

---

# CPI 涨幅继续回落，PPI 加速下降，通缩趋势有所加强

——2020 年 4 月物价数据观察

联合资信、联合评级宏观研究部

国家统计局近日发布物价数据显示，2020 年 4 月，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 3.3%，较 3 月大幅下降 1 个百分点，涨幅连续第二个月回落；CPI 环比下降 0.9%，降幅较前值收窄 0.3 个百分点。同月生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 3.1%，降幅比上月扩大 1.6 个百分点；环比下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。总体看，CPI 涨幅继续回落，PPI 加速下降，通缩趋势有所加强。

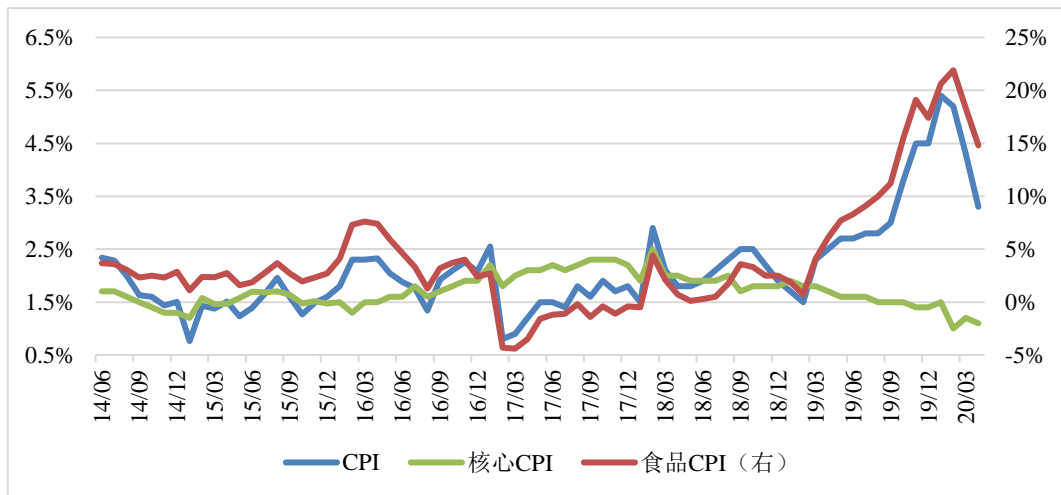
## 一、CPI 涨幅继续回落

2020 年 4 月，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 3.3%，较 3 月大幅下降 1 个百分点，涨幅连续第二个月下滑，但依然位于自 2012 年以来的 2 月以来的高点；1-4 月平均，CPI 比去年同期上涨 4.5%；环比来看，4 月 CPI 环比下降 0.9%，降幅较前值收窄 0.3 个百分点。核心 CPI 同比上涨 1.1%，较 3 月下降 0.1 个百分点。

### 1、食品价格回落拉动 CPI 涨幅下滑

食品价格是近一年以来 CPI 通胀的主要驱动因素，具体看，CPI 食品项同比涨幅由 2019 年 2 月的 0.7% 快速攀升至 2020 年 2 月 21.9% 的峰值，CPI 同比涨幅在此推动下也由 1.5% 大幅上升至 5.2%。本轮食品价格快速攀升主要是受猪瘟叠加猪周期推动猪肉价格大幅上涨所致。自 2020 年 3 月开始，食品价格开始下降，带动 CPI 同比涨幅从高位开始回落。4 月 CPI 同比上涨 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。具体看，对 CPI 食品价格影响最大的猪肉价格涨幅回落 19.5 个百分点至 96.9%，带动牛肉、羊肉、鸡肉等替代商品价格同步回落；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。据国家统计局测算，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。

