



2021年5月11日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

PPI 同比如期冲高，CPI 涨幅温和

——4月通胀数据点评

内容提要

4月CPI同比0.9%，市场预期0.9%，前值0.4%，环比-0.3%；4月PPI同比6.8%，市场预期6.2%，前值4.4%，环比0.9%。

4月PPI同比继续冲高，CPI涨幅温和，基本符合市场预期。往后看，随着疫苗接种率的提高，服务业消费有望继续修复，CPI年内高点可控；而二季度PPI仍有冲高压力，但全球流动性拐点已现，大宗商品涨势有望在年中左右开始放缓，PPI同比年中或将见高点、三季度高位徘徊、四季度压力渐缓。本轮通胀上行特征主要体现为供给冲击及输入性压力，货币政策收紧事倍功半，通胀上行尚难传导至政策层面。4月30日政治局会议未提通胀和大宗商品涨价，并再提“不急转弯”，要求货币政策保持流动性合理充裕，缓解市场对货币政策收紧的担忧。

1. CPI涨幅温和，符合市场预期，食品拖累延续，消费淡季叠加生猪产能恢复，猪肉价格跌幅较大，远超季节性表现，生猪产能恢复良好下猪价仍处下行周期，对年内CPI的压制仍将继续体现。

2. 受疫情防控形势较好叠加节日因素影响，教育文娱、交通通信以及生活用品价格环比涨幅明显强于季节性，核心CPI增速加快，反映国内消费积极恢复，但传统服务类消费未至正常化，家庭服务、医疗保健等服务分项依然弱于季节性。

3. 低基数效应下PPI继续冲高，耐用消费品成本转嫁相对明显。原油和有色价格涨幅回落影响上游生产资料环比收窄，4月国内工业生产稳定恢复，生产领域价格继续上涨，国内定价的黑色系强于全球定价商品。

风险提示

全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



统计局公布 2021 年 4 月通胀数据：4 月 CPI 同比 0.9%，市场预期 0.9%，前值 0.4%，环比-0.3%；4 月 PPI 同比 6.8%，市场预期 6.2%，前值 4.4%，环比 0.9%。

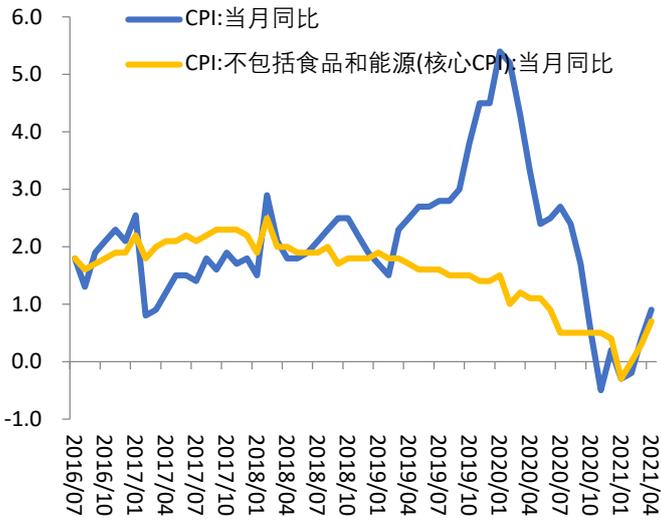
一、CPI 温和上涨，食品和服务价格继续拖累涨幅

CPI 涨幅温和，符合市场预期，食品拖累延续。中国 4 月 CPI 同比上涨 0.9%，较上月走高 0.5 个百分点，符合市场预期，环比-0.3%，略弱于季节性增速。食品价格依然是拖累 CPI 主要分项，同比-0.7%，持平上月，其中猪肉价格跌幅较大，4 月环比-11%，跌幅远超季节性表现，影响 CPI 环比下降约 0.22 个百分点，同比降幅继续扩大 3 个百分点。猪肉价格大幅下降主因消费淡季叠加生猪产能恢复，且猪价下跌预期下养殖户恐慌性出栏也加剧价格回落，生猪产能恢复良好下猪价仍处下行周期。此外，鲜菜鲜果供给季节性回升，价格分别下降 8.8 和 3.8%，拖累 CPI 环比下降约 0.19 和 0.08 个百分点。

