

固定收益研究/动态点评

2020年06月10日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：20200609 信用债日常跟踪》2020.06

2《固定收益研究：20200608 信用债日常跟踪》2020.06

3《固定收益研究：20200604 信用债日常跟踪》2020.06

通胀下行但存在积极信号

2020年5月通胀数据点评

核心观点

5月CPI同比2.4%，较上月回落0.9个百分点，PPI同比-3.7%，回落0.6个百分点。当月CPI下行主要是食品端拖累所致，非食品价格不再下跌传递出的是需求回暖的积极信号，PPI通缩加深，但相较于高频大宗商品表现是滞后的，下个月可能出现“补涨”。我们认为CPI或逐季走低、食品价格基数扰动较大，PPI有望震荡回升，但仍需警惕外生风险发酵。债市而言，CPI与PPI继续回落，边际上缓解债市负面情绪，但货币政策对通胀敏感度下降，近期核心在于对资金空转行为的打压。

5月CPI回落主要受食品拖累，非食品传达需求回暖信号

5月CPI同比2.4%，较上月回落0.9个百分点，环比-0.8%。核心CPI同比1.1%，持平于前值。当月CPI看似下行幅度超出市场预期，但主要是食品端拖累所致，非食品价格不再下跌传递出的是需求回暖的积极信号。CPI食品同比10.6%，回落4.2个百分点，每年3月到6月底都是食品价格的季节性下行期，近期降幅大于季节性，是供给恢复过程的补跌现象。农民工返乡也可能带动农产品供给增长。非食品同比0.4%，持平于前值。其他用品与服务、教育文娱、衣着三个分项出现好于季节性的环比涨幅。

5月PPI通缩加深，高频指标好转仍待滞后显现

5月PPI同比-3.7%，较上月回落0.6个百分点，环比-0.4%。生产资料环比-0.5%。当月PPI相较于高频大宗商品表现是显著滞后的，可能存在统计采价因素，也或因国际油价变动对国内生产成本传导的时滞。下个月PPI可能出现环比“补涨”。从相对强弱看，表现好的是有色、黑色金属，前者反映经济重启下的宏观景气度向好、后者体现了建筑业活动走旺，尤其是国内财政持续加力基建投资。生活资料环比-0.3%，或反映生产企业主动降价去库存行为。与日用品相比，耐用品降价幅度大，但有助于刺激消费。

CPI或逐季走低，食品价格基数扰动加大

我们认为年内CPI同比大概率逐季走低。有效需求还难以在年内发生扭转性的改善、尤其外需仍存隐忧，而目前生产与物流供应还在有序恢复，非食品物价逆势上涨的难度较大。并且水果和猪肉价格有高基数，对CPI向下拖累作用会较为显著。6月份高频猪肉价格有所上涨，但主要是餐饮业、学校单位食堂加快复工带来的短期需求提振，涨价幅度可能有限，难以改变向下趋势。此外，宽信用的初期，社融信贷增长更多是维持生存，总需求还未到扩张的阶段，部分投资者担心的明年再通胀风险无需过度担忧。

PPI或震荡回升，警惕外生风险发酵

随着全球疫情与经济逐步向好，工业品需求大概率已经过了最为悲观时点，油价回暖也提振了大宗商品的涨价预期。虽然5月PPI环比继续下跌，但跌幅已显著收窄、且落后于高频物价表现，5-6月可能是PPI筑底期。下半年能否逐月回暖，还取决于出口冲击的幅度、基建投资对冲力度、全球经济重启的节奏、中美矛盾会否升级发酵等。我们预计PPI可能是低斜率回升，不会脱离全球重启的大背景，但若外生风险发酵，将存在回调压力。

企业盈利或迎来修复期，通胀难以成为年内政策敏感变量

剔除食品价格、统计滞后等因素看，5月物价已出现需求积极修复信号。我们测算CPI全年中枢可能落在2%-2.5%，两会将CPI目标放宽至3.5%，或有意减少政策约束条件。PPI环比降幅收窄预示企业盈利修复，目前集中在有色、黑色金属产业链，而农产品相关产业链盈利或相对承压。债市而言，CPI与PPI继续回落，边际上缓解债市负面情绪，但货币政策对通胀敏感度下降、近期核心在于对资金空转行为的打压。

