

PPI 增速或将向正值回归

——2020年5月通胀数据点评

行业点评

● 食品供需格局改善叠加高基数，CPI 涨幅继续回落

食品供需格局进一步改善叠加高基数，CPI 同比涨幅回落。5月CPI同比上涨2.4%，涨幅比上月回落0.9个百分点，主要原因在于：(1) 食品供需格局进一步改善。供给端，各地自产鲜菜大量上市，生猪产能恢复，鸡蛋和鲜果供应充足；需求端，气温升高，消费进入淡季。5月食品价格环比降幅扩大0.5个百分点，影响CPI下降约0.78个百分点，是带动CPI增速下降的最主要因素。(2) 高基数效应。2019年5月CPI环比涨幅处于近年同期偏高水平，高基数压低2020年5月CPI同比涨幅。

下半年物价展望：CPI 增速中枢下行。2020年上半年CPI翘尾因素均值为3.3%，处于2012年以来较高水平，而下半年CPI翘尾因素将逐月下行。考虑新涨价因素，未来新涨价因素可能会止跌回升，从而对冲翘尾因素回落：

(1) 最近几个月新涨价因素大幅回落的核心原因是复工复产后供需错位，随着未来消费需求逐渐恢复正常，供需会再平衡。(2) 市场预期下半年CPI增速大幅回落甚至出现负值的一个原因是生猪产能持续恢复会导致猪肉价格下跌，但仔猪价格在春节之后便与猪肉价格出现显著背离，因此下半年猪肉价格很可能不会顺畅的下跌，6月以来，猪肉价格止跌回升。综合考虑，我们预计下半年CPI增速中枢趋于下行，但下行速度可能会比市场预期的慢。

通胀压力阶段性缓解，货币宽松延续。考虑到未来通胀压力可能继续缓解，加上经济增速还没有恢复正常水平以及稳就业压力仍然比较大，未来货币政策可能仍会相对宽松。不过在宽松的方式上，1-4月救急模式下极度宽货币的情况可能不会出现，接下来重心可能是宽信用，政府工作报告提到创新直达实体经济的货币政策工具，这有利于减少资金在金融体系里空转的行为，提高资金使用效率，支持实体经济。

● PPI 环比降幅收窄，同比降幅继续扩大

PPI 环比降幅收窄，同比降幅继续扩大。5月PPI环比降幅较上月收窄0.9个百分点，而PPI同比增速回落的原因在于：(1) 受高基数影响，PPI同比下降3.7%，降幅比上月扩大0.6个百分点。(2) 最近几个月国际原油价格出现大幅波动，国内油价到达地板价，国际油价向国内油价传导出现钝化，从而导致石油行业PPI增速修复程度远小于原油价格修复程度。

未来PPI增速展望：短期来看，随着国内经济修复、欧美经济重启、原油供需格局再平衡，负的产出缺口将收窄，PPI增速或逐渐上升至0上方。长期需求可能回不到疫情前，但供给一样在下降，而且这次政策刺激力度无论和全球主要国家比还是与2009年相比都相对温和，不像次贷危机大规模刺激导致了产能严重过剩，长期来看PPI增速可能在0附近。

● 风险提示：海外疫情二次扩散；政策落实不及预期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：未来PPI同比增速走势的三个关键——2020年2月通胀数据点评

2020-3-10

目 录

| | |
|----------------------------------|---|
| 1、 食品供需格局改善叠加高基数，CPI 涨幅继续回落..... | 3 |
| 2、 PPI 环比降幅收窄，同比降幅继续扩大..... | 5 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图 1: 国内复工复产加速，农产品价格回落..... | 3 |
| 图 2: 食品价格是 CPI 增速主要拖累..... | 4 |
| 图 3: 2020 年 5 月猪肉价格环比涨幅弱于近年同期..... | 4 |
| 图 4: 2020 年下半年 CPI 翘尾因素逐月回落..... | 4 |
| 图 5: 春节后仔猪价格上涨，猪肉价格下跌..... | 5 |
| 图 6: PPI 同比回落..... | 6 |
| 图 7: 4-5 月各行业 PPI 同比增速变化..... | 6 |
| 图 8: CRB 现货指数同比降幅收窄..... | 7 |

