



CPI 将继续回落 PPI 通缩有望收窄

——2020年5月CPI和PPI数据的点评

宏观点评

投资要点:

- **食品价格回落较多，非食品价格低位持平，5月CPI同比回落0.9个百分点至2.4%。**在去年食品价格高基数、猪周期步入下半场和天气转暖后蔬果供给增加等因素的叠加影响下，5月食品同比回落4.2个百分点至10.6%。其中，生猪供给恢复叠加猪肉消费进入淡季，猪肉同比较上月回落15.2%至81.7%；时令蔬果大量上市，鲜菜、鲜果同比降幅均继续扩大，三者对CPI同比的拉动合计降低0.72个百分点，是CPI回落的主因。非食品中，受前期国际油价持续走低影响，交通和通信降幅继续扩大，是非食品的主要拖累；5月旅游、其他用品和服务价格有所上涨，反映出部分服务业需求开始恢复。
 - **预计6月CPI增长2.3%左右，较上月下降0.1%。**一是预计6月食品价格环比降幅将有所收窄；二是5月以来国际油价有所回暖，其对国内物价的滞后拖累将消退，且随着国内抗疫封锁措施的放松，服务业需求或将进一步恢复，预计6月非食品价格或有所上涨；三是6月份CPI翘尾因素提高0.1%至3.3%。
 - **国际油价对PPI的传导存在时滞，叠加国内需求恢复不及生产，PPI降幅继续扩大。**5月PPI降幅扩大0.6个百分点至3.7%，生产资料和生活资料价格同时下降，反映出国内需求依然疲弱，恢复力度不及生产。另外国际油价的波动对国内PPI的传导通常存在1-2个月的时滞，因此5月国际油价的回升尚未完全反映在PPI上。
- 从行业看，**受前期国际油价持续下跌影响，石油产业链出厂价降幅继续扩大，但扩大速度有所放缓，依然是本月PPI下降的主要贡献力量；受益于国内基建项目的启动，基建产业上游原材料价格有所上涨，如5月有色金属冶炼及压延加工业出厂价格收窄1.6个百分点。
- **预计6月PPI约增长-3.5%，全年增长-2.0%左右。**一是从需求层面看，全球疫情冲击下外需回落对工业品价格的冲击将持续存在，国内PPI的走势需看国内需求恢复情况，预计逆周期调节政策下，国内需求恢复步伐将加快，有利于PPI的稳定。二是从供给层面看，随着国内逐步复工复产，工业供给能力提高，供给大于需求，不利于价格的提高。三是疫情蔓延和各国经济重启仍有很大的不确定性，且前期需求的损失短期难以回补，国际大宗商品价格短期仍将维持低位，将对国内PPI形成制约。预计6月份PPI增长-3.5%左右，2020年全年PPI增长-2.0%左右。
 - **PPI和CPI剪刀差持续为负，反映经济下行压力较大。**历史数据表明，PPI和CPI剪刀差与工业企业利润和名义GDP增速存在显著正相关关系。5月份剪刀差较上月收窄0.3个百分点，连续18个月为负，反映我国工业企业利润下降态势仍将延续。展望未来，随着国内需求逐渐恢复和海外疫情趋于稳定，PPI和CPI剪刀差或将有所收窄，但短期难以转正，经济下行压力仍较大。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话: 18811575811
邮箱: limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、食品是 CPI 涨幅回落的主因	3
(一) 高基数和供给恢复共致食品价格回落	3
(二) 油价下跌滞后效应和国内服务业需求回升，非食品价格平稳	4
二、预计 6 月 CPI 增长 2.3% 左右，全年前高后低，增长 2.5% 左右	4
三、预计 6 月 PPI 增长-3.5% 左右，全年约增长-2.0%	5
(一) 前期油价下跌影响仍在，叠加需求恢复不及生产，PPI 降幅有所扩大	5
(二) 预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，6 月份增长-3.5% 左右	6
四、PPI 和 CPI 剪刀差持续为负，预示经济下行压力较大	6

正文：

事件：2020 年 5 月份全国居民消费价格指数（CPI）环比下降 0.8%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点，同比上涨 2.4%，涨幅较上月回落 0.9 个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降 0.4%，降幅较上月收窄 0.9 个百分点，同比下降 3.7%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点。

