

## 4月工业品价格继续冲高，但PPI向CPI传导效应仍不明显

据国家统计局数据，2021年4月CPI同比0.9%，前值0.4%，上年同期3.3%；4月PPI同比6.8%，前值4.4%，上年同期-3.1%。

### 基本观点：

当前市场关注的焦点是：PPI冲高是否会向CPI传导，即国际大宗商品价格急升是否会导致国内出现普遍高通胀？4月CPI环比回落，同比涨幅扩大0.5个百分点，主要原因是上年基数走低，翘尾因素由负转正，并非新涨价因素推动。另外，4月核心CPI环比上涨0.3%，涨幅也显著低于PPI环比。这意味着PPI冲高对CPI的传导效应并不明显。背后的原因是国内产能修复充分、民生商品供应充足，以及消费需求恢复相对较缓。我们判断，短期内PPI和CPI走势分化格局将会延续，货币政策因PPI冲高而全面收紧的可能性不大。

4月PPI环比延续上涨，同比涨幅冲高，主因中下旬国际大宗商品价格迎来一波上涨，加之去年同期大宗商品价格仍在坑底，低基数带动同比涨幅显著扩大；同时，外国商品价格上涨也推动国内上游工业品价格上扬。从结构来看，尽管国内下游商品价格也在上涨，但涨价动能仍明显不及中上游，生活资料与生产资料PPI涨幅之间的剪刀差进一步扩大，这也印证当前PPI冲高的输入性通胀特征明显，国内经济并不存在需求过热。

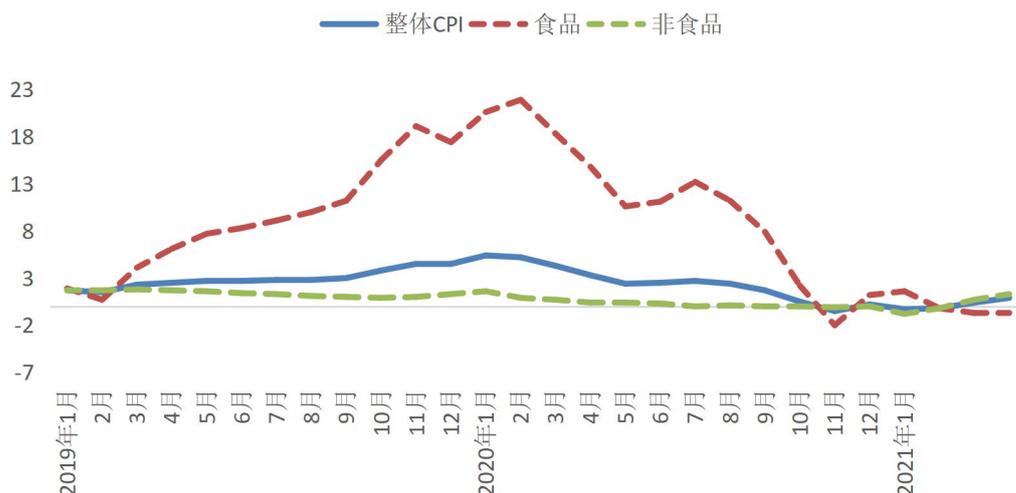
展望5月，PPI同比将进一步冲高至7.0%之上，CPI涨幅也会升至1.4%左右，但短期内物价全面上涨压力可控。

### 具体分析如下：

一、4月食品价格环比回落，同比维持0.7%的负增长，其中猪肉价格继续下跌成为主要推动因素；近期国际农产品价格大幅上涨，但未对国内粮价带来显著影响，仅带动食用油价格走高。主要受燃油价格同比走高，以及服务业修复加快影响，4月非食品价格同比从上月的0.7%升至1.3%，但近期PPI冲高向CPI的传导效应仍不明显。

