

证券研究报告 / 宏观数据

PPI 拐点已至，CPI 趋势下行

——5 月物价数据点评

报告摘要：

CPI 重回“2”时代。5 月 CPI 同比上涨 2.4%，市场预期上涨 2.7%，前值 3.3%。CPI 下行的主要原因仍为食品烟酒价格下降较快，同时疫情影响下其它 CPI 分项也难有上涨动力。超预期的点主要有两个：一是猪肉环比的权重提升，导致其价格下降对整体 CPI 的拖累更加明显；二是鲜果价格不升反降，和高频数据的观察结果并不一致。油价对交通和通信价格的影响趋弱，因为布油在 40 美元/桶以下时不会触发价格调整。随着疫情逐步得到控制，医疗物资不再短缺，医疗保健 CPI 趋于平稳。

预期 6 月 CPI 同比将短暂企稳，之后仍为下行趋势。高频数据显示 6 月猪肉价格有企稳回升趋势。国际原油期货价格重回 40 美元/桶以上，由于布油在 40 美元/桶以下时不会触发价格调整，如果后续再有提升可能触发成品油提价，提振价格水平。

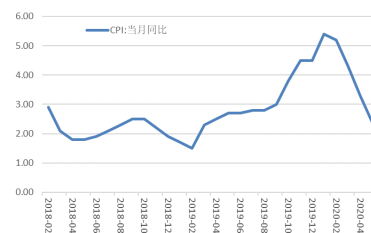
PPI 同比继续下行。5 月 PPI 同比下降 3.7%，预期下降 3.3%，前值下降 3.1%。PPI 下降的主要原因是油价拖累石油相关行业。虽然 5 月国际油价企稳回升，但我们在此前的报告中指出，国际油价传导至国内相关行业价格会有一个月的时间滞后，所以 5 月 PPI 走势符合我们此前判断。

预计 PPI 拐点已至，5 月将为全年低点，6 月起将逐步回升。5 月欧美重启经济以来，复工复产稳步推进，工业品价格迅速回升，原油、铁矿石、煤炭、有色金属价格均大幅反弹。同时 6 月之后翘尾因素对 PPI 的拖累也将降低。综合来看，我们认为 PPI 拐点已至，同比降幅将逐步收窄。

通胀对货币政策的制约进一步降低。CPI 已经回归“2”时代，如若非洲猪瘟不出现二次爆发，则 CPI 在下半年难有明显反弹，将不再成为制约货币政策的因素。PPI 虽会抬升，但目前尚未见到会迅速上涨的迹象，短期内无需忧虑“滞胀”问题。PPI 反弹有助于企业利润的回升，经济处于稳步复苏的路径之中。我们认为货币政策仍将保持合理充裕，经济基本面不支持利率水平持续上行，需求端疲软更值得关注。

风险提示：非洲猪瘟二次爆发，油价出现过快上涨

相关数据



相关报告

《通胀不是当前主要矛盾——4 月物价数据点评》

20200512

《CPI、PPI 再双降，但存款利率下调不要期望过高——3 月物价数据点评》

20200410

《核心 CPI 下降更值得关注——2 月物价数据点评》

20200311

《疫情对 CPI 有短期助推作用但不大，对 PPI 打压较大——1 月物价数据点评》

20200211

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

目 录

1. 主要数据.....	3
2. 食品价格继续拉低通胀，6月通胀预期将短暂企稳..... 错误！未定义书签。	
3. 油价拖累 PPI，预计拐点已至 6月起将逐步回升..... 错误！未定义书签。	
4. 需求端疲软更值得关注，短期内无需忧虑“滞胀”问题.....	6

图表目录

图 1: CPI 同比涨幅连续 4 个月下降.....	3
图 2: CPI 环比涨幅继续为负.....	3
图 3: 除衣着外各项环比均无上升.....	4
图 4: 食品烟酒中鲜菜、猪肉同比跌幅明显.....	4
图 5: 6 月以来猪肉价格有回升趋势.....	4
图 6: 国际原油期货价格重回 40 美元/桶.....	4
图 7: PPI 同比继续下降.....	5
图 8: PPI 环比降幅收窄.....	5
图 9: 有色金属价格 5 月反弹明显.....	6
图 10: 路透 CRB 指数稳步上行.....	6

