

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

需求弱复苏 通缩压力大

—5月物价数据点评

2020年6月10日

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

内容提要:

5月CPI同比上涨2.4%，预期2.7%，前值3.3%；PPI同比回落3.7%，预期回落3.3%，前值回落3.1%。

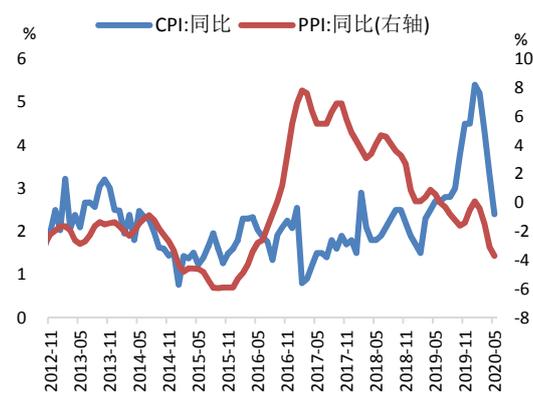
5月CPI低于市场预期，食品与非食品连续3个月齐跌。其中，食品价格环比表现弱于季节性，子项跌多涨少，非食品价格亦连续4个月弱于季节性。主要品种中，只有粮食、水产品价格上涨；肉类价格涨幅持续放缓，对CPI支撑效应减弱；蔬菜、鲜果、鸡蛋价格环比均弱于季节性。

PPI低于市场预期，拖累最多的是石油、煤炭、化工相关行业。展望未来，欧美陆续复工叠加庞大的货币与财政刺激有利于提振大宗商品价格，再加上2019年下半年CRB与原油基数有一定程度的走弱，国内基建与地产投资增速上行，预计5月PPI或触底，下半年回升可能性较大，但全年通缩幅度仍会较2019年加大。

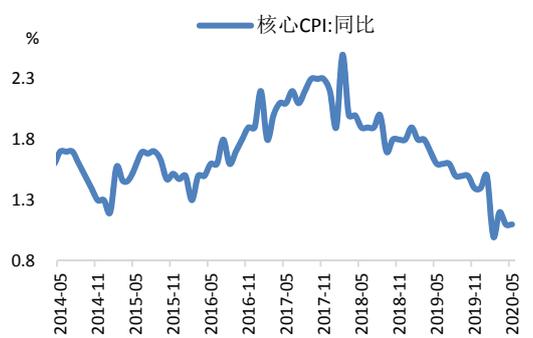
总的来看，5月CPI与PPI再次加速下行，表明当前经济仍然是弱复苏。肉类价格持续回落、需求偏弱是导致近期CPI加速下行的主要原因，剔除畜肉类的CPI仅为-0.15%，核心CPI也仅有1.1%，需求不振的情况仍然较为明显，而政策宽松对CPI的影响或在2021年集中体现而非今年。未来，CPI同比或在3季度破2%，4季度破1%且单月有接近0的可能，全年增长2.4%左右。PPI或在5月触底，未来趋于回升，但全年通缩大局不改。整体通缩压力较大，部分减轻政策掣肘，货币政策仍有一定空间。

风险提示: 供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，国际经济形势急剧恶化，大宗商品价格波动加大，海外黑天鹅事件等。

CPI与PPI



核心CPI



相关报告

1. 《结构性通胀何去何从？—2020年通胀形势展望》
2. 《CPI或见顶 PPI仍低迷—2月物价数据点评》
3. 《CPI持续下行 PPI跌幅加大—4月物价数据点评》

事件：国家统计局6月10日公布的数据显示，5月CPI同比上涨2.4%，预期2.7%，前值3.3%；PPI同比回落3.7%，预期回落3.3%，前值回落3.1%。

点评：5月CPI与PPI再次加速下行，表明当前经济仍然是弱复苏。肉类价格持续回落、需求偏弱是导致近期CPI加速下行的主要原因，剔除畜肉类的CPI仅为-0.15%，核心CPI也仅有1.0%，需求不振的情况仍然较为明显，而政策宽松对CPI的影响或在2021年集中体现而非今年。未来，CPI同比或在3季度破2%，4季度破1%且单月有接近0的可能，全年增长2.4%左右。PPI或在5月触底，未来趋于回升，但全年通缩大局不改。整体通缩压力较大，部分减轻政策掣肘，货币政策仍有一定空间。