### 具体分析如下：

图1 CPI增速：当月同比 %



数据来源：WIND

**4月猪肉价格继续下降，食品价格同比维持0.7%的负增长，继续成为抑制CPI涨幅的重要因素；国际农产品价格上涨未对国内粮价带来显著影响，仅带动食用油价格走高。**

4月食品价格季节性回落，加上去年同期价格基数仍然偏高，当月食品CPI延续0.7%的同比降幅。其中，主要受生猪生产持续恢复，消费需求回落影响，4月猪肉价格继续下降11.0%，带动当月猪肉价格同比降幅从上月的18.4%扩大到21.4%，成为影响4月食品价格同比下降的主要原因。此外，4月鲜菜和鲜果上市量增加，价格分别下降8.8%和3.8%，当月同比价格涨幅也见小幅收窄。

值得注意的是，4月粮食价格环比为0.1%，同比涨幅为1.1%，较上月下降0.3个百分点，继续处于正常波动范围。这表明，尽管近期全球农产品价格出现较大幅度上涨，但在国内主粮供需平衡保持稳定的背景下，国内粮价并未随之出现显著波动。4月水产品价格同比涨幅达到两位数，主要源于受供给减少及饲料成本上涨等因素影响，月内淡水鱼价格上涨9.8%。4月食用油价格同比涨幅扩大到7.5%，主要原因是近期国际大豆价格大幅上涨，并通过进口渠道向国内食用油市场传导。

我们认为，4月猪肉价格下行，是本轮“猪周期”进入下半场后的正常现象。部分区域猪瘟疫情虽有所反复，但根据农业农村部预测，年中生猪产能会进一步恢复至猪瘟疫情前的正常水平。这意味着接下来猪肉价格还有一定下行空间——4月猪肉批发均价为32.07元/公斤，而近三轮“猪周期”的平均价为25.22元/公斤。这将继续成为平抑CPI涨幅的一个重要因素。

图2 食品类各分项CPI同比增速 %

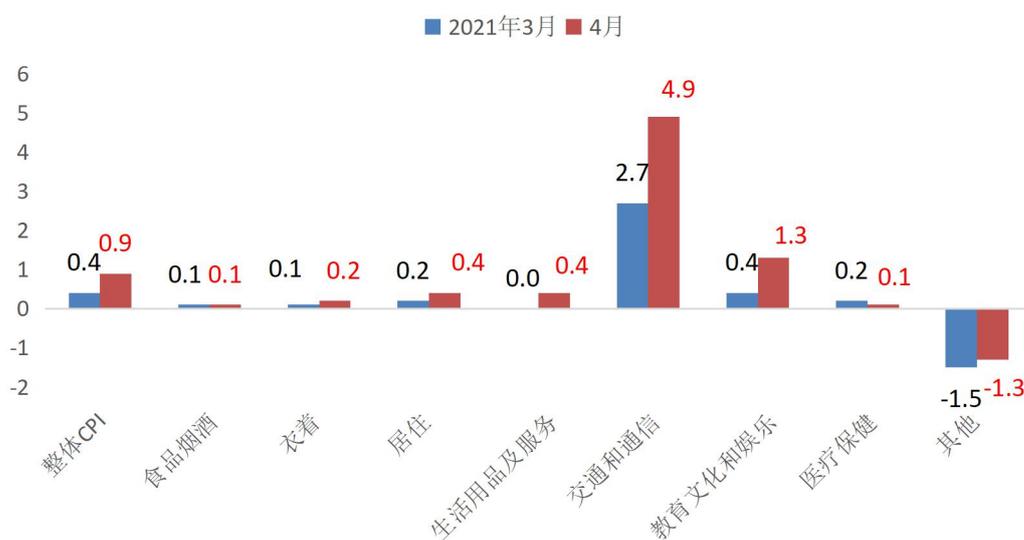


数据来源：WIND

主要受燃油价格同比走高，以及服务业修复加快影响，4月非食品价格同比从上月的0.7%升至1.3%，但近期PPI冲高向CPI的传导效应仍不明显。

4月，国内汽油和柴油价格环比小幅下调，但受上年基数走低影响，同比涨幅扩大近8个百分点，带动交通通信价格涨幅扩大2.2个百分点，成为当月非食品价格涨幅走高的重要原因。另外，受疫情防控形势较好叠加节日因素影响，4月居民出行大幅增加，月内飞机票、旅行社收费、交通工具租赁费和宾馆住宿价格分别上涨21.6%、5.3%、4.3%和3.9%，带动教育和娱乐服务价格同比涨幅明显扩大。最后，前期铜、钢材等大宗商品价格上涨效应向下游传导，4月电冰箱、洗衣机、电视机、笔记本电脑和自行车等工业消费品价格均略有上涨，涨幅在0.6%—1.0%之间，这导致当月生活用品价格同比涨幅有小幅扩大。