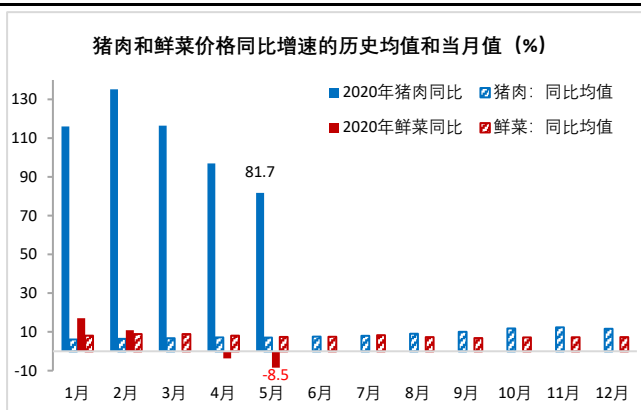
一、食品是 CPI 涨幅回落的主因

（一）高基数和供给恢复共致食品价格回落

从同比看，5 月食品价格上涨 10.6%，较上月降低 4.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.15 个百分点。具体看，生猪供给逐渐恢复，叠加气温升高下需求减少，猪肉价格同比较上月回落 15.2 个百分点至 81.7%，影响 CPI 上涨约 1.98 个百分点；时令蔬果大量上市，鲜菜和鲜果价格分别下跌 8.5% 和 19.3%，降幅均有所扩大，分别影响 CPI 下降约 0.22 和 0.43 个百分点（见图 1）。

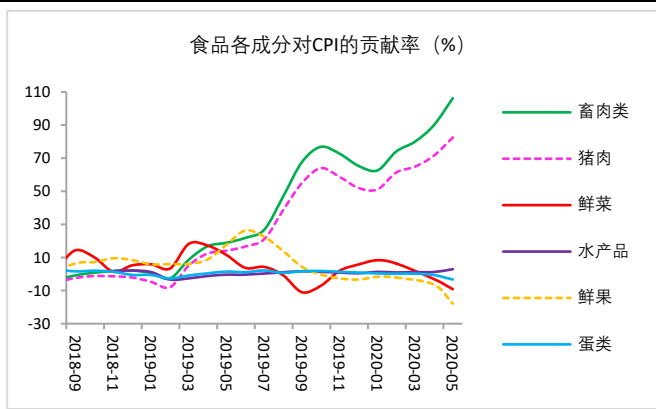
从环比看，食品价格下跌 3.5%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点。除粮食和水产品外，重要食品分项环比价格均出现不同程度的回落。其中，鲜菜和猪肉价格环比降幅最高，是食品环比降幅扩大的主要原因（见图 2）。

图 1：5 月鲜菜和猪肉价格同比增速



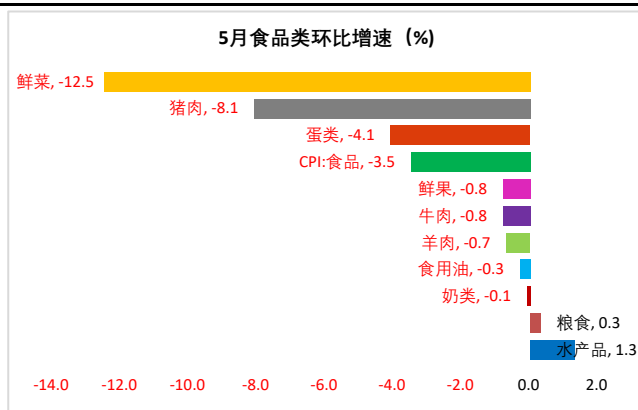
资料来源：WIND，财信研究院

图 3：食品各成分对 CPI 贡献率



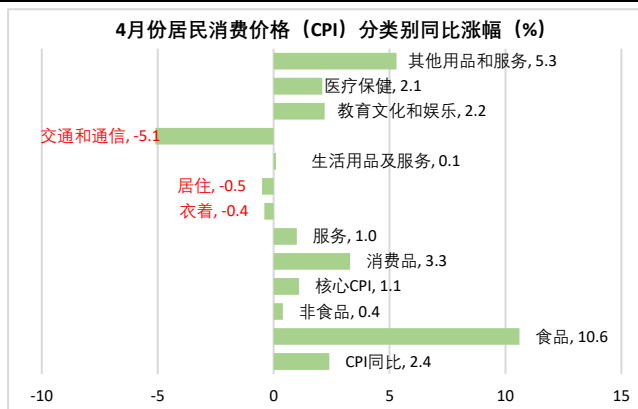
资料来源：WIND，财信研究院

图 2：5 月食品类价格环比增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：5 月份居民消费价格（CPI）分类别同比涨幅 (%)