非食品价格增速回升。4 月 CPI 非食品同比 1.3%，较上月继续回升 0.6 个百分点，环比 0.2%，持平上月。其中教育文化娱乐、交通通信、生活用品及服务价格环比涨幅明显强于季节性，受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均有明显上涨，而受原材料价格上涨影响，电冰箱、洗衣机、电视机等家用电器价格均有上涨。

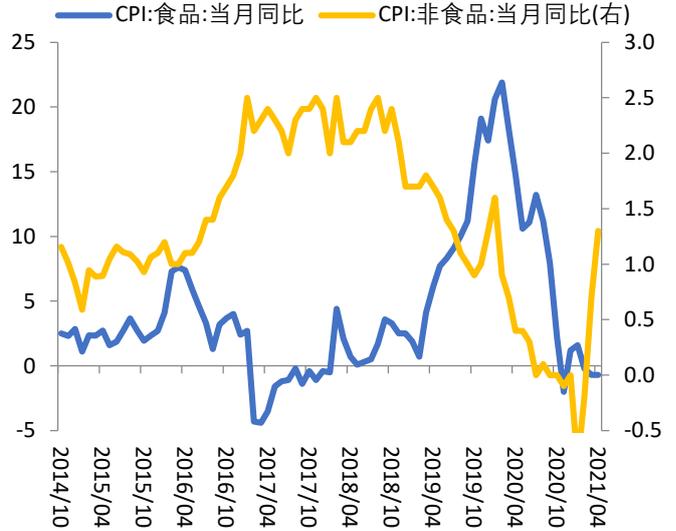
核心 CPI 增速加快，国内消费积极恢复，但传统服务类消费未至正常化。家庭服务、医疗保健等服务分项依然弱于季节性，传统服务业仍是渐进修复特征。而扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅走高 0.4 个百分点显示，反映国内消费积极恢复，但传统服务类消费未至正常化。

图 1: 核心 CPI 低位回升 (%)



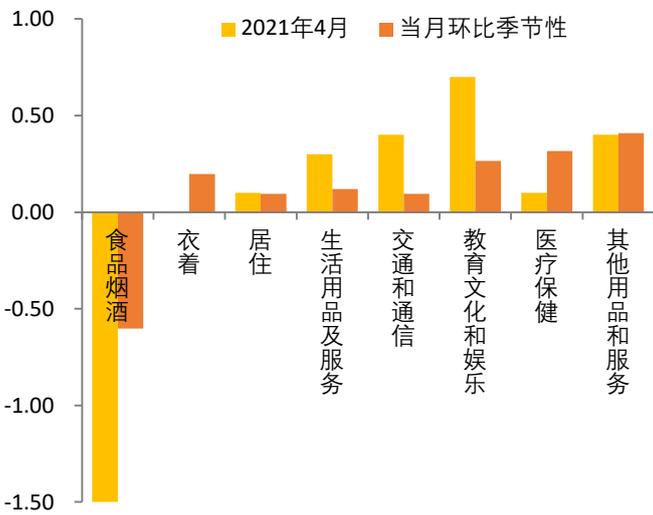
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