图3 八类商品与服务CPI同比增速 %

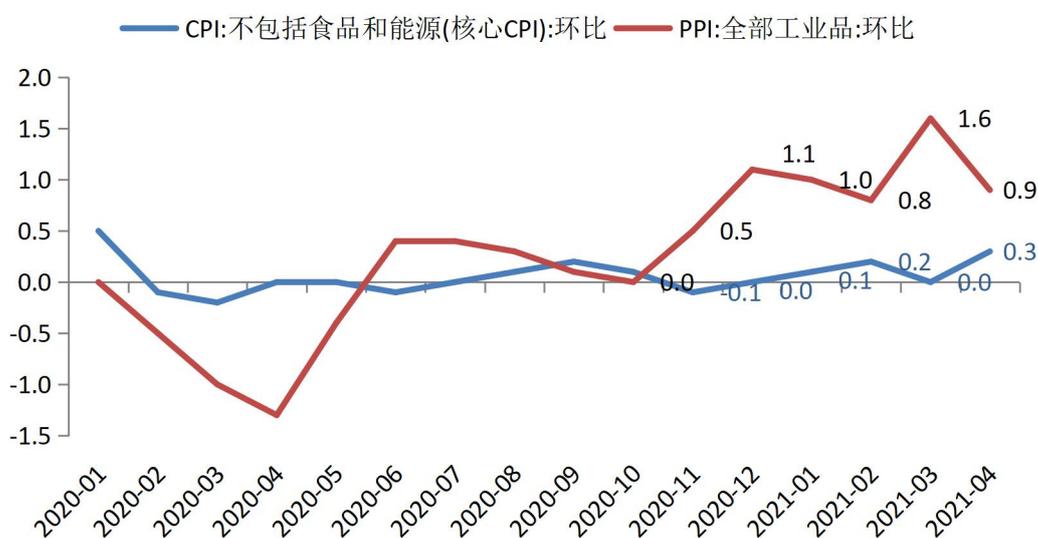


数据来源：WIND

当前市场关注的焦点是PPI冲高是否会向CPI传导，即国际大宗商品价格急升是否会导致国内出现普遍高通胀？4月CPI同比涨幅扩大，似乎传导效应有所显现。但数据分析表明，这种传导效应仍然很弱。4月CPI同比上涨0.9%，较上月扩大0.5个百分点，但这主要是由翘尾因素上升0.7个百分点（由3月的-0.6%升至0.1%）所致，而今年1-4月的新涨价因素较前值回落0.2个百分点至0.8%。这表明，4月CPI涨幅扩大，主要由翘尾因素或上年基数变化所致，并非近期物价上涨加速。

另外，扣除波动较大的食品和能源价格，4月核心CPI环比和同比分别上涨0.3%和0.7%，尽管涨幅较上月分别扩大0.3和0.4个百分点，但仍明显低于同期PPI走势（历史数据显示，核心CPI与PPI相关性较强）。这意味着在国内产能修复充分、民生商品供应充足，以及消费需求恢复相对较缓的背景下，PPI冲高对CPI的传导效应受到明显抑制。我们判断，短期内PPI和CPI走势分化格局将会延续，未来一段时间货币政策因PPI冲高而全面收紧的可能性不大。