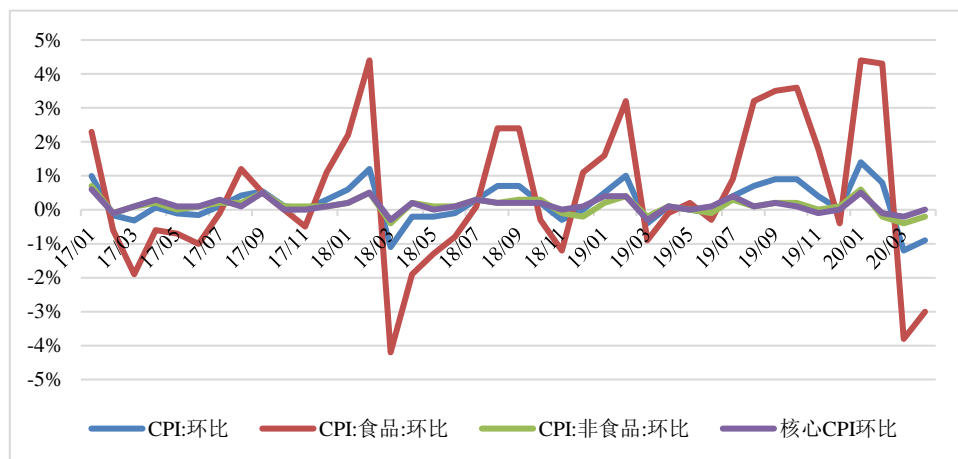
图 1：CPI 同比涨幅连续第二个月下滑



数据来源：Wind

从环比角度看，2020 年 4 月 CPI 环比下降 0.9%，降幅较 3 月收窄 0.3 个百分点。其中，食品价格下降 3.0%，拉动 CPI 下降 0.7 个百分点，是 CPI 环比继续下降的主要推动因素。具体看，主要食品构成项价格均有下降，鲜菜供应量增加，价格下降 8.0%；猪肉供给持续增加，价格继续下降 7.6%。非食品项环比下降 0.2%，主要是受国际原油价格下降影响，汽油、柴油等价格同步下滑。

图 2：CPI 环比下降幅度收窄



数据来源：Wind

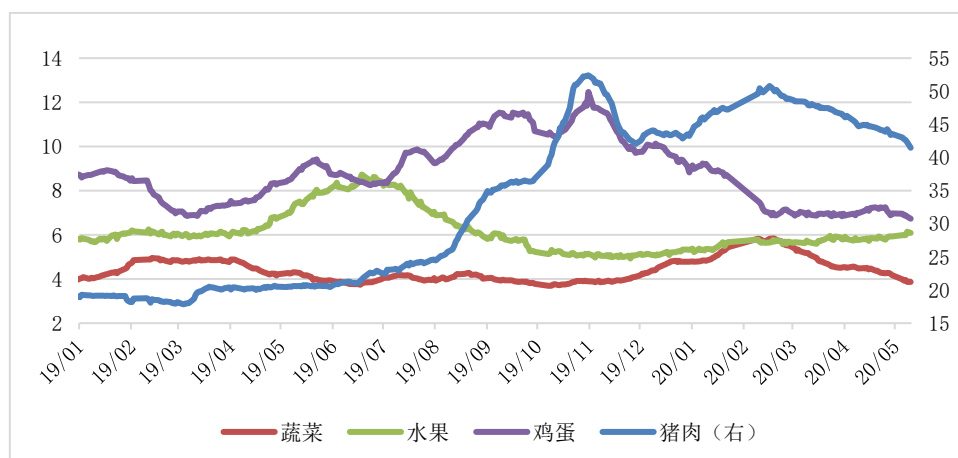
## 2. CPI 同比涨幅连续回落，高通胀担忧有所减弱

由于新冠疫情在海外快速蔓延，许多国家以保障本国需求为由暂停或限制了农产品的出口。截至 4 月 10 日，全球已有包括越南、俄罗斯、埃及、印度、哈萨克斯坦、塞尔维亚在内的 13 个国家宣布启动对部分农产品出口的限制性措施。受此影响，国际市场的大米、大豆、棕榈油等产品价格均出现明显上涨。国际农产品价格的上涨，引发国内农产品价格会大

幅上涨及高通胀担忧，但 3、4 月 CPI 同比增速连续下降，缓解了这种担忧；从粮食供应的角度看，我国的粮食自给率较高，受国际影响较小，市场不必因此而恐慌。

从高频数据看，进入 5 月以来，猪肉价格继续下降，随着生猪产能的逐渐恢复，生猪出栏量也逐渐恢复理智，猪肉价格将持续下降，进而推动 CPI 增速继续下降；蔬菜逐渐进入供应季，叠加前期的交通管制逐渐恢复，蔬菜的供应将会季节性增加，价格会季节性的下降。非食品项方面，受疫情影响，国内需求尚未完全恢复，价格同比增速或将继续放缓。