风险提示：油价走势不确定性较大、出口下行超预期。

5月通胀概览

5月CPI同比2.4%，市场预期2.7%，前值3.3%；环比-0.8%。

5月PPI同比-3.7%，市场预期-3.2%，前值-3.1%；环比-0.4%。

5月CPI回落主要受食品拖累，非食品传达需求回暖信号

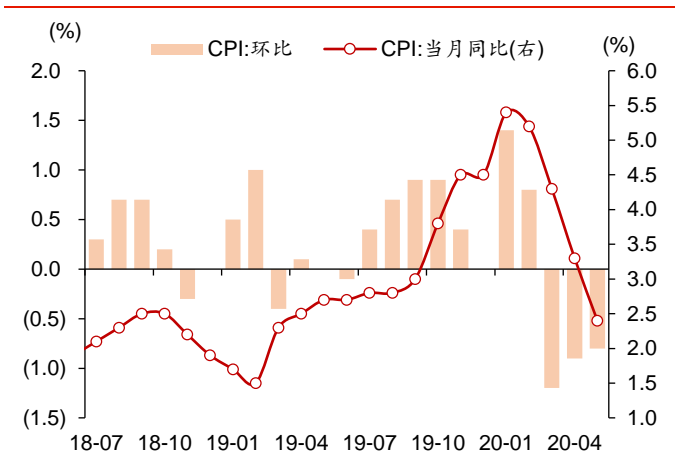
5月CPI同比2.4%，回落0.9个百分点，其中翘尾因素约3.2%。CPI环比-0.8%，环比回升但仍低于历史同期水平（过去5年均值-0.2%）。核心CPI同比1.1%，持平于前值。当月CPI看似下行幅度超出市场预期，但主要是食品端拖累所致，非食品价格不再下跌（环比持平且接近季节性表现，同比持平于前值）传递出的是需求回暖的积极信号。

分项来看：

5月CPI食品同比10.6%，回落4.2个百分点，环比-3.5%（过去5年均值-1.1%）。环比角度，鲜菜、猪肉、蛋类降幅较大，环比分别为-12.5%、-8.1%、-4.1%。首先，每年3月到6月底都是食品价格的季节性下行期，以鲜菜为典型，气候转暖供给增长以及采摘运输成本下降。其次，近期食品价格降幅大于季节性，是供给恢复过程的补跌现象。国内疫情稳定，农产品生产与物流运输恢复常态，猪肉价格补跌还存在产能持续好转的因素。同比角度，猪肉、鲜果、蛋类等同比跌幅居前，均存在去年供给端收缩带来的高基数影响。今年食品供给层面尚未受大范围极端天气、动物疫病等因素干扰，此外，农民工返乡也可能带动农产品供给增长。

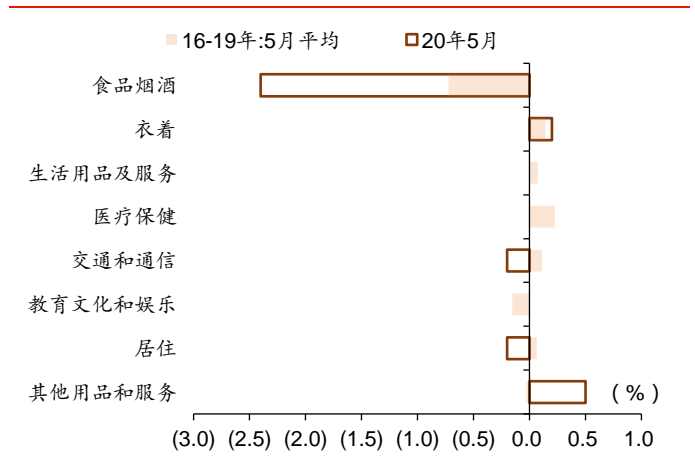
5月CPI非食品同比0.4%，持平于前值，环比持平（过去5年均值0.1%）。当月其他用品与服务、教育文娱、衣着三个分项出现好于季节性的环比涨幅，反映了需求回暖迹象。其中（1）教育与旅游细项同比走高，是学校复学、旅游活动改善的体现，也是消费等内需好转的信号；（2）其他用品服务、房租分项的涨跌分化，可能是受农民工返乡的影响，劳动密集型服务与商品供给减少、城镇房屋租赁市场需求减少；（3）交通与通信分项的环比下拉作用依然存在，但随着近期油价上涨，环比跌幅在明显收窄。