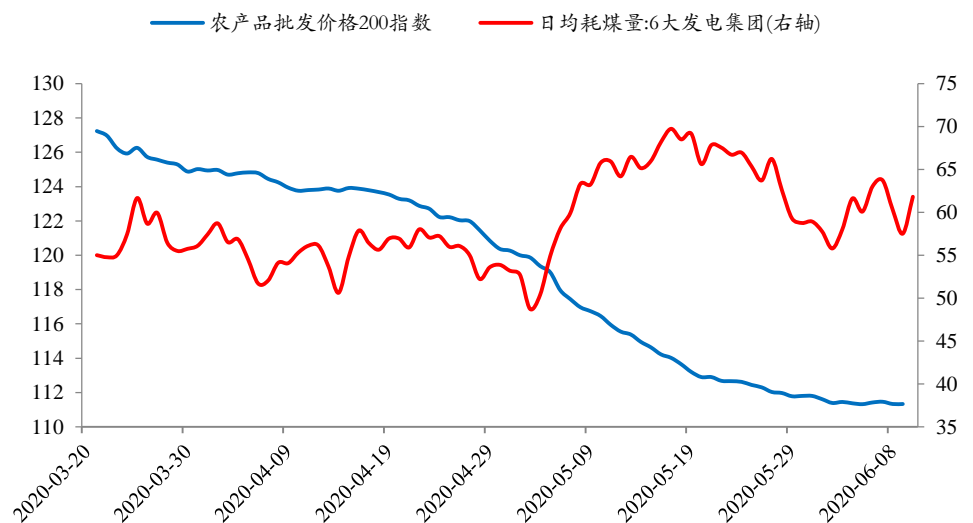
1、食品供需格局改善叠加高基数，CPI 涨幅继续回落

食品供需格局进一步改善叠加高基数，CPI 同比涨幅回落。5月CPI同比上涨2.4%，涨幅比上月回落0.9个百分点，主要原因在于：（1）食品供需格局进一步改善。供给端，各地自产鲜菜大量上市，生猪产能恢复，鸡蛋和鲜果供应充足；需求端，气温升高，消费进入淡季。5月食品价格环比下降3.5%，降幅扩大0.5个百分点，影响CPI下降约0.78个百分点，是带动CPI增速下降的最主要因素。（2）高基数效应。2019年5月CPI环比涨幅处于近年同期偏高水平，高基数压低2020年5月CPI同比涨幅。高基数的来源主要是猪肉与鲜果，2019年5月猪肉与鲜果价格环比增速分别为-0.3%、10.1%，均处于近年同期高位，两者合计对CPI拉动率较4月下降0.6个百分点。

下半年物价展望：CPI增速中枢下行。2020年上半年CPI翘尾因素均值为3.3%，处于2012年以来较高水平，而下半年CPI翘尾因素将逐月下行。考虑新涨价因素，未来新涨价因素可能会止跌回升，从而对冲翘尾因素回落，主要原因在于：（1）最近几个月新涨价因素大幅回落的核心原因是复工复产后供需错位，随着未来消费需求逐渐恢复正常，供需会再平衡。（2）市场预期下半年CPI增速大幅回落甚至出现负值的一个原因是生猪产能持续恢复会导致猪肉价格下跌，但如果看仔猪的价格，在春节之后便与猪肉价格出现显著背离，因此下半年猪肉价格很可能不会顺畅的下跌，6月以来，猪肉价格止跌回升。综合考虑，我们预计下半年CPI增速中枢趋于下行，但下行速度可能会比市场预期的慢。