1、CPI加速下行且低于预期

5月CPI低于市场预期，食品与非食品连续3个月齐跌。从环比看，CPI下跌0.8%，弱于2011-2019年均值（下跌0.2%），食品与非食品类均超季节性下跌。从同比看，食品烟酒类价格同比上涨8.5%，影响CPI上涨约2.55个百分点（贡献率106%）。食品中，畜肉类价格上涨57.4%，影响CPI上涨约2.55个百分点，其中猪肉价格上涨81.7%，影响CPI上涨约1.98个百分点；水产品价格上涨3.7%，影响CPI上涨约0.07个百分点；粮食价格上涨1.5%，影响CPI上涨约0.03个百分点；鲜果价格下降19.3%，影响CPI下降约0.43个百分点；蛋类价格下降12.3%，影响CPI下降约0.08个百分点；鲜菜价格下降8.5%，影响CPI下降约0.22个百分点。在2.4%的同比涨幅中，翘尾因素和新涨价因素分别为3.2、-0.8个百分点，后者较4月下降0.9个百分点。

食品价格环比表现超季节性，子项跌多涨少。5月食品价格环比下跌2.4%，大幅弱于2011-2019年同期均值（下跌0.9%）。主要品种中，除粮食（环比上涨0.3%）、水产品（环比上涨1.3%）外悉数下跌。

肉类价格涨幅持续放缓。其中，5月猪肉价格环比下跌8.1%，弱于2011-2019年均值（上涨0.2%），为近26个月最大跌幅；同比上涨81.7%，较4月缩小15.2个百分点，涨幅为近8个月最低，拉动CPI1.98个百分点，较3月缩小0.38个百分点。肉禽及其制品环比下跌5.7%（4月为下跌5.5%），同比上涨57.4%（4月为66.7%）。新冠疫情挫伤需求、市场供给与物流持续恢复以及淡季需求下降等因素导致肉价环比回落，叠加2019年3月起基数上升，3-5月同比增速快速回落。短期而言，餐饮业逐步回暖、端午假日有助于肉价小幅走稳，6月初高频数据中外三元生猪价

格反弹、猪肉价格跌势放缓均表明存有这种可能性。未来，进入消费淡季叠加 2019 年 7 月其猪肉价格基数大幅上升，7-8 月猪肉同比增速或将继续回落，拉低整体 CPI，9 月随着学校开学、餐饮业得到较好恢复，供需或在新平台达到平衡，从而肉价环比上涨、同比趋稳。

蔬菜、鲜果、鸡蛋价格环比均弱于季节性。5 月蔬菜、鲜果、鸡蛋价格环比变化分别为-12.5%、-0.8%、-4.1%，均弱于 2011-2019 年均值（分别为-9.8%、0.8%、1.9%），相关需求仍然偏弱。

非食品价格连续 4 个月弱于季节性。5 月非食品价格环比持平，弱于 2011-2019 年均值（上涨 0.1%）。分项数据 2 涨 3 平 2 降，其中其他用品和服务、衣着价格分别上涨 0.5%和 0.2%；生活用品及服务、教育文化和娱乐、医疗保健价格均持平；居住、交通和通信价格均下降 0.2%。

核心 CPI 持平。5 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 1.1%，环比继续持平，仍弱于 2013-2019 年均值（上涨 0.1%）。

综上，肉类价格持续回落叠加需求偏弱对 CPI 的拖累仍在持续，剔除畜肉类的 CPI 同比仅为-0.15%，核心 CPI 也仅有 1.1%，需求不振的情况仍然较为明显。此前经济复苏主要体现在生产端，消费端复苏滞后，汽车 5 月同比与商品房交易 6 月初的同比均转正，但剔除积压订单释放效应后较为缓慢，社会消费品零售总额同比转正仍需要 1-2 个月的时间。此外，虽然年初以来国内 M2 与社融增速趋势性走高，但政策仍显示出一定的克制性，出发点是应急而非大水漫灌，叠加短期内全球需求尚难恢复，PPI 向 CPI 传导不畅且滞后，政策宽松对 CPI 的影响或在 2021 年集中体现而非今年。短期看，CPI 快速下行阶段（5 月同比较 2 月下降 2.8 个百分点）或已过去，未来或缓慢回落，CPI 同比或在 3 季度破 2%，4 季度破 1%且单月有接近 0 的可能，全年增长 2.4%左右。