图表1：CPI同比回落，环比降幅收窄



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：CPI环比分项



资料来源：Wind，华泰证券研究所

5月PPI通缩加深，高频指标好转仍待滞后显现

5月PPI同比-3.7%，回落0.6个百分点，其中翘尾因素约-0.5%。环比-0.4%。

分项来看：

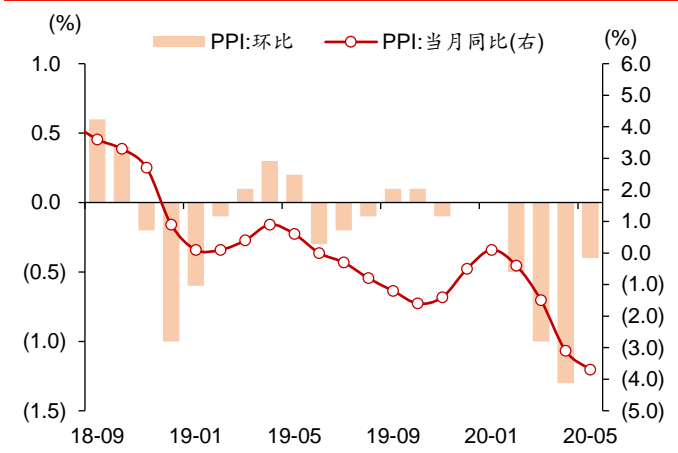
5月PPI生产资料同比-5.1%，环比-0.5%。上游产品中，有色金属环比转正至0.5%，黑色金属跌幅亦明显收窄至-0.3%，跌幅仍较大的是能源环比-4.2%、化工环比-1.5%。

(1) PPI相较于高频大宗商品表现是显著滞后的，5月布伦特油价月均环比上涨56.2%、南华能化指数环比2.9%、工业品指数环比4.9%，与PPI生产资料显著背离。一方面可能是统计采价时点、频率造成的统计滞后，另一方面是国际油价变动对国内生产成本传导存在时滞，在价格波动较大时期这种扰动可能更为显著。因此，下个月PPI数据可能出现环比“补涨”；

(2) 更重要的是价格相对强弱的信号，表现好的是有色、黑色金属，前者反映经济重启下的宏观景气度向好、后者体现了建筑业活动走旺，尤其是国内财政持续加力基建投资。

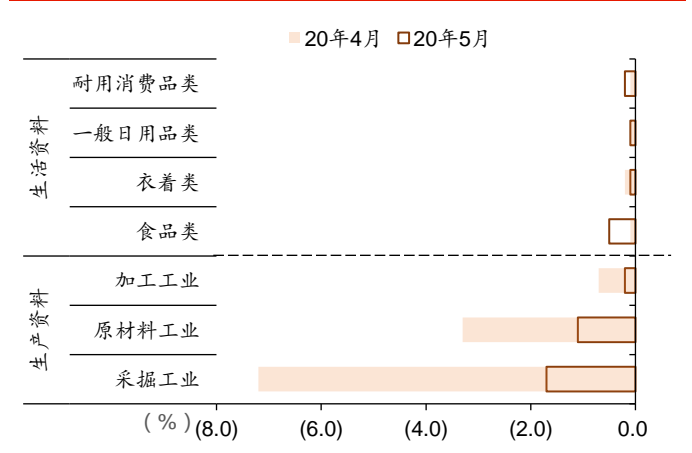
5月PPI生活资料同比0.5%，环比-0.3%。食品、衣着、一般日用品和耐用品四大分项第三个月出现全面环比降价，我们认为主要是上游生产资料价格下跌带来的成本压降，也反映了生产企业主动降价去库存的行为。其中日用品环比-0.1%、耐用品环比-0.2%，耐用品降价幅度大，既反映了可选品需求乏力，存在外需收缩的影响，但耐用品需求价格弹性更大，降价也有助于刺激消费、推动出口转内销。