图 3：进入 5 月以来，主要食品批发价格继续下降（单位：元/公斤）

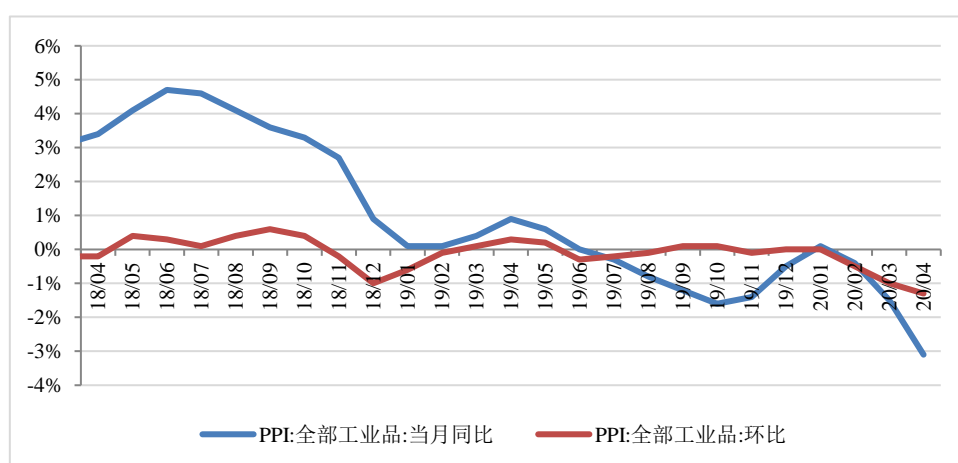


数据来源：Wind

## 二、PPI 加速下降

2020 年 4 月，PPI 同比下降 3.1%，降幅比上月扩大 1.6 个百分点，降幅扩大明显；PPI 环比下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点，且 1-4 月环比降幅逐月扩大，环比同比同步大幅下降，加速下降趋势明显。

图 4：近二年来 PPI 同比和环比变化情况



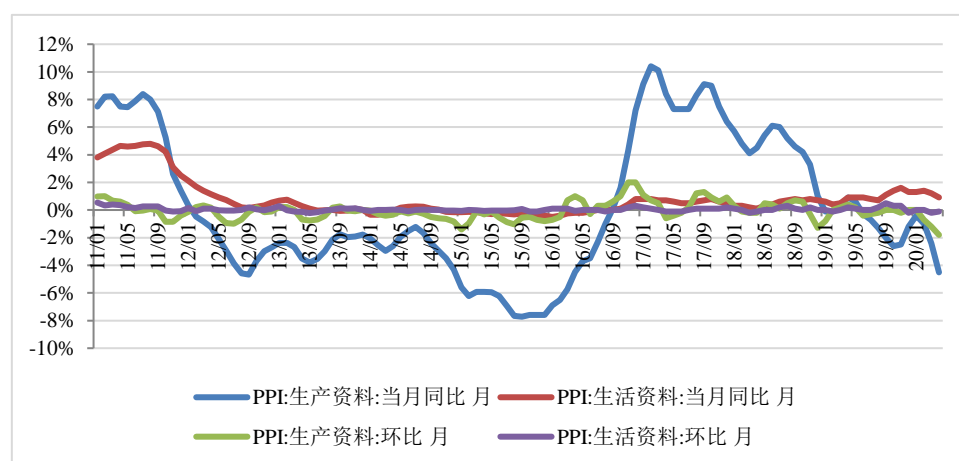
数据来源：Wind

### 1、生产资料价格大幅下降是主要原因

4 月生产资料价格环比大幅下降 1.8%，降幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格环比下降 0.1%，降幅收窄 0.1 个百分点。4 月生产资料价格同比下降 4.5%，降幅扩大 2.1 个百分点；生活资料价格同比上涨 0.9%，涨幅回落 0.3 个百分点。可见生产资料价格大幅下降是引起 PPI 加速下降的主要原因。相较而言，生活资料价格具有一定的刚性，而生产资料价格则更多受经济环境的影响，因而生产资料价格的下降幅度更大。