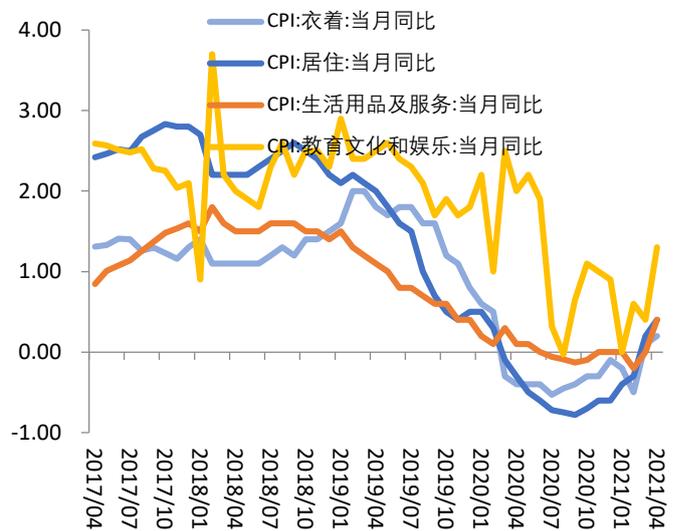
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: CPI 环比季节性 (%)



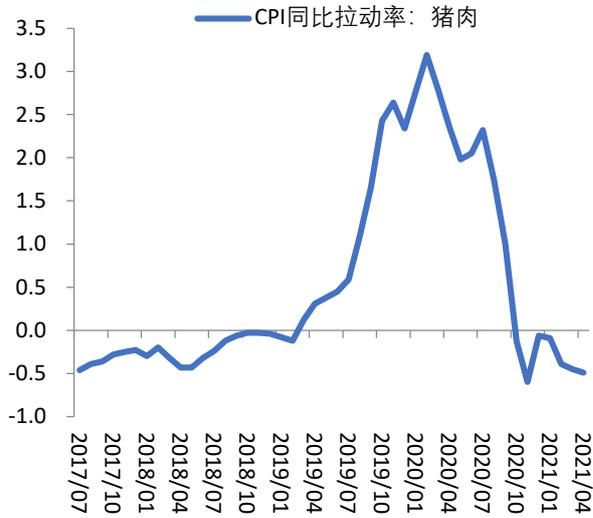
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 教育文娱、生活用品增速回升较快 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 猪肉价格拖累扩大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 生猪存栏回升下猪周期下行 (%) (左轴逆序)

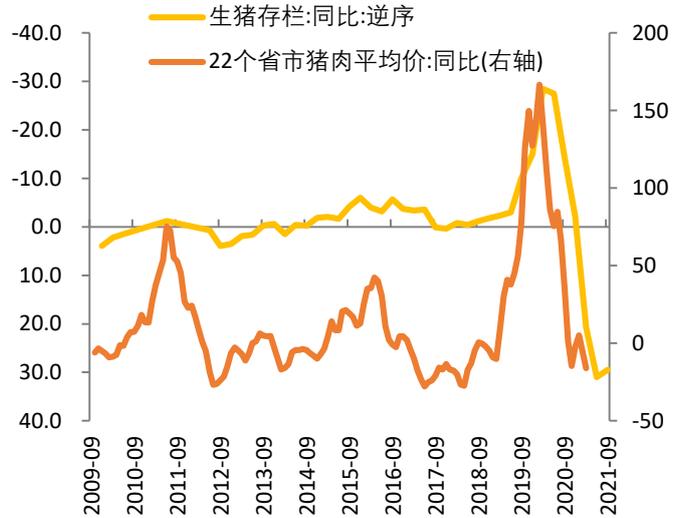
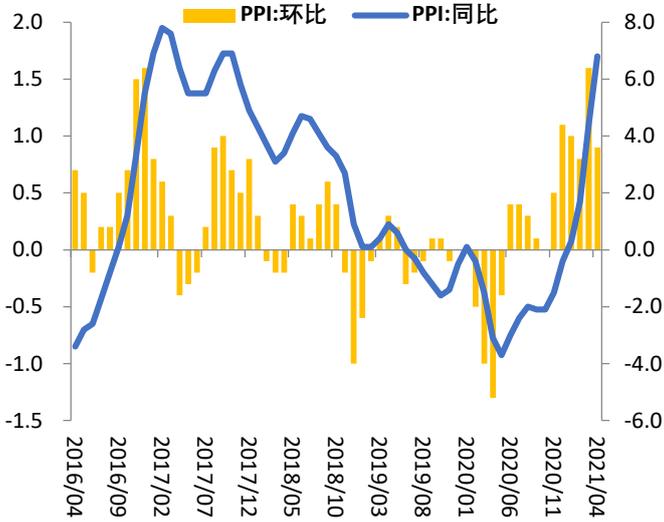
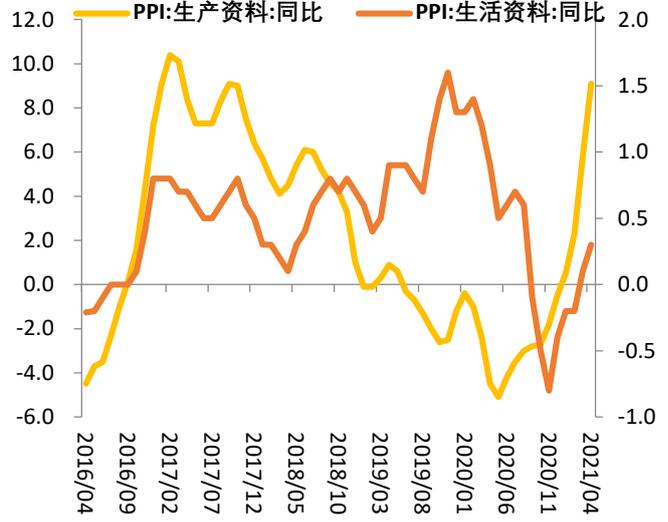