资料来源：WIND，财信研究院

从食品各成分对 CPI 同比的贡献率看，鲜菜、鲜果、猪肉三项波动更剧烈，是影响 CPI 变动的主要因素。5 月猪肉贡献率持续提升、鲜菜鲜果贡献率下降，表明鲜菜、鲜果等其他成分价格的波动幅度更大。

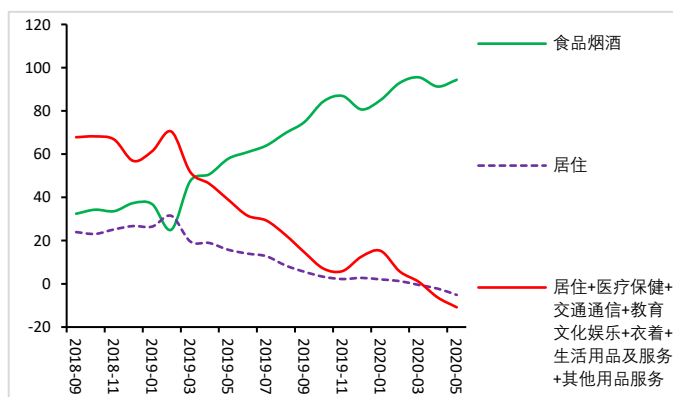
总体看，在去年食品价格高基数、猪周期步入下半场和蔬菜水果供给增加等因素的叠加影响下，5 月食品同比价格涨幅回落较多，是 CPI 同比涨幅回落的主要贡献力量。据测算，5 月 CPI 同比 0.9 个百分点的降幅中，有 0.83 个百分点是食品价格回落带来的。

（二）油价下跌滞后效应和国内服务业需求回升，非食品价格平稳

5 月非食品价格同比上涨 0.4%，与上月持平，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点，今年以来的回落态势暂时趋缓。其中，医疗保健类、交通和通信、教育文化和娱乐类、居住类价格分别上涨 2.1%、-5.1%、2.2%、-0.5%（见图 4），分别较上月变动-0.1%、-0.2%、0.2%和-0.2%。受前期国际油价持续走低影响，交通和通信项降幅有所扩大。从其他非食品项看，衣服、居住等必需消费品的价格有所回落，旅游、其他用品和服务价格有所上涨，表明随着国内抗疫限制措施逐渐放松，经济恢复重心逐渐转移到服务业上，服务类价格上涨动能有所增强。

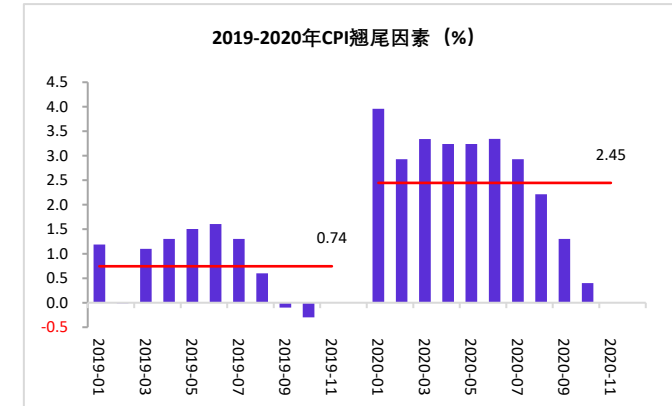
在各类食品价格轮番上涨的影响下，2019 年服务类项目贡献率下降较快。今年以来，疫情冲击和国际油价大幅下降影响下，非食品对 CPI 的贡献率持续下降（见图 5）。

图 5：服务类项目贡献率有所下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：2020 年全年翘尾因素提高