1. 主要数据

中国 4 月 CPI 同比上升 2.4%，预期升 2.7%，前值升 3.3%。

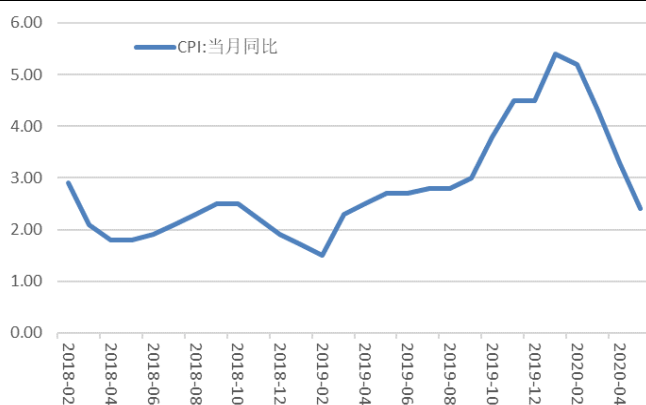
中国 4 月 PPI 同比下降 3.7%，预期降 3.3%，前值降 3.1%。

2. CPI 重回“2”时代，整体趋势仍将下行

CPI 重回“2”时代。5 月 CPI 同比上涨 2.4%，市场预期上涨 2.7%，前值 3.3%。其中，城市上涨 2.3%，农村上涨 3.0%；食品价格上涨 10.6%，非食品价格上涨 0.4%；消费品价格上涨 3.3%，服务价格上涨 1.0%。

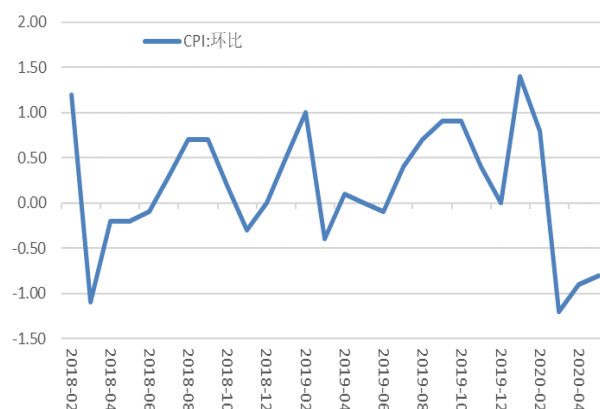
CPI 环比下降 0.8%。5 月份，全国居民消费价格环比下降 0.8%。其中，城市下降 0.7%，农村下降 0.9%；食品价格下降 3.5%，非食品价格与前期持平；消费品价格下降 1.2%，服务价格与前期持平。

图 1: CPI 同比涨幅连续 4 个月下降



数据来源：东北证券，Wind

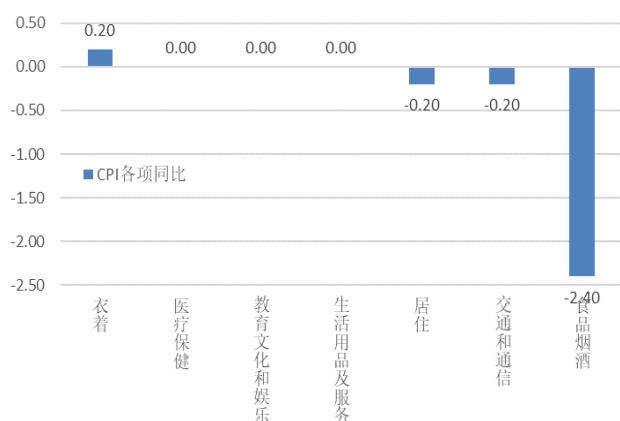
图 2: CPI 环比涨幅继续为负



数据来源：东北证券，Wind

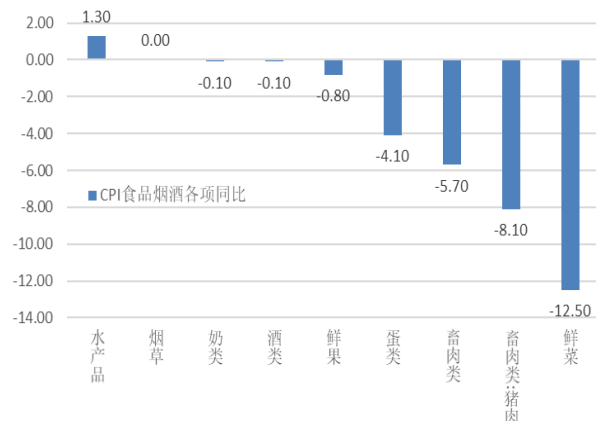
CPI 下行的主要原因仍为食品烟酒价格下降较快，同时疫情影响下其它 CPI 分项也难有上涨动力。医疗保健分项在 4 月环比上升，而随着疫情逐步得到控制，医疗物资不再短缺，医疗保健 CPI 趋于平稳。食品烟酒分项 5 月环比下降 2.4%，其中跌幅最为明显的两项鲜菜环比下降 12.5%，猪肉环比下降 8.1%。鲜菜价格和猪肉价格的快速下跌拖累总体国内通胀水平。