图 7: PPI 同比冲高, 环比趋缓 (%)



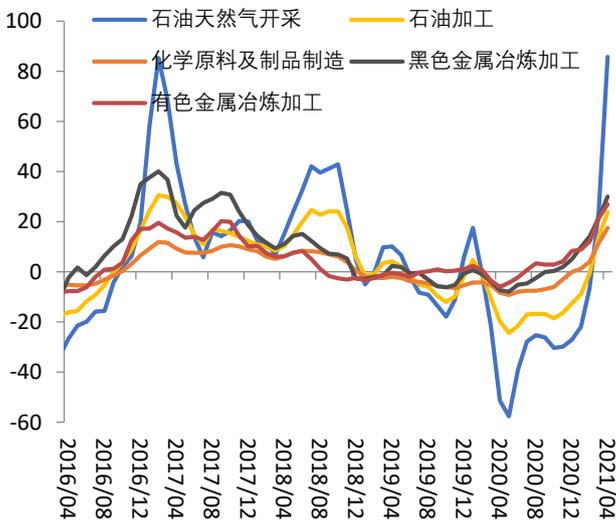
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 下游除食品外的生活资料涨幅扩大 (%)



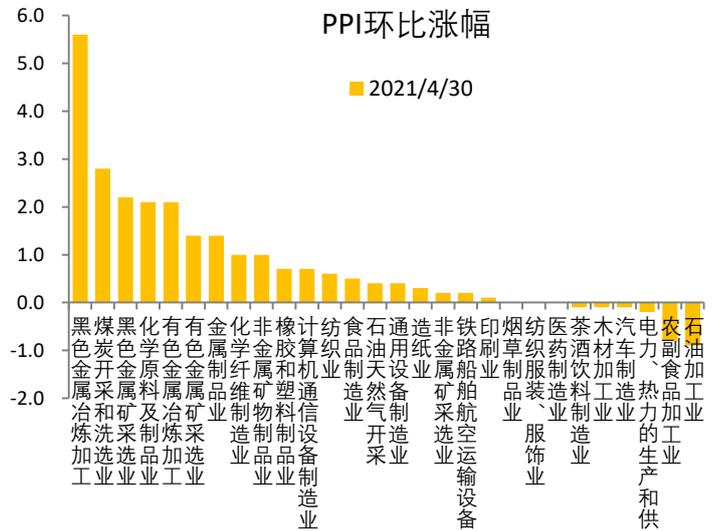
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 同比增速继续冲高 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 国内定价的黑色系强于全球定价商品 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、CPI 通胀风险可控，PPI 冲高后年中见高点