图表3：PPI同比回落，环比降幅收窄



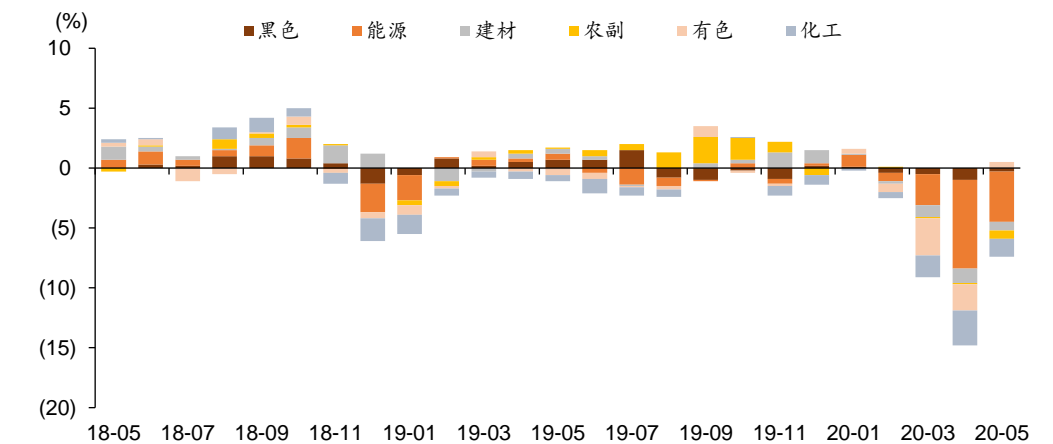
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：PPI分项环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：上游产品价格，有色金属环比转正 (PIRM 环比)



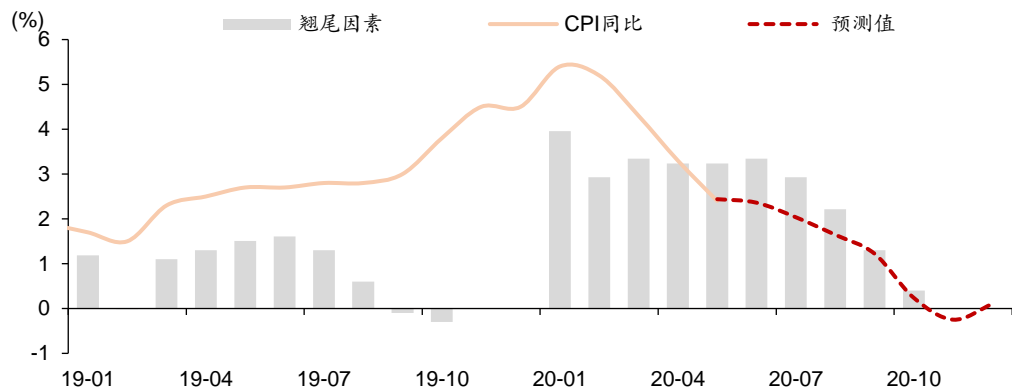
资料来源：Wind，华泰证券研究所

CPI 或逐季走低，食品价格基数扰动加大

我们认为年内 CPI 同比大概率逐季走低。一方面是有有效需求难以在年内发生扭转性的改善，尤其外需仍存隐忧，而目前生产与物流供应还在有序恢复，非食品物价逆势上涨的难度较大。另一方面是水果和猪肉价格有高基数，对 CPI 向下拖累作用会较为显著。尤其是猪价已步入下行周期，根据母猪补栏对于生猪出栏的领先性，不发生猪瘟二次扩散的情况下，下半年猪肉供给有望逐步改善。虽然 6 月份高频猪肉价格有所上涨，但主要是餐饮业、学校单位食堂加快复工带来的短期需求提振，涨价幅度可能有限，难以改变向下趋势。

此外，宽信用的初期，社融信贷增长部分源于政策推动下的信贷展期、贷款门槛放宽、小微贷款刚性增长指标要求等，更多是维持生存，并不反映企业投资与生产意愿，总需求还未到扩张的阶段，部分投资者担心的明年再通胀风险无需过度担忧。