图 3: 除衣着外各项环比均无上升



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 食品烟酒中鲜菜、猪肉同比跌幅明显

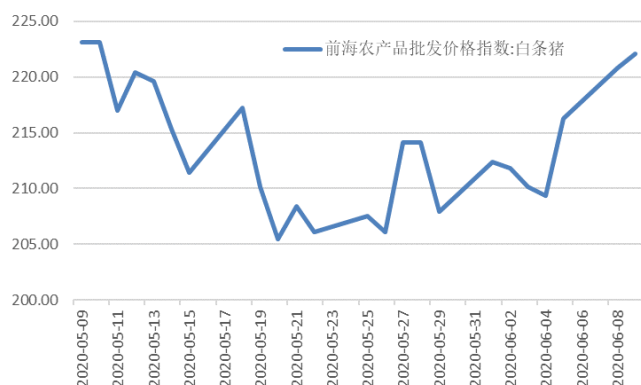


数据来源: 东北证券, Wind

5月CPI涨幅收窄程度继续超出市场预期的主要原因主要有两个: 一是猪肉环比的权重提升, 导致其价格下降对整体CPI的拖累更加明显; 二是鲜果价格不升反降, 和高频数据的观察结果并不一致。油价对交通和通信价格的影响趋弱, 因为布油在40美元/桶以下时不会触发价格调整。

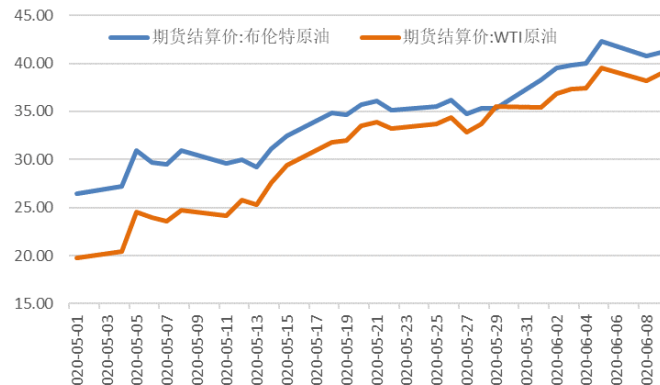
6月CPI同比将短暂企稳, 之后仍为下行趋势。高频数据来看, 6月猪肉价格有企稳回升趋势, 根据前海农产品批发价格指数, 猪肉价格指数进入6月以来呈现稳步上升势头, 截至6月9日已经回到5月初的相同价格水平。国际原油期货价格重回40美元/桶以上, 由于布油在40美元/桶以下时不会触发价格调整, 如果后续再有提升可能触发成品油提价, 提振价格水平。同时, 国内外经济重启稳步推进, 目前来看复苏速度快于预期, 有助于物价的企稳。

图 5: 6月以来猪肉价格有回升趋势



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 国际原油期货价格重回 40 美元/桶



数据来源: 东北证券, Wind

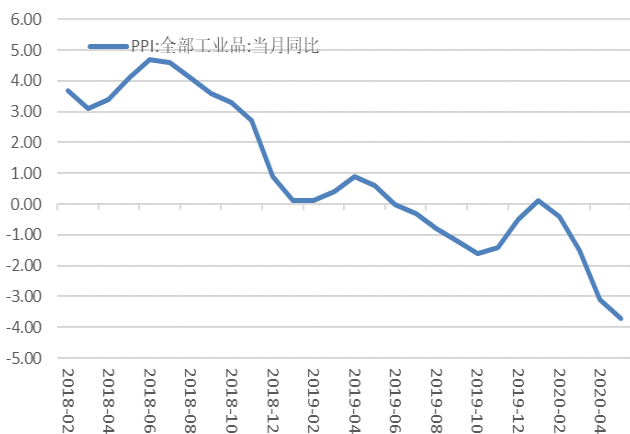
整体来看物价水平短期内将维持相对稳定甚至小幅增长, 但6月之后由于基数的迅速抬升, CPI同比将会继续下降。

3. PPI 即将触底回升

PPI 同比继续下行。5 月 PPI 同比下降 3.7%，预期下降 3.3%，前值下降 3.1%。其中，生产资料价格下降 5.1%，生活资料价格上涨 0.5%，主要行业价格降幅均有所扩大。PPI 环比下降 0.4%。其中，生产资料价格下降 0.5%，生活资料价格下降 0.3%。