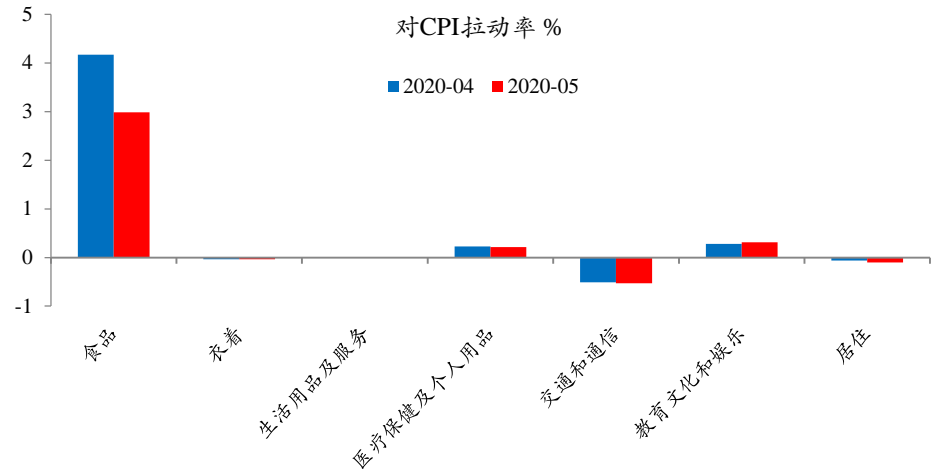
通胀压力阶段性缓解，货币宽松延续。考虑到未来通胀压力可能继续缓解，加上经济增速还没有恢复正常水平以及稳就业压力仍然比较大，未来货币政策可能仍会相对宽松。不过在宽松的方式上，1-4月救急模式下极度宽货币的情况可能不会出现，接下来重心可能是宽信用，政府工作报告提到创新直达实体经济的货币政策工具，这有利于减少资金在金融体系里空转的行为，提高资金使用效率，支持实体经济。

图1：国内复工复产加速，农产品价格回落



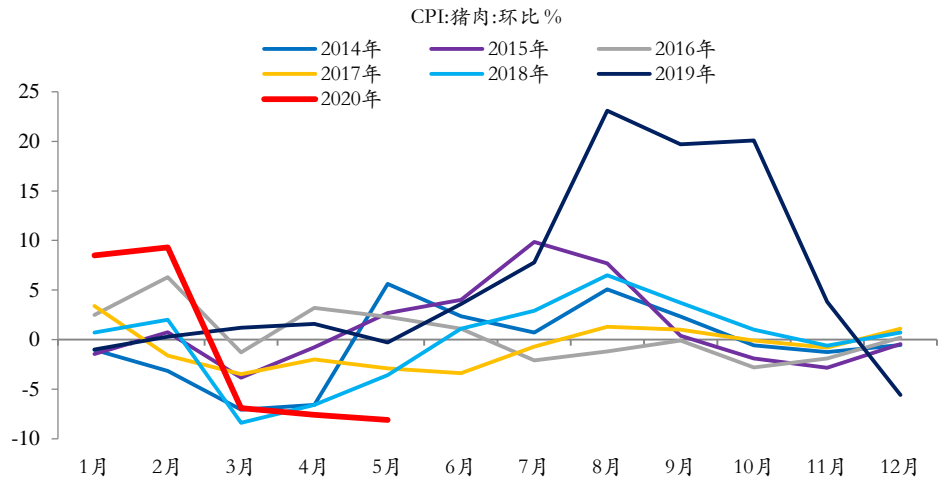
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 食品价格是CPI增速主要拖累