生产资料三大行业采掘业、原材料业和加工业，4 月价格同比分别下降 11.6%、8.8% 和 2.2，环比分别下降 7.2%、3.3% 和 0.7%，呈现出明显的加速下降趋势。其中采掘业价格的环比和同比均大幅下降，降幅较上月（3.5% 和 4.0%）急剧扩大；相对来讲，加工业价格降幅较小，与上月降幅相比比较平缓。这种局面的出现，主要是加工业产品的技术含量较高，同时具有一定的刚性需求支撑。

图 5：生产资料价格与生活资料价格变动情况

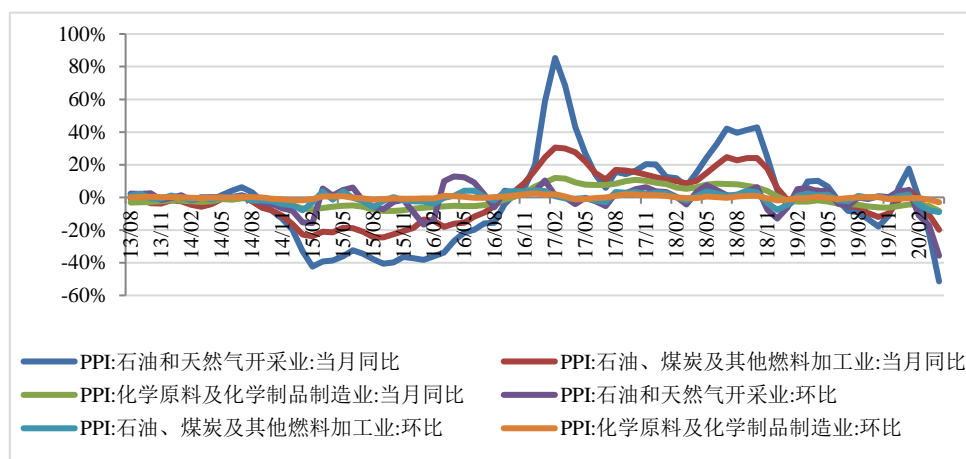


数据来源：Wind

## 2、石油相关行业价格降幅继续扩大

总体看，在 40 个行业大类中，价格下降的有 30 个，上涨的有 8 个，持平的有 2 个。其中，石油和天然气开采业价格环比下降 35.7%，降幅扩大 18.7 个百分点；同比下降 51.4%，降幅扩大 29.7 个百分点。石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比下降 9.0%，降幅扩大 1.2 个百分点；同比下降 19.8%，降幅扩大 9.2 个百分点。化学原料和化学制品制造业价格环比下降 3.0%，降幅扩大 1.6 个百分点；同比下降 8.3%，降幅扩大 3.0 个百分点。长期看，石油相关行业价格已经超过或接近 10 年来最低水平。石油相关行业产品价格降幅继续扩大，主要是受到国际原油价格大幅度下跌影响，同时下游需求的萎缩，也产生了较大的抑制作用。