图4 核心CPI与PPI环比增速 %

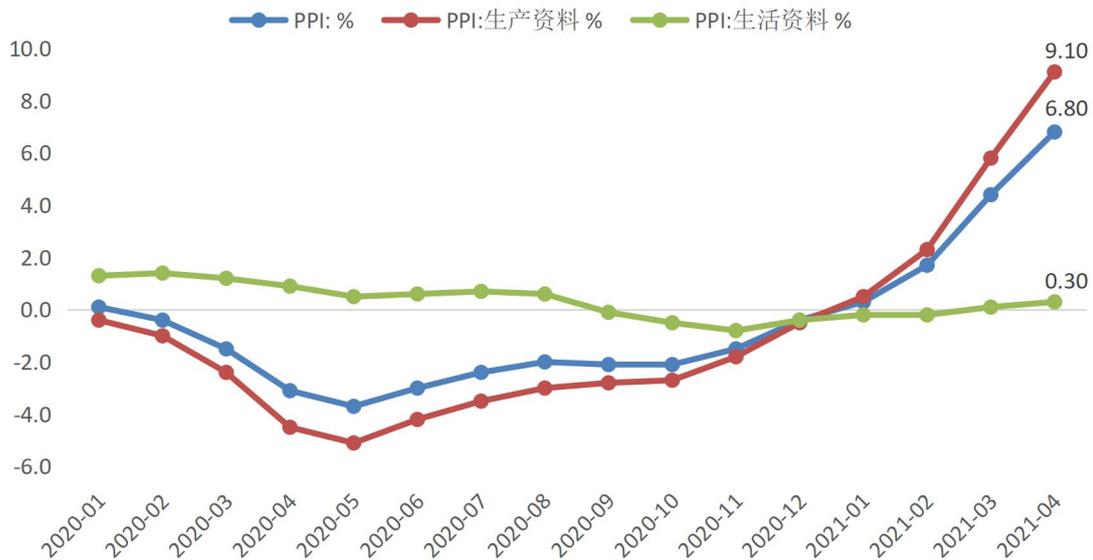


数据来源：WIND

二、4月PPI环比延续上涨，同比涨幅冲高，主因中下旬国际大宗商品价格迎来又一波上涨，加之去年同期大宗商品价格仍在坑底，低基数带动同比涨幅显著扩大；同时，外围商品价格上涨也推动国内上游工业品价格上涨。从结构来看，尽管国内下游商品价格也在上涨，但涨价动能仍明显不及中上游，生活资料与生产资料PPI涨幅之间的剪刀差进一步扩大，这也印证当前PPI冲高的输入性通胀特征明显，国内经济并不存在需求过热。

4月PPI同比涨幅继续陡峭上行，较上月加快2.4个百分点至6.8%，创下2017年11月以来新高。从新涨价动能和翘尾因素两方面看：4月PPI环比涨幅较上月放缓0.7个百分点至0.9%，维持相对高位，显示边际涨价动能仍强；4月翘尾因素从上月的1.09%提高至2.42%，上升1.33个百分点，对当月PPI同比涨幅起到明显拉升作用。

图5 PPI增速：当月同比 %



数据来源：WIND

4月PPI环比延续上涨，同比涨幅冲高，主因中下旬国际大宗商品价格迎来又一波上涨，加之去年同期大宗商品价格仍在坑底，低基数带动同比涨幅显著扩大，同时，国际大宗商品价格上涨也推动国内上游工业品价格上扬。

4月美国经济复苏显著加快、投资和消费改善明显，欧元区服务业重回扩张区间，美欧需求共振对全球经济和大宗商品产生正外溢效应。同时，尽管印度、巴西疫情全面失控，东南亚疫情显著升温，但这些经济体对全球总需求的影响有限，反而加剧全球供应链紧张。在此背景下，全球再通胀交易再度升温。4月中下旬，在前期快速上涨后盘整月余的大宗商品价格迎来又一波上涨，月末RJ-CRB商品价格指数较月初上扬6.9%，月均值环比上涨1.3%，同比上涨60.4%，涨幅较上月扩大23.4个百分点。从核心大宗商品价格来看，4月布伦特原油现货价月均值环比下跌1.4%，但月内走势整体上扬，月末较月初上涨8.0%，且在低基数强力拉动下，同比涨幅显著扩大至246.7%；4月LME铜现货价月均值环比上涨3.7%，月末较月初上涨13.5%，同比涨幅扩大至84.9%。