资料来源：WIND，财信研究院

二、预计 6 月 CPI 增长 2.3% 左右，全年前高后低，增长 2.5% 左右

预计 6 月消费者物价指数（CPI）增长 2.4% 左右，与 5 月持平。理由如下：

一是预计 6 月食品环比降幅将有所收窄。历史经验表明，6 月份食品价格环比降幅将有所扩大，如历史均值将由 5 月的 -0.8% 变为 6 月的 -1.1%。但根据农业部高频数据，截止到 6 月 9 日，28 种重点监测蔬菜、7 种重点监测水果、猪肉价格环比分别变化 -0.28%、1.1%、-1.3%。与 5 月相比，蔬菜和猪肉回落的幅度有所收窄，水果的涨幅也有所下降。总体看，我们预计 6 月食品的环比降幅将有所收窄。

二是油价下跌滞后效应消退，叠加服务业需求有所回暖，非食品价格或有所回升。

由于国际油价长时间低于国内成品油调控下限 40 美元/桶，3 月底以来国内成品油价格连续 5 次未进行调整，但国际油价下跌还是部分传导到非食品价格上。受益于欧美经济正在重启和 OPEC+ 延长减产协议，4 月底以来国际油价有所回暖，但今年全球需求回落已成定局，油价短期大幅上涨动能不足。因此我们预计 6 月份国内成品油价格上调的概率不高，但油价下跌的滞后效应将减弱。同时两会后“六保”“六稳”政策密集出台落地，国内服务业需求恢复将有所提速，将对非食品价格形成一定的支撑。

三是 6 月份 CPI 的翘尾因素为 3.3%，较 5 月提高 0.1 个百分点（见图 6）。

综合上述各方面的影响，预计 6 月 CPI 增长 2.3% 左右，较上月下降 0.1 个百分点。同时预计 2020 年全年 CPI 约增长 2.5%，呈前高后低走势。

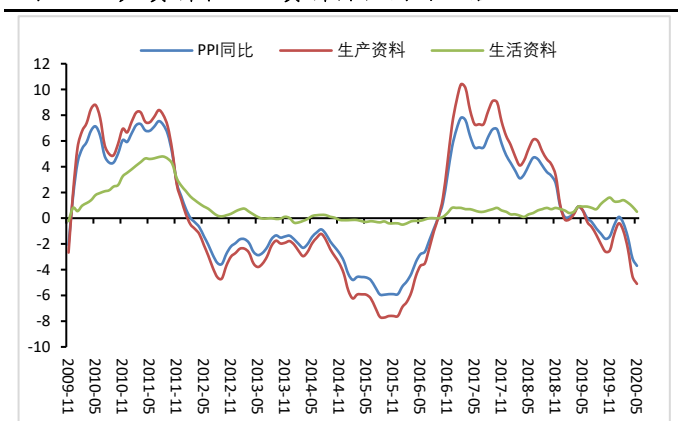
三、预计 6 月 PPI 增长-3.5% 左右，全年约增长-2.0%

（一）前期油价下跌影响仍在，叠加需求恢复不及生产，PPI 降幅有所扩大

5 月份，工业生产者出厂价格同比下降 3.7%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料同比下降 5.1%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点，其波动与 PPI 基本一致，是导致 PPI 变化的主要原因；生活资料上涨 0.5%，较上月回落 0.4%（见图 7）。生产资料和生活资料价格同时下降，反映出国内需求依然疲弱，恢复力度不及生产。另外国际油价的波动对国内 PPI 的传导通常存在 1-2 个月的时滞，因此 5 月国际油价的回升尚未完全反映在 PPI 上。

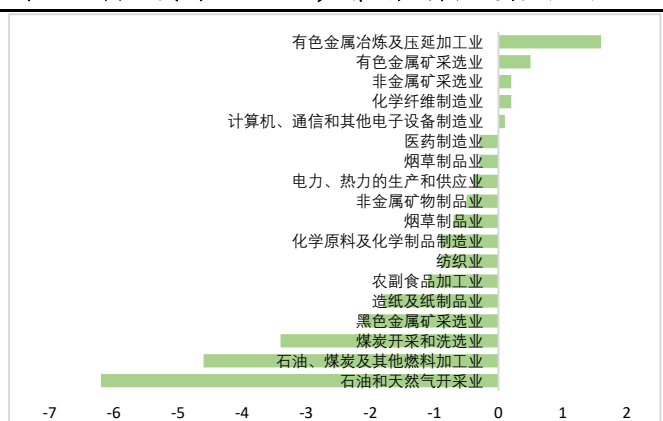
从行业看，受前期国际油价持续下跌影响，石油产业链出厂价降幅继续扩大，但扩大速度有所放缓，依然是 PPI 下降的主要贡献力量；受益于国内基建项目的启动，基建产业上游原材料价格有所上涨，如 5 月有色金属冶炼及压延加工业出厂价格收窄 1.6 个百分点（见图 8）。