CPI 涨幅温和，服务类消费渐进修复，年内高点可控。随着疫苗接种率提高，服务业价格有望继续渐进修复，终端消费积极恢复下核心价格成本传导有所显现，但下游消费行业竞争充分或将弱化成本转嫁效率。同时，生猪产能恢复良好下猪价仍处下行周期，对年内 CPI 的压制仍将继续体现，但政策关注重点仍在于居民通胀预期变化与核心 CPI 上行节奏。

PPI 仍有冲高压力，年中或将见高点，四季度压力渐缓。低基数效应叠加海外经济复苏预期带来的大宗商品涨价压力，二季度 PPI 仍有冲高压力。从宏观角度来看，作为领先大宗商品价格约 1 个季度的前瞻指标，全球流动性 M2 拐点已现，大宗商品上涨最快的阶段或已过去，涨势有望在年中左右开始放缓，而随着下半年全球供给的恢复，环比放缓叠加基数回升确定，PPI 同比年中或将见高点、三季度高位徘徊、四季度压力渐缓。

通胀上行尚难传导至政策层面。从政策角度来看，通胀上行不至于传导至政策担忧层面，本轮通胀上行特征主要体现为供给冲击及输入性压力，货币政策收紧事倍功半。4 月 30 日政治局会议未提通胀和大宗商品涨价，并再提“不急转弯”，要求货币政策保持流动性合理充裕，缓解市场对货币政策收紧的担忧。

图 11: CPI 年内高点可控 (%)

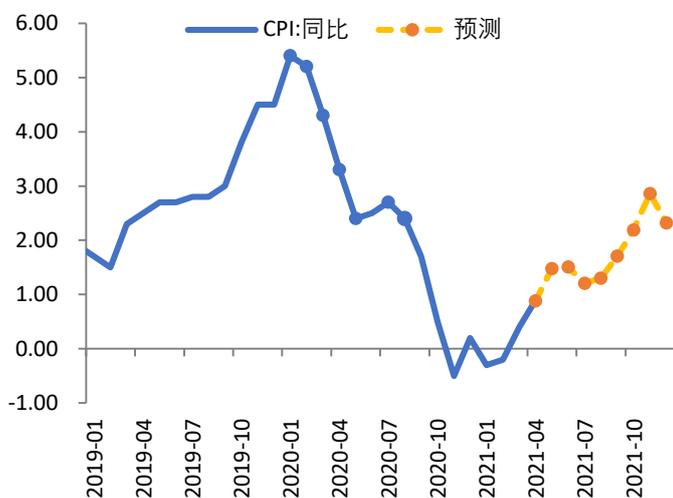
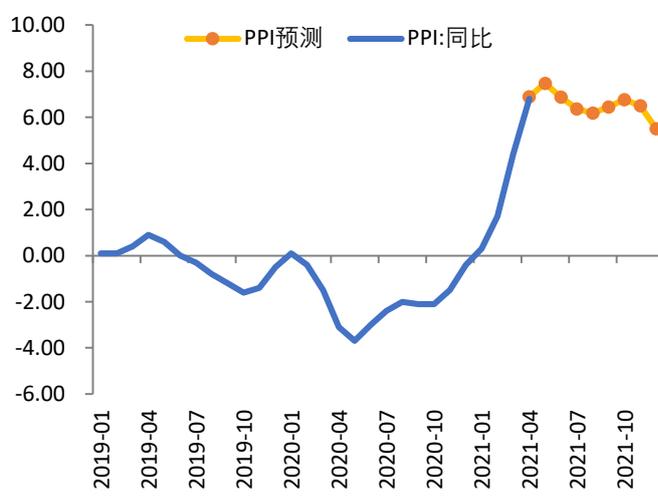


图 12: PPI 年中或见高点，四季度压力渐缓 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

四、风险提示：

全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

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”。