图6 大宗商品价格走势



数据来源：WIND

从国内来看，4月外围大宗商品价格上涨，拉动国内上游工业品价格走高。同时，4月制造业生产端景气回落但仍处扩张区间，建筑业维持高景气，国内需求侧对工业品价格仍有较强支撑。月内螺纹钢、铜、焦煤等工业品价格均有所上扬，月均值同比涨幅分别达到63.9%、42.0%和8.8%，与上月相比均有较大幅度提速。

图7 国内工业品价格走势



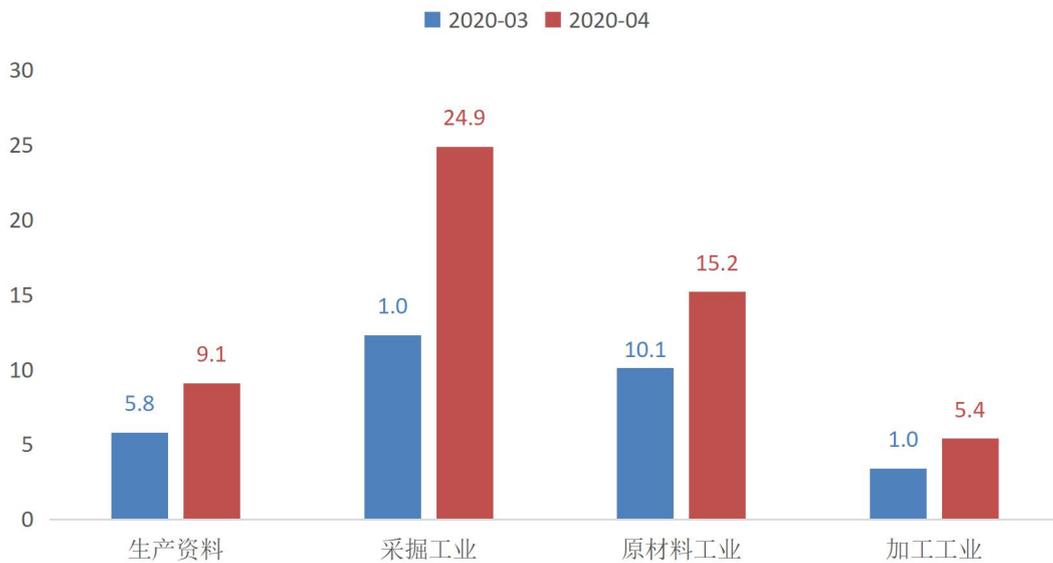
数据来源：WIND

中上游涨价正逐步向下游传导，叠加终端消费需求回暖，4月生活资料PPI同比小幅加速，但下游涨价动能仍明显不及中上游，生活资料与生产资料PPI涨幅之间的剪刀差进一步扩大。

4月生产资料和生活资料PPI环比涨势均有所减弱，但生产资料涨幅（1.2%）仍明显快于生活资料（0.1%），下游涨价动能仍明显不及中上游。3-4月生活资料PPI连续两个月环比正增，显示前期中上游涨价正在通过成本压力向下游传导，同时终端消费回暖也从需求端对下游涨价形成配合，但整体看涨势较弱。这也印证当然国内经济不存在需求过热。从同比来看，4月生产资料PPI同比涨幅较上月加快3.3个百分点至9.1%，生活资料PPI同比涨幅仅加快0.2个百分点至0.3%，二者之间的剪刀差进一步扩大。

在生产资料各分项中，4月采掘工业、原材料工业和加工工业PPI环比均维持涨势。在大宗商品价格上涨提振下，当月采掘工业PPI环比涨势增强，原材料工业PPI环比涨势有所减弱，加工工业PPI环比涨幅与上月持平。整体看，4月上游采掘工业涨价动能最强。从同比来看，价格环比上涨叠加去年同期基数走低，4月各分项PPI同比涨幅均有所加快，其中，采掘工业PPI同比涨幅较上月大幅上扬12.6个百分点至24.9%，原材料工业PPI同比涨幅加快5.1个百分点至15.2%，加工工业PPI面临的低基数效应相对不太明显，当月同比涨幅仅较上月加快2.0个百分点至5.4%。

图8 生产资料各项PPI同比增速 %

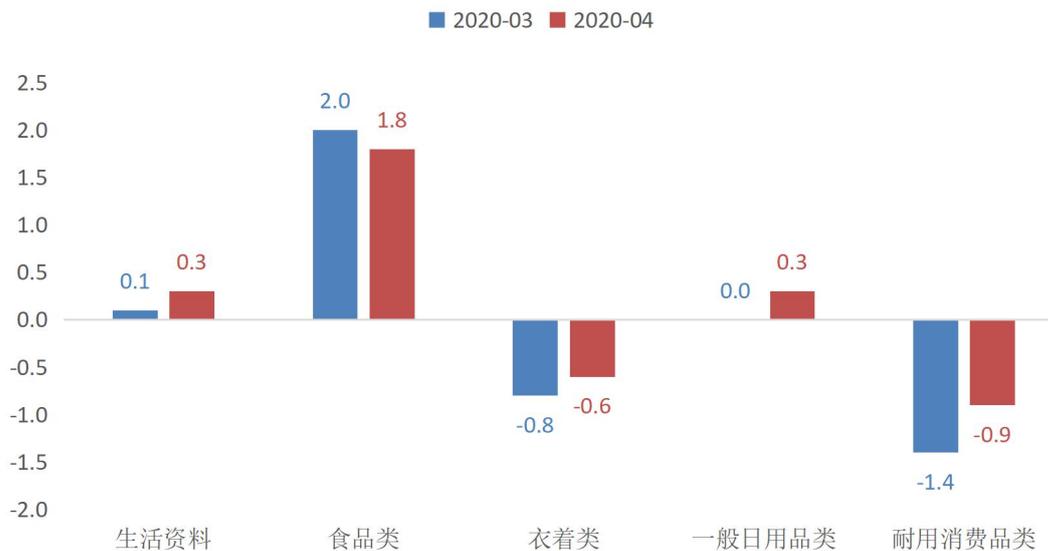


数据来源：WIND

从生活资料来看，主因终端消费需求修复、特别是服务消费回暖，以及成本上涨引发的价格调整，3月衣着、耐用消费品和一般日用品PPI环比分别上涨0.2%、0.4%和0.3%，但受食品价格下行拖累，食品类PPI环比下跌0.3%。同比来看，除食品类外，4月生活资料各分项PPI同比涨幅均有不同程度改善，但因去年同期疫情爆发对生活资料价格冲击较小，并未给今年价格上涨提供明显的低基数效应，故改善幅度不大，其中，衣着和耐用消费品PPI

同比仍未摆脱负向区间。

图9 生活资料各项PPI同比增速 %



数据来源：WIND

三、展望5月，PPI同比还将进一步冲高，CPI涨幅也会升至1.4%左右，但短期内物价全面上涨压力可控。

展望5月，持续下行的猪肉价格将继续带动食品CPI同比下降，并成为抑制整体CPI涨幅的重要因素。伴随国际大宗商品价格上涨向食用油、家电等消费品价格传导，以及服务消费价格上涨，加之上年价格基数明显走低，5月CPI同比涨幅有望扩大至1.4%左右，但仍处于较低水平。这意味着短期内PPI冲高向CPI传导之路仍不会顺畅，全面通胀风险可控。

PPI方面，4月以来欧洲疫苗加速推广，疫情明显好转，这为经济加快复苏创造了前提，这也意味着，美欧需求共振局面可能进一步深化，这将对大宗商品价格形成支撑。同时，对美欧复苏深化的预期也提振全球新一轮再通胀交易，这将进一步推升大宗商品价格。加之去年5月大宗商品价格处在磨底过程，这也意味着今年5月同比涨幅仍将受到低基数的强力拉动。此外，前期上游涨价正通过成本压力逐步向中下游传导，后续随着消费需求改善，下游行业PPI涨势有望逐渐显现。由此，预计5月PPI环比将延续上涨，且在翘尾进一步抬升带动下，PPI同比涨幅将进一步上冲至7.0%以上。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