

PPI 向上趋势与节奏判断：兼论 PPI 预测框架

2020 年 09 月 09 日

观点

- **猪周期决定 CPI 下行形态，非食品受益于消费复苏开始企稳。**8 月 CPI 同比 2.4%，较前值的 2.7% 回落 0.3 个百分点。CPI 在经历了两个月的反弹后重回下行趋势，在市场的预期之内。且因为去年 8 月份开始猪肉价格在下半年的飙涨，基数效应下，CPI 同比整体快速下行通道开启。结构上，CPI 非食品项触底弱反弹、核心 CPI 实现企稳，也反映出随着疫情后期需求尤其是线下消费需求的复苏。
- **8 月 PPI 同比下降 2%，降幅较 7 月收窄 0.4 个百分点，自 5 月份触底以来连续 3 个月向上。PPI 后续怎么看？**我们通过构架 PPI 预测模型给出后续 PPI 上行的趋势和节奏。**趋势上，PPI 向上趋势将延续至明年年中；节奏上，年内后续以震荡上行为主，明年 3 月份左右 PPI 有望转正且开启快速上行，至年中创下高点且有望破“4”。**
- **风险提示：**非洲猪瘟疫情反复超预期、国际原油供给出现超预期变化、全球疫情反复拖累大宗商品需求、预测模型与实际值之间存在预测误差。

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹

执业证号：S0600520050003

010-66573671

wangdan@dwzq.com.cn

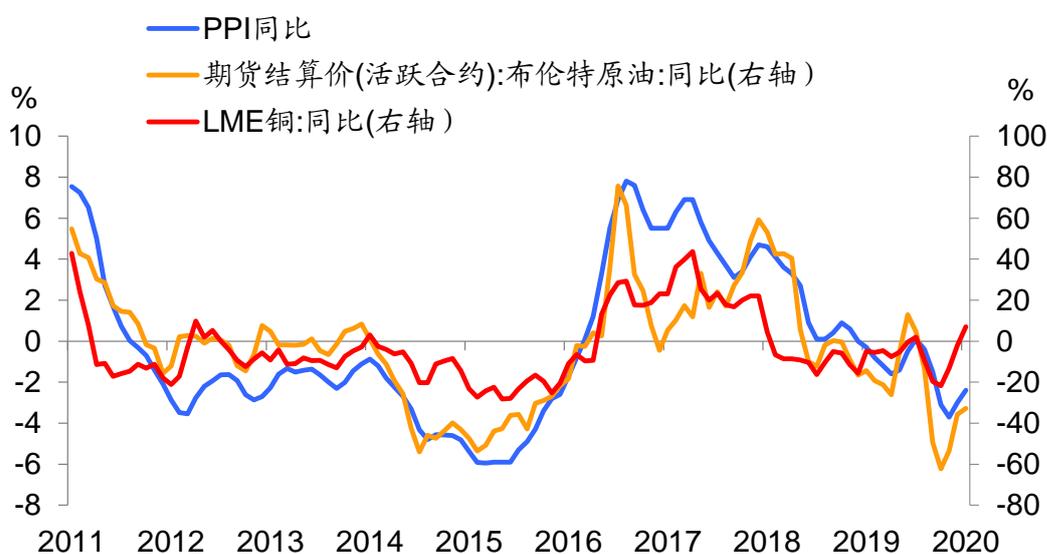
相关研究

- 1、《宏观点评 20200907：三维度解读 8 月出口再超预期》
2020-09-07
- 2、《宏观点评 20200906：开学季疫情会反复吗？——来自全球各国的经验》2020-09-06
- 3、《宏观点评 20200904：美国 8 月失业率为何超预期下降？》
2020-09-04
- 4、《宏观点评 20200904：亮点在出口和消费》2020-09-04
- 5、《宏观专题报告 20200902：大选前问世？--新冠疫苗推出对经济和市场的影响》2020-09-02

1. PPI 预测模型的构建

PPI 环比不具有季节特征，PPI 远月预测需借助对大宗商品未来走势的预判。由于 PPI 环比不像 CPI 非食品一样具有明显的季节性特征，因此，对 PPI 远月预测需要基于对大宗价格走势的预测，进而构建预测模型。由于对大宗商品未来价格预判本身存在一定误差，因而在构建 PPI 远月预测模型时不宜选择过多的大宗商品作为解释变量。我们发现在主要的大宗商品中，原油价格与铜价与 PPI 具有较强的相关性。