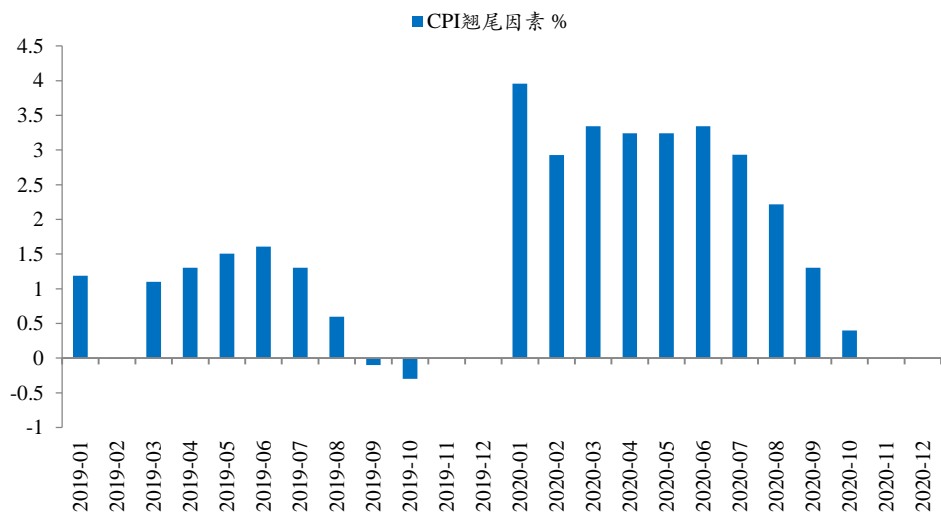
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 2020年5月猪肉价格环比涨幅弱于近年同期

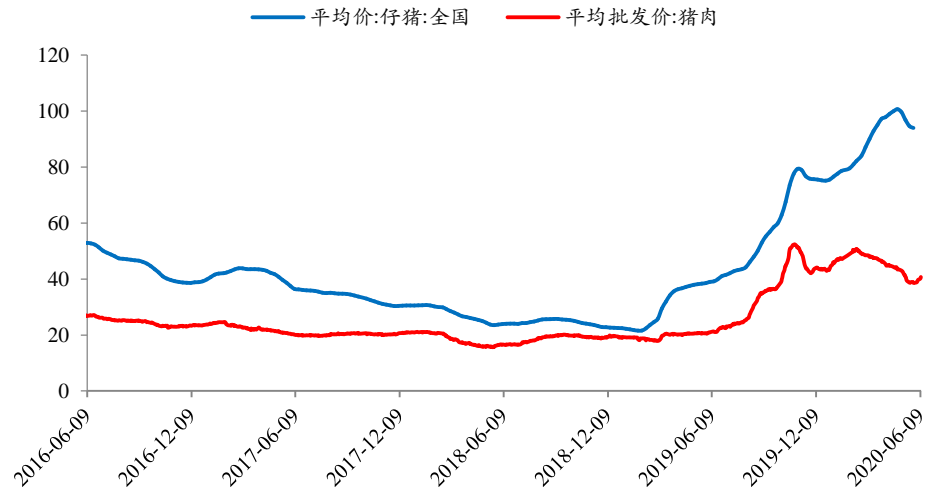


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 2020年下半年CPI翘尾因素逐月回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：春节后仔猪价格上涨，猪肉价格下跌

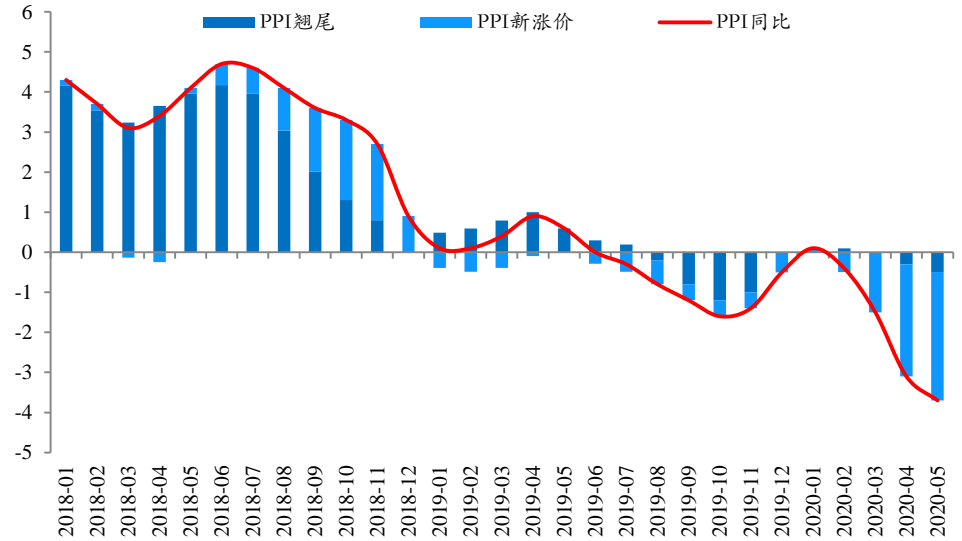
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、PPI 环比降幅收窄，同比降幅继续扩大