图 7：生产资料和生活资料价格同时回落



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：5 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）

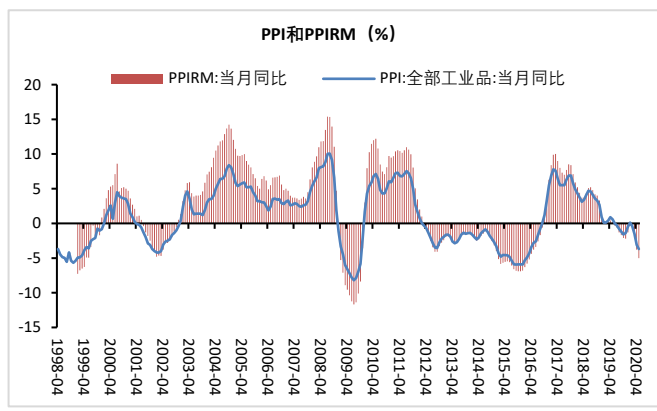


资料来源：WIND，财信研究院

从原材料购进价格（PPIRM）对 PPI 的影响看，前者涨跌变化直接左右后者的同向变动（见图 9）。由于我国编制的 PPIRM 所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，调查涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品价格，

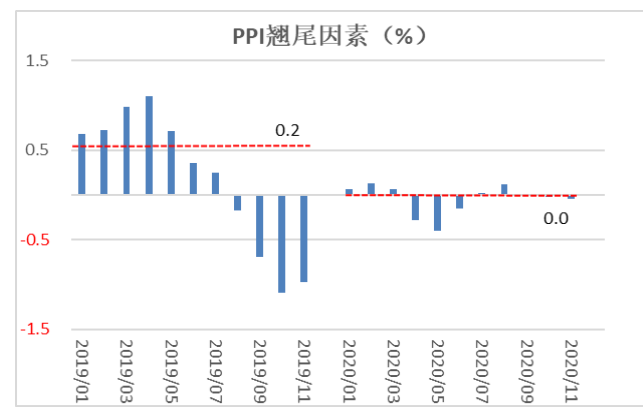
因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格 (CRB) 的影响, 也受国内需求等基本面因素的约束。但由于中国是全球大宗商品的巨大需求方, 所以 PPIRM 最重要的决定因素还是中国需求。PPI 和 PPIRM 的下降态势, 实质上反映的是中国内需尤其是工业投资需求的不足。

图 9: PPI 与原材料购进价格指数 (PPIRM)



资料来源: WIND, 财信研究院

图 10: 2020 年 PPI 翘尾因素小幅下降



资料来源: WIND, 财信研究院

（二）预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，6 月份增长-3.5%左右

展望 2020 年, 我们预计 PPI 增速将负增长, 增长-2.0%左右。一是从技术层面看, 翘尾因素降低 0.2 个百分点, 从 2019 年的 0.2% 降至 2020 年的 0.0% (见图 10)。二是从需求层面看, 全球疫情大流行下, 2020 年国内外需求均出现大幅下降, 国外需求回落对经济的冲击已难以避免, 未来 PPI 的走势要看国内刺激政策能否稳定国内需求, 国内需求反弹下 PPI 才会具备上涨基础。三是从供给层面看, 当前日均耗煤量数据已恢复至去年水平, 显示工业生产已基本恢复。四是疫情蔓延和各国经济重启仍有很大的不确定性, 且前期需求的损失短期难以回补, 国际原油和大宗商品价格下短期仍将继续低位震荡, 将持续对国内 PPI 价格形成制约。

综合来看, 预计 6 月份 PPI 同比下降 3.5% 左右, 2020 年全年约增长-2.0%。

四、PPI 和 CPI 剪刀差持续为负, 预示经济下行压力较大

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_4617