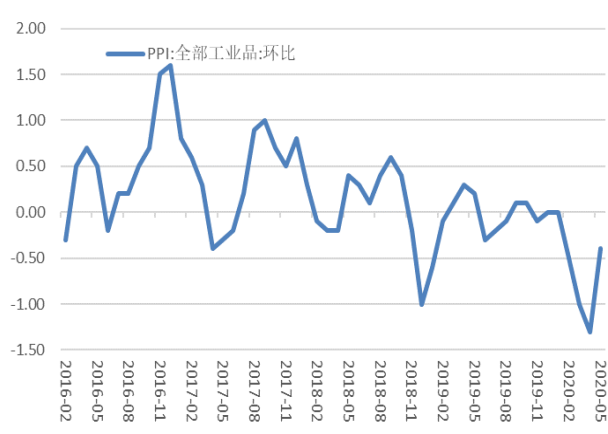
PPI 下降的主要原因是油价拖累石油相关行业。石油和天然气开采业 PPI 环比下降 9.1%，石油、煤炭及其他燃料加工业环比下降 4%，化学原料和化学制品制造业价格环比下降 1.2%。虽然 5 月国际油价企稳回升，但我们在此前的报告中指出，国际油价传导至国内相关行业价格会有一个月的时间滞后，所以 5 月 PPI 走势符合我们此前判断。

图 7: PPI 同比继续下降



数据来源: 东北证券, Wind

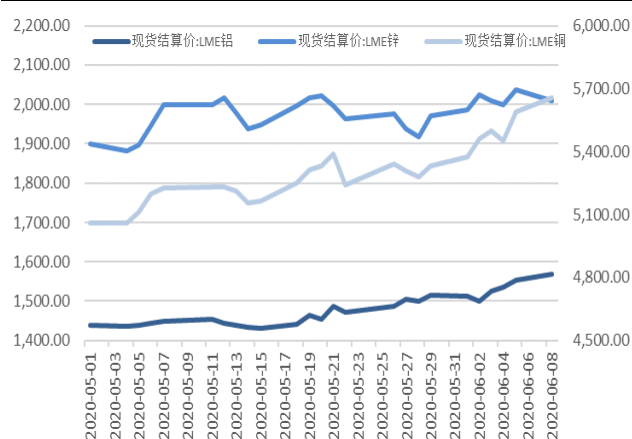
图 8: PPI 环比降幅收窄



数据来源: 东北证券, Wind

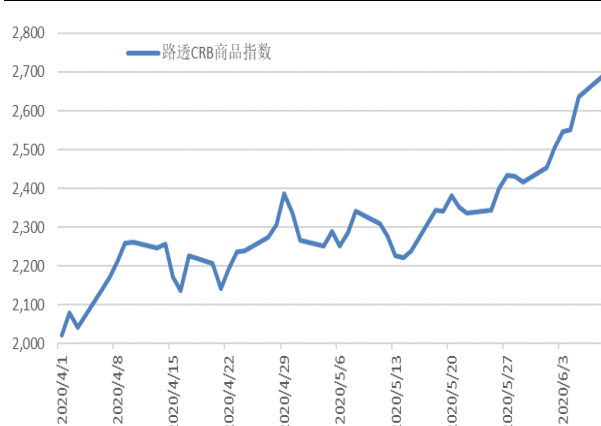
预计 PPI 拐点已至, 5 月将为全年低点, 6 月起将逐步回升。5 月欧美重启经济以来, 复工复产稳步推进, 工业品价格迅速回升, 原油、铁矿石、煤炭、有色金属现货价格均大幅反弹。5 月路透 CRB 商品指数 (RJ/CBR) 均值较 4 月上涨 4.9%, 6 月至今均值已较 5 月再提升 8.2%。5 月油价的大幅抬升将对 6 月国内相关行业价格产生正向作用。同时 6 月之后翘尾因素对 PPI 的拖累也将降低。综合来看, 我们认为 PPI 拐点已至, 同比降幅将逐步收窄。

图 9: 有色金属价格 5 月反弹明显



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 路透 CRB 指数稳步上行



数据来源: 东北证券, Wind

4. 需求端疲软更值得关注, 短期内无需忧虑“滞胀”问题

通胀对货币政策的制约进一步降低。5 月 CPI 与 PPI 继续双降, CPI 已经回归“2”时代 5 月核心 CPI 与 4 月持平, 继续处于 1.1% 的地位, 反映出经济需求端的疲软并没有得到改善。除非非洲猪瘟二次爆发, 有可能导致猪肉价格飙升, 最终引起国内 CPI 的上涨, 国内 CPI 在下半年难有明显反弹, 将不再成为制约货币政策的因素。

经济处于稳步复苏的路径之中, PPI 反弹有助于企业利润的回升。PPI 虽会抬升, 但目前尚未见到会迅速上涨的迹象, 短期内无需忧虑“滞胀”问题。我们认为货币政策仍将保持合理充裕, 经济基本面不支持利率水平持续上行。

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_4579