PPI 环比降幅收窄，同比降幅继续扩大。5月工业生产进一步恢复，市场需求有所改善，加上原油价格上涨，5月PPI环比降幅较上月收窄0.9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，减少10个；上涨的10个，增加2个；持平的10个，增加8个。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，降幅出现明显收窄；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。上述三个行业合计影响PPI下降约0.24个百分点，比上月减少0.52个百分点。PPI同比增速回落的原因在于：（1）受高基数影响，PPI同比下降3.7%，降幅比上月扩大0.6个百分点。（2）最近几个月国际原油价格出现大幅波动，国内油价到达地板价，国际油价向国内油价传导出现钝化，从而导致石油行业PPI增速修复程度远小于原油价格修复程度。

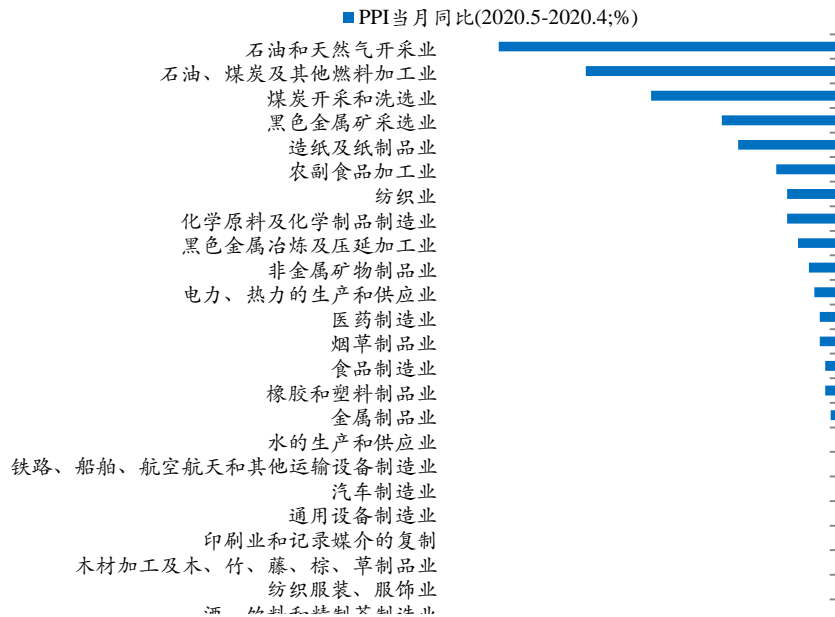
未来PPI增速展望：短期来看，随着国内经济修复、欧美经济重启、原油供需格局再平衡，负的产出缺口将收窄，PPI增速或逐渐上升至0上方。长期需求可能回不到疫情前，但供给一样在下降，而且这次政策刺激力度无论和全球主要国家比还是与2009年相比都相对温和，不像次贷危机大规模刺激导致了产能严重过剩，长期来看PPI增速可能在0附近。

图6: PPI 同比回落



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 4-5月各行业PPI同比增速变化



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_4625

