



## 经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

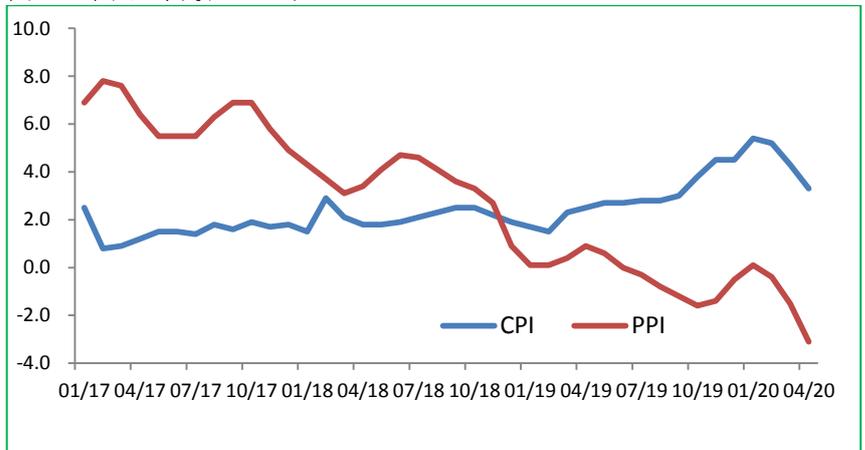
电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

## 中国 4 月 CPI 与 PPI 均显著回落

- 中国 4 月份 CPI 涨幅由 3 月份的 4.3% 显著回落至 3.3%，亦低于市场预期的 3.7%。4 月份 CPI 放缓主要是由于食品价格涨幅回落以及全球原油和大宗商品价格下跌所致
- 4 月份 PPI 跌幅由 3 月份的 1.5% 进一步回落至 3.1%，亦低于市场所预期的 2.5% 的跌幅。4 月 PPI 的进一步下跌主要由于石油及其它主要原材料价格暴跌所致
- 展望未来，我们预期整体通胀将继续放缓，CPI 通胀或持续回落，PPI 或持续通缩。当前以及未来的通胀预期为货币政策维持宽松态势以抵消新冠肺炎疫情对经济的冲击提供了有利条件。我们预计 2020 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.45% 及 4.45%。有见于经济增长放缓，我们预期 2020 年余下时间人民银行将继续下调 RRR。我们预期 2020 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 12.0%，而中小型金融机构为 9.0%

中国 4 月份 CPI 涨幅由 3 月份的 4.3%<sup>1</sup> 显著回落至 3.3%，亦低于市场预期的 3.7%（图 1）。整体食品价格继 3 月份上涨 18.3% 后，4 月份上涨 14.8%，影响 CPI 上涨约 2.98 个百分点。而同期非食品价格则由 3 月份 0.7% 的涨幅回撤至 0.4%，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点。按月来看，4 月份 CPI 按月下跌 0.9%，而 3 月份按月下跌 1.2%。2020 年前 4 个月 CPI 平均上涨 4.5%。

图 1: 中国 4 月份 CPI 与 PPI (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

4 月份 CPI 放缓主要是由于食品价格涨幅回落以及全球原油和大宗商品价格下跌所致。食品分项来看，4 月猪肉价格同比上升 96.9%，影响 CPI 上涨约 2.34 个百分点，但涨幅较 3 月份的 116.4% 有所回落。值得注意的是，受猪肉供应上升以及猪肉进口量大幅增加，4 月猪肉价格按月下跌 7.6%。4 月牛肉和羊肉价格分别上涨 20.5% 和 11.5%，两项合计影响 CPI 上涨约 0.61 个百分点。4 月鲜果及鲜菜的价格跌幅分别从 3 月份的 6.1% 及 0.1% 进一步扩大至 10.5% 及 3.7%，两项合计影响 CPI 下降约 0.31 个百分点。非食品分项来看，4 月旅游价格上涨 5.6%，医疗保健价格上涨 2.2%，教育服务价格上涨 2.2%。相反，4 月交通和通信价格下降 4.9%，主要因为交通工具用燃料大幅下跌 20.5% 所致。

农银国际研究部

2020 年 5 月 12 日

<sup>1</sup>除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



此外，4月居住价格下跌0.3%。

4月份PPI跌幅由3月份的1.5%进一步回落至3.1%，亦低于市场所预期的2.5%的跌幅。4月份生产资料价格跌幅由3月份的2.4%扩大至4.5%，影响PPI下降约3.31个百分点。4月份PPI中的生活资料价格上涨0.9%，涨幅比上月回落0.3个百分点，影响PPI上涨约0.23个百分点。此外，按月来看，4月份PPI按月下跌1.3%，而3月份下跌1.0%。2020年前4个月PPI平均下跌1.2%。

4月PPI的进一步下跌主要由于石油及其它主要原材料价格暴跌所致。PPI分项下的石油和天然气开采业在4月下跌51.4%，另一分项石油、煤炭及其他燃料加工业在4月下跌19.8%。此外，4月化学纤维制造业价格亦下跌17.7%。4月PPI价格大幅回落料为工业企业盈利预期带来负面影响。