图 1: 布伦特原油期货价格同比和 LME 铜价格同比与 PPI 同比具有较高相关性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

构架基于原油和铜价及其滞后指标的 PPI 预测模型。考虑大宗商品价格由上游向中下游的传导存在时滞，我们选择布伦特原油期货价格同比、LME 铜价格同比和他们的滞后一期、滞后二期作为解释变量，剔除不显著的变量后，得到的预测模型如下表所示（数据区间为 2011 年 7 月至 2020 年 7 月）。PPI 远期预测模型的调整后 R² 达到了 88.65%，表明该模型具有较强的解释能力（图 2）。

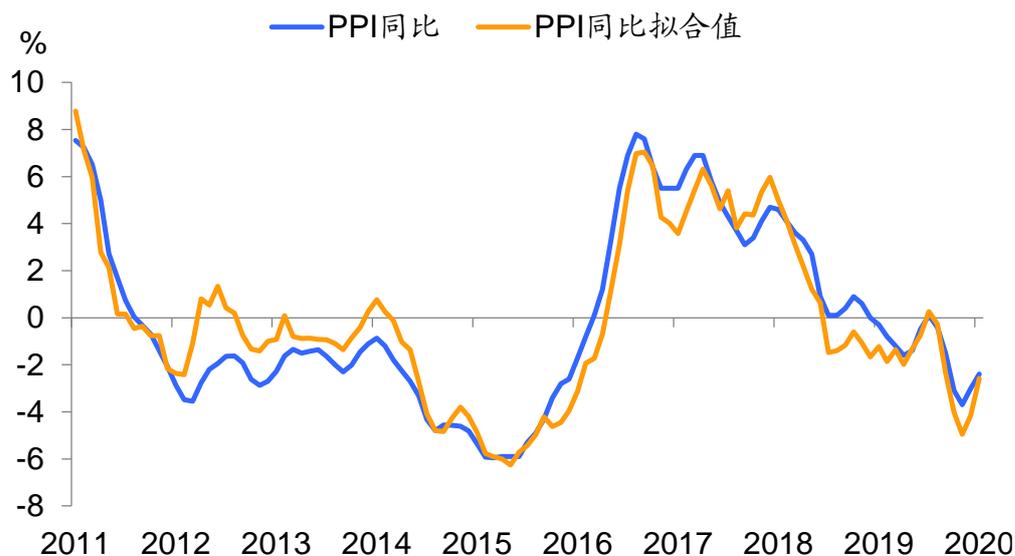
表 1: PPI 远月预测模型具有较强的解释能力

	回归系数	t 值	P 值	R ²	调整后 R ²
PPI 同比				89.07%	88.65%
常数项	0.3753	3.04	0.003		
布伦特原油期货价格同比	0.0247	2.89	0.005		
布伦特原油期货价格同比	0.0431	5.11	0.000		

(滞后二期)			
LME 铜价格同比	0.0900	6.46	0.000
LME 铜价格同比	0.0352	2.47	0.015
(滞后二期)			

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: PPI 远月预测模型拟合效果较好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 后续 PPI 上行的判断: 趋势与节奏

我们将彭博一致预测作为大宗商品价格未来走势的中性情景。对于大宗价格的长期预测较为困难, 我们给出乐观、悲观和中性三种情景假设, 而彭博一致预测作为我们的中性情景进行估测。中性情景下, 2020 年布伦特原油价格中枢为 42 美元/桶, 而 2021 年这一中枢水平会上行至 47.5 美元/桶; 而 LME 铜价中性预测将从 2020 年的 5875 美元/吨上涨至 2021 年的 6225 美元/吨 (表 2)。

表 2: 主流机构对大宗商品价格未来走势的预判

预测机构	大宗商品	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	2020	2021
花旗集团	ICE 布伦特: 美元/桶	43	48			44	57
	铜: 美元/吨	6350	6500			5960.25	6550
MPS	ICE 布伦特: 美元/桶	40	45	48	52	43	
	铜: 美元/吨	6000	6100	6200	6300	5800	
法国兴业	ICE 布伦特: 美元/桶	35	40	42.5	45	59	46.25