图 6：2020 年 4 月石油相关行业价格大幅下降

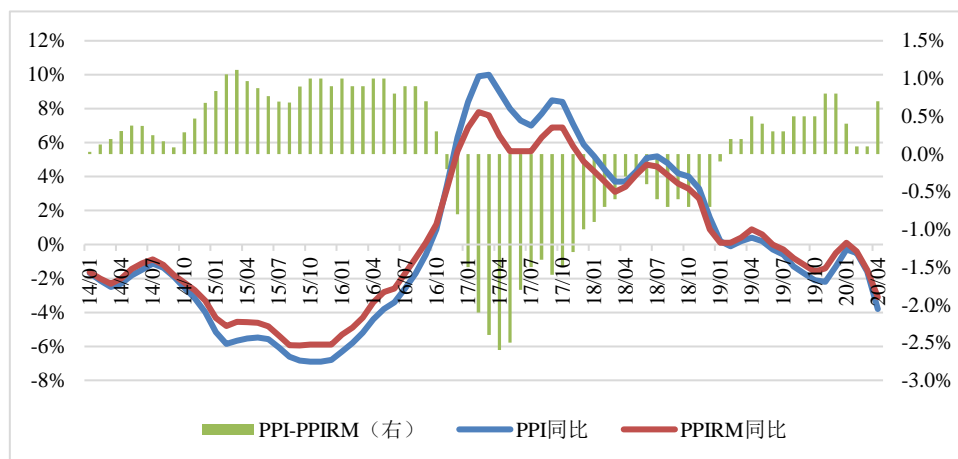


数据来源：Wind

### 3. 生产者购进价格指数（PPIRM）继续大幅下降

4 月 PPIRM 同比下降 3.8%，降幅较上月（-1.6%）扩大 2.2 个百分点；环比下降 2.3%，降幅较上月（-1.1%）扩大 1.2 个百分点。工业生产者购进价格大幅下降，主要原因是石油等大宗商品价格的大幅度下降。1-4 月，PPIRM 降速大于 PPI 降速，表明工业企业购进原材料价格下降快于出厂价格下降，企业利润空间有所放大，这在一定程度上缓解了制造业企业的经营压力。

图 7：近年来 PPI 涨幅与 PPIRM 涨幅比较



数据来源：Wind

分类看，同比方面，降幅最大的是燃料、动力类，同比下降 11.4%，降幅比上月扩大 7.4 个百分点；其次是化工原料类，同比下降 9.3%，降幅比上月扩大 2.1 个百分点；再次是有色金属原材料类，同比下降 6.6%，降幅比上月扩大 1.8 个百分点。农副产品和建筑材料同比上涨，分别为 6.8% 和 1.4%，但涨幅较上月（7.2% 和 3.1%）均有所下滑，说明随着国内疫情防控进入常态化，农副产品和建筑材料的原材料供应趋于稳定，相关加工制造企业的市

---

场地位有所改善。环比方面，9 大类产品全部下降，其中降幅前三的是燃料、动力类产品（-7.4%）、有色金属原材料类（-2.2%）和建筑材料类（-1.2%）。

### 三、通缩趋势有所加强

2020 年 4 月的物价运行走势显示通缩趋势有所加强，未来这个趋势或将延续。CPI 方面，短期内，疫情导致的需求不足，叠加食品供给随季节逐渐增加，CPI 增速有继续下降的动力，5 月以来猪肉价格等高频数据对此已有所反映；长期看，宽松的货币政策对下半年通胀具有一定压力，但考虑到去年通胀的高基数因素，以及疫情影响下的消费需求不足，核心 CPI 涨幅长期维持低位且有所下滑，下半年 CPI 涨幅较上年回落的概率较大。PPI 方面，国内因素看，受疫情影响，工业生产恢复进度快于需求恢复进度，供大于求的局面或将持续，企业为了去库存回笼资金以及在不利条件下保住市场份额，具有较强的压价促销的动力；国际因素看，受疫情冲击欧美等发达国家经济已经陷入衰退，对中国产生资料外需或将长期萎缩，对出口产品价格回升构成压力。虽然国内已经全面复工复产，海外疫情严重国家也自 5 月以来开始逐步解封，这将有利于 PPI 的稳定。但从实际情况来看，企业复工进度可能较快，但真正恢复正常生产则受制于需求的缓慢复苏，需要一个较长的过程。基于此，我们认为 CPI 涨幅下滑、PPI 下降的趋势或将延续。

根据央行数据，2020 年 1-4 月，中国社会融资规模余额同比增长 12%，达到 265.22 万亿元，增速为 2018 年 6 月以来最高水平；1-4 月社会融资规模增量累计 14.2 万亿元，接近上年 1-6 月水平。M2 余额于 4 月末达到 209.35 万亿元，同比增长 11.1%，分别比上月末和上年同期高 1 和 2.6 个百分点；M1 同比增长 5.5%，分别比上月末和上年同期高 0.5 和 2.6 个百分点。以上数据可以看出，央行为对冲疫情影响，加大了逆周期调节力度，创造了相对宽松的货币金融环境。如此巨大的资金注入，未来可能会推升价格水平，引发通胀预期。但正如上文所述，疫情的长期化使企业部门完全复工复产恢复常态仍需要较长时间；需求侧看，居民部门的消费需求依然受制于收入而难以提升，以基建为主的投资需求也难以在短期内有大的提振，外需受世界经济衰退及贸易摩擦影响而收缩，使三大需求处于疲弱态势，对 CPI 尤其是 PPI 的上行产生抑制作用，从而大大降低了宽松货币政策对物价水平的推升作用，短期内不会改变总体通缩的趋势。