展望未来，我们预期整体通胀将继续放缓，CPI通胀或持续回落，PPI或持续通缩。当前以及未来的通胀预期为货币政策维持宽松态势以抵消新冠肺炎疫情对经济的冲击提供了有利条件。我们预计2020年年底1年期与5年期LPR的利率水平分别跌至3.45%及4.45%。有见于经济增长放缓，我们预期2020年余下时间人民银行将继续下调RRR。我们预期2020年底大型存款类金融机构的RRR为12.0%，而中小型金融机构为9.0%。



	2019												2020	
	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月
实际国民生产总值 (同比%)	6.4	---	---	6.2	---	---	6.0	---	---	6.0	---	---	-6.8	---
以美元计出口增长 (同比%)	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.2	7.6	-17.2	-17.2	-6.6	3.5
以美元计进口增长 (同比%)	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3	-4.0	-4.0	-0.9	-14.2
贸易余额 (美元/十亿)	32.7	13.8	41.7	51.0	45.1	34.8	39.7	42.8	38.7	46.8	-7.1	-7.1	19.9	45.3
零售额 (同比%)	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-20.5	-20.5	-15.8	---
工业增加值 (同比%)	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	-13.5	-13.5	-1.1	---
制造业 PMI (%)	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8
非制造业 PMI (%)	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2
固定资产投资 (累计同比%)	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.2	-24.5	-24.5	-16.1	---
消费物价指数 (同比%)	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3
生产者物价指数 (同比%)	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	0.0	-0.5	-1.5	-3.1
广义货币供应量 (同比%)	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1
新增贷款 (人民币/十亿)	1690	1020	1180	1660	1060	1210	1690	661	1390	1140	3340	906	2850	1700
总社会融资 (人民币/十亿)	2860	1360	1400	2267	1010	1980	2270	619	1750	2103	5062	855	5163	3090

### 世界经济/金融数据

股指			大宗商品					债券收益率及主要利率				
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)				
<b>美国</b>			<b>能源</b>									
道琼斯工业平均指数	24,221.99	-0.45	17.89	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	24.47	(0.20)	292,688	美国联邦基金目标利率	0.25	0.00	
标准普尔 500 指数	2,930.32	0.02	20.19	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	29.98	(3.20)	237,000	美国基准借贷利率	3.25	0.00	
纳斯达克综合指数	9,192.34	0.78	36.02	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	1.83	0.55	243,106	美国联邦储备银行贴现窗口借款率	0.25	0.00	
MSCI 美国指数	2,806.17	0.04	20.96	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 <sup>2</sup>	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	美国 1 年期国债	0.0786	2.54	
<b>欧洲</b>			<b>普通金属</b>					美国 5 年期国债			0.3512	1.74
富时 100 指数	5,939.73	0.61	20.47	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,461.00	0.83	20,464	美国 10 年期国债	0.7034	2.19	
德国 DAX30 指数	10,824.99	-0.57	20.25	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,497.50	0.84	28,235	日本 10 年期国债	0.0000	0.10	
法国 CAC 40 指数	4,490.22	-1.18	17.84	COMEX 铜期货合约	美元/磅	5,228.75	(0.38)	7,901	中国 10 年期国债	2.6420	2.90	
西班牙 IBEX 35 指数	6,706.20	-1.13	23.85	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	5,257.00	(0.32)	26,703	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00	
意大利 FTSE MIB 指数	17,501.05	0.35	21.67	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,705.10	(0.51)	214,757	美国 1 年期银行同业拆借固定利率	0.1980	(10.5)	
Stoxx 600 指数	340.89	-0.05	17.21	COMEX 白银期货合约	美元/金衡盎司	15.75	(0.21)	43,246	美国 3 年期银行同业拆借固定利率	0.4346	(10.6)	
MSCI 英国指数	1,686.87	0.04	20.61	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	781.70	(0.96)	7,907	隔夜上海同业拆借利率	0.8030	(13.5)	
MSCI 法国指数	130.45	-1.35	17.60	<b>农产品</b>			1 月期上海同业拆借利率			1.3000	0.00	
MSCI 德国指数	124.65	-0.75	19.30	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	317.75	-0.47	112,750	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	1.2186	(9.15)	
MSCI 意大利指数	45.69	-0.41	23.22	小麦期货合约	美元/蒲式耳	515.00	-1.34	44,771	公司债券 (穆迪)			
<b>亚洲</b>								Aaa			2.54	12.00
日经 225 指数	20,366.48	0.93	18.79	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	10.09	-1.94	57,143	Baa	4.06	17.00	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,403.00	0.22	17.79	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	853.00	0.29	87,779	附注:			
恒生指数	24,602.06	0.07	10.23	1. 数据源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (资料更新于报告发布日期)								
恒生中国企业指数	9,990.48	(0.22)	8.21	2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格								
沪深 300 指数	3,960.18	(0.09)	14.82									
上证综合指数	2,894.80	(0.13)	14.83									
深证综合指数	1,810.74	0.09	51.30									
MSCI 中国指数	82.29	1.21	14.10									
MSCI 香港指数	13,348.30	1.22	12.17									
MSCI 日本指数	894.79	1.43	14.95									

### 外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12个月无本金交割远期
汇率	1.0813	1.2335	0.6476	107.57	0.9725	7.0933	7.7508	7.1902
周变化 (%)	-0.24	-0.60	-0.86	-0.86	-0.12	-0.27	0.02	-0.19



## 权益披露

分析员, 姚少华, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

## 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) ≤ 股票投资回报 < 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 < 负市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率 (恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离, 原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

## 免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司  
电话: (852) 2868 2183