银行	铜: 美元/吨	5250	5300	5450	5600	6200	5700
德意志银行	ICE 布伦特: 美元/桶	35	40	40	45	39.2	45
	铜: 美元/吨					7714	7550
渣打银行	ICE 布伦特: 美元/桶					65	
	铜: 美元/吨					7000	
ING	ICE 布伦特: 美元/桶					55	
	铜: 美元/吨					7000	
一致预测 (中位数)	ICE 布伦特: 美元/桶	40	43	45	47.5	42	47.5
	铜: 美元/吨	6000	6100	6100	6200	5875	6225

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

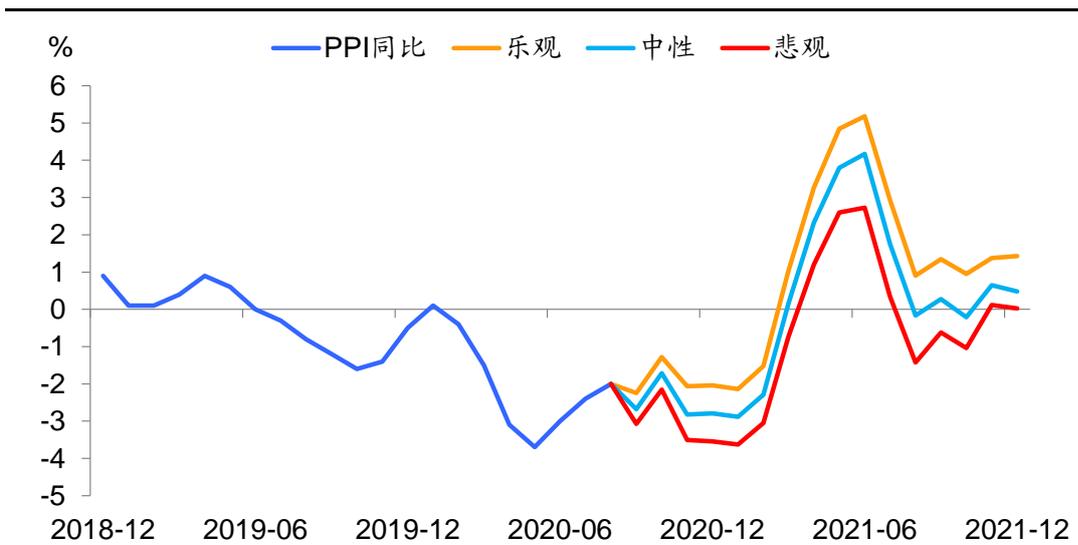
表 3: 布伦特原油期货价格和 LME 铜价格未来走势的不同情景假设

		2020 年		2021 年			
		Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
布伦特原油 (美元/桶)	乐观	42	46	48	50	55	60
	中性	40	43	45	47.5	47.5	50
	悲观	38	40	42	43	43	45
LME 铜 (美元/吨)	乐观	6200	6300	6300	6400	6500	6500
	中性	6000	6100	6100	6200	6300	6300
	悲观	5800	5900	5900	6000	6000	6000

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

后续 PPI 上行可以分为两个阶段: 年内的震荡上行和明年上半年的加速上行。我们利用上述 PPI 预测模型并结合大宗价格判断, 我们拟合出年内及 2021 年全年 PPI 同比走势 (图 3)。后续 PPI 仍将延续上行, 且可以分为两个阶段, 一是年内 PPI 上行斜率放缓, 延续震荡上行趋势; 二是明年上半年低基数的提振下快速上行。中性假设下, PPI 同比在 2021 年 3 月份实现转正, 并在年中 6、7 月份达到高点, 有望破“4”, 全年中枢在 0.7% 左右。

图 3: 不同情景下的 2020 年及 2021 年 PPI 同比预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

原油供给市场出现大幅变动导致油价大幅偏离一致预期; 全球疫情反复导致大宗商品需求出现大幅变动; 预测模型与实际值之间存在预测误差。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2666



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn