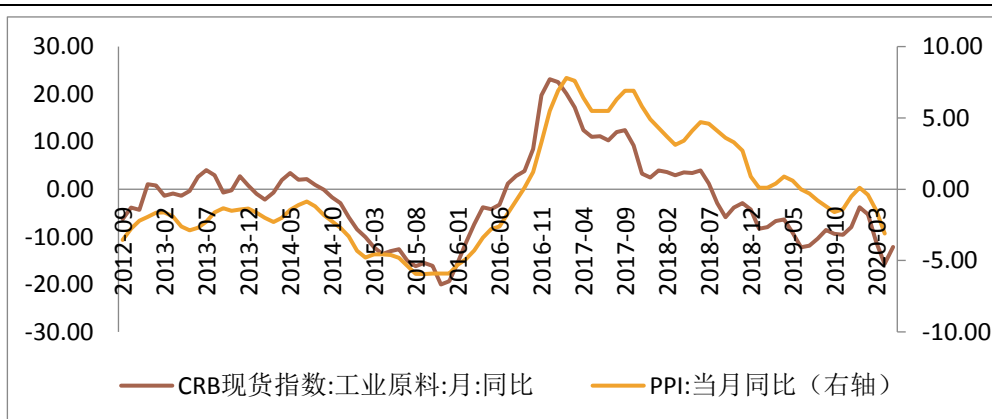
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 2: CPI、非食品 CPI、食品 CPI 同比: 单位: %



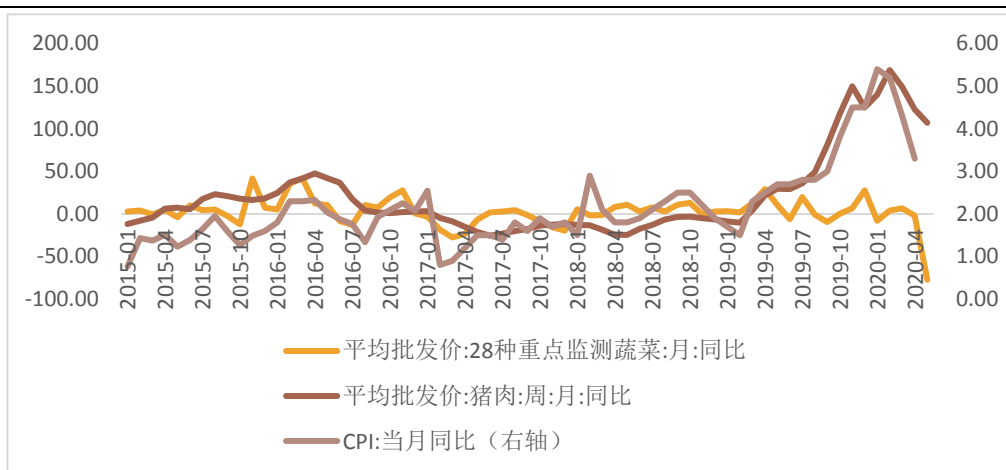
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 3: CRB 工业原料同比与 PPI 同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 4：CPI 同比、猪价同比与蔬菜价格同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

四、风险提示

疫情在全球超预期蔓延，中美贸易摩擦超预期升级，全球经济增长不及预期。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。