图表6: CPI 同比预测

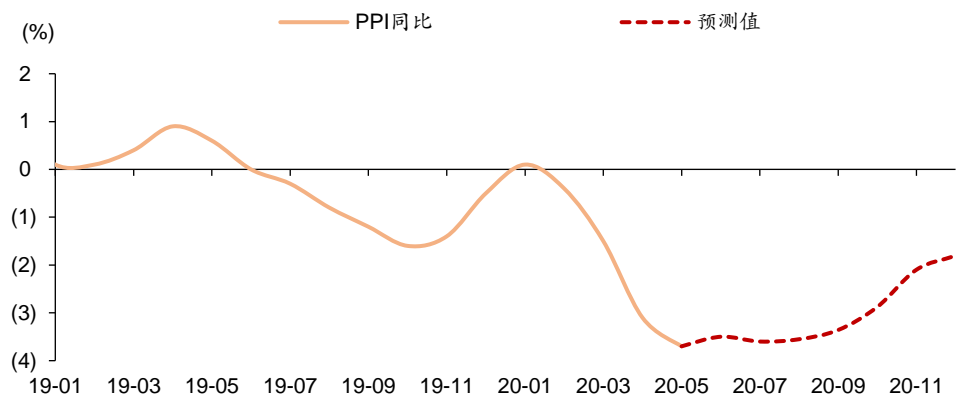


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

PPI 或震荡回升，警惕外生风险发酵

我们认为 5-6 月是 PPI 筑底期、下半年有望震荡回升，但仍需警惕外生风险发酵。随着全球疫情与经济逐步向好，工业品需求大概率已经过了最为悲观时点，油价回暖也提振了大宗商品的涨价预期，4 月以来国内期货市场上，基本金属、能源化工价格相继见底反弹。虽然当月 PPI 环比继续下跌，但跌幅已经显著收窄、且落后于高频物价表现，6 月 PPI 继续回落可能性较小。更重要的是下半年 PPI 能否逐月回暖，这还取决于出口冲击的幅度、基建投资对冲力度、全球经济重启的节奏、中美矛盾会否升级发酵等。我们认为外需担忧仍在，另外今年两会不设 GDP 目标、政策重心是“六保”，投资对冲节奏有可能相机调整、而非一味大干快上。因此，我们预计 PPI 可能是低斜率回升，不会脱离全球重启的大背景，但若上述不确定性风险兑现，或存在回调压力。

图表7: PPI 同比预测



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

企业盈利或迎来修复期，通胀难以成为年内政策敏感变量

第一，剔除食品价格扰动、统计滞后等因素来看，5月份物价已经出现积极修复的信号，总需求改善趋势相对明确，尤其上游工业受益于中下游生产活动回暖提振，但终端消费与外需还相对乏力。

第二，据我们测算，随着CPI逐季回落，全年中枢可能落在2%-2.5%，今年两会将CPI目标放宽至3.5%，我们认为该安排可能意在特殊环境之下，减少宏观调控面临的约束条件，因此CPI可能不会是年内政策敏感变量。而PPI同比仍是深度通缩，意味着货币政策还难以根本转向。

第三，PPI环比降幅收窄是企业盈利修复的重要信号。据统计局，5月调查的40个工业行业大类中，价格下降的有20个，减少10个；上涨的10个，增加2个；持平的10个，增加8个。工业盈利已经由点及面改善，目前集中在有色、黑色金属产业链。在疫情后周期、全球经济重启、叠加前期刺激政策逐步显效的大背景下，PPI与企业盈利在趋势上仍有望逐步向好。但同时，食品价格下行趋势同样明确，农产品相关产业链盈利或相对承压。

第四，对债市而言，CPI与PPI回落幅度超预期，边际上缓解近期债市负面情绪，但货币政策对通胀敏感度下降、近期核心在于对资金空转行为的打压，通胀不是债市关注变量，利好有限。此外，PPI可能短期已见底，后续预计缓慢回升，有利于经济好转趋势的延续。

风险提示

1. 油价走势不确定性较大。OPEC+减产协议的达成与执行均存在不确定性。
2. 出口下行超预期。4-5月出口数据偏强，但外需担忧还无法证伪，可能会在6-7月兑现，如果出口下行幅度超预期，可能带来工业品价格二次回落压力。

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_4621