2、PPI 低于预期但或已经触底

PPI 低于市场预期。5 月 PPI 环比回落 0.4%，弱于 2011-2019 年均值（持平）；同比回落 3.7%，低于市场预期（回落 3.3%）。PPIRM 环比回落 1.2%，同比回落 5.0%。在-3.7%的同比降幅中，翘尾因素约为-0.5 个百分点，新涨价因素约为-3.2 个百分点，后者跌幅较前值扩大 0.4 个百分点。

统计局的数据还显示，5 月生产资料价格下降 0.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；生活资料价格下降 0.3%，降幅扩大 0.2 个百分点。从调查的 40 个工业行业大类看，价格下降的有 20 个，上涨的 10 个，持平的 10 个。受国际原油价格变动影响，石油相关行业产品价格降幅有所收窄。其中，

石油和天然气开采业价格下降 9.1%，收窄 26.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 4.0%，收窄 5.0 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 1.2%，收窄 1.8 个百分点。上述 3 个行业合计影响 PPI 下降约 0.24 个百分点，比上月减少 0.52 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格由降转涨，上涨 1.6%。黑色金属冶炼和压延加工业价格由降转平。此外，煤炭开采和洗选业价格下降 2.9%，降幅扩大 0.6 个百分点。

大宗商品价格同比跌幅有所收窄。5 月 CRB 指数均值环比上涨 4.9%（4 月为-13.5%，下同），同比回落 30.2%（-35.9%）；Brent 原油价格均值环比上涨 21.7%（-21.0%），同比回落 53.9%（-62.8%）。受欧美陆续复工以及新减产协议等因素提振，5 月原油价格修复上行，6 月 5 日 Brent 原油价格最高升至 42.3 美元/桶。考虑到 2019 年 5 月原油价格是当年高点，叠加今年下半年在全球疫情不大规模爆发的前提下原油价格仍有修复可能，其同比或已触底，有助于未来 PPI 跌幅收窄。

从国内中观高频数据看，近期复工持续回升，生产指标边际转弱，需求仍然是弱复苏。生产方面，5 月最后 1 周与 6 月第 1 周发电日均耗煤量环比连续 2 周负增长，同比增速从 10%左右回落至 5%左右，部分是因为供给好于需求已经维持较长时间，近期以消化库存为主，生产边际转弱。如钢铁库存，2019 年 5 月 24 当周之前的库存持续低于 2018 年，前者峰值出现在当年 8 月 2 日当周（同比增加 35.4%），而今年库存持续高于 2019 年同期，即使 4 月中旬后加速去库存，截至 6 月 5 日当周仍高出 2019 年同期 37.5%，未来仍有一定的库存去化压力。

需求方面，6 月前 8 天 30 个大中城市商品房成交面积同比增长 3.7%，较 3 月（-36.6%）、4 月（-19.5%）、5 月（-2.3%）进一步好转；5 月狭义乘用车销售增长 1.8%，不过 1-5 月仍然下滑 27.8%。从结构上看，对应居民改善型需求的 SUV 恢复最好，同比增长 13.7%，而对应公司商务用车需求的 MPV 下滑 22.4%，对应刚需的轿车下滑 4.8%，疫情对部分企业以及中低收入人群的影响较大，消费恢复常态尚需时日。此外，6 月 8 日全国餐饮业门店营业率升至 96.3%，湖北省门店营业率升至 90.8%，分别比 6 月 1 日当周提升 0.3 和 0.5 个百分点，考虑到 5 月当月较 4 月上升近 20 个百分点，当前餐饮消费持续改善，但边际力度有所减弱。

展望未来，欧美陆续复工叠加庞大的货币与财政刺激有利于提振大宗商品价格，再加上 2019 年下半年 CRB 与原油基数有一定程度的走弱，国内基建与地产投资增速上行，预计 5 月 PPI 或已触底，下半年回升可能性

较大，但全年通缩幅度仍会较 2019 年加大。

风险提示：供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，国际经济形势急剧恶化，大宗商品价格波动加大，海外黑天鹅事件等。

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_4426

