

2020年6月10日

【华西固收研究】供给放量驱动 CPI 回落，需求、油价双回升或致 PPI 触底

——5月通胀数据点评 20200610

事件概述：

6月10日统计局公布2020年5月通胀数据，CPI同比上涨2.4%，预期2.7%，前值3.3%；PPI同比下降3.7%，预期-3.2%，前值-3.1%。

分析与判断：

► 食品供给全面放量，油价影响边际减弱。

本月CPI各分项之间有所分化，8个一级子项目中，两项同比增速提升，两项持平，四项回落。其中食品烟酒项回落显著，同比增速较上月回落2.8pct；其他用品和服务项涨幅明显提升，同比增速回升0.5pct；而交通和通信项同比降幅仅扩大0.2pct，有望扭转快速下跌的趋势。

供给端的全面放量仍然是食品烟酒方面持续回落的主要驱动力，供需错位的矛盾不断加深。受生猪养殖和屠宰集中放量的影响，猪肉价格仍在加速回落，猪肉项同比涨幅较上月大幅回落15.2pct，对CPI同比的拉动作用也回落至1.98pct。除猪肉供给持续恢复外，本月供给端改善与季节性因素也有一定的关系。随着夏季来临，气温提升，果蔬生产迎来旺季，鲜果、鲜菜项同比分别下降19.3%、8.5%，降幅扩大8.8、4.8pct，分别影响CPI同比下降0.43、0.22pct。

油价仍然是影响交通和通信项的核心因素，但随着国际原油价格的不断回升，对国内交通工具燃料价格的拖累也在减弱。5月，交通工具用燃料项同比下降22%，降幅仅扩大1.5pct。5月，布伦特DTD原油现货均价为28.70美元/桶，较4月回升54.47%，低于去年同期59.69%，但同比降幅有所收窄。5月份，国内汽油价格先降后涨，同比降幅开始收窄，92、95号汽油市场价较去年同期分别下降24.34%、23.95%，较4月底分别收窄3.68、2.88pct；柴油价格基本稳定，较去年同期下降19.05%，基本持平于4月。

剔除食品和能源后，核心CPI与上月持平，同比增速录得1.1%。4月CPI同比涨幅中，翘尾因素影响约3.2pct，新涨价因素影响约-0.8pct。

► 6月翘尾因素仍然偏高，CPI短期下行速度或放缓，下半年持续下行趋势明显。

展望未来，食品方面仍然需要关注猪肉价格以及整体需求的变化。猪肉方面，加速回落的趋势较为明确，一方面是因为去年三、四季度高基数效应，另一方面则是因为本轮能繁母猪存栏量向上的拐点出现在去年10月份，预计生猪集中出栏将在今年下半年集中释放。而整体需求则主要与居民消费有关，考虑到疫情对居民收入、就业和预期的影响，消费可能在短期内难以回升至去年同期水平。

油价方面，我们认为将继续延续“同比下跌+降幅收窄”的格局。随着主要产油国减产和海外复工的推进，国际原油价格趋于稳定，环比或仍有一定程度的上涨空间。当前，国际原油价格已经接近40美元/桶，即将向上突破国内成品油调价机制的“地板价”，预计将带动国内油价继续上行，但去年同期基数仍然较高，因此油价仍将拖累CPI，但下拉作用可能会继续减弱。

从CPI同比的构成来看，6月翘尾因素仍然高达3.34pct，而随着需求的持续改善以及供给逐渐的稳定，CPI环比跌幅或将继续保持收窄，新涨价因素预计难以继续大幅下探。我们认为，6月CPI下行的速度可能将有所放缓。但从7月份开始，CPI翘尾因素将开始快速向0收敛，而货币宽松对物价的推升作用可能在年内不会有明显的体现，新涨价因素难有大的反弹，预计下半年CPI将保持下行的趋势。

► 油价仍为主要拖累因素，PPI短期有望触底。

PPI同比下降3.7%，降幅较上月扩大0.6pct，超出市场预期0.5pct。生产资料价格同比下降5.1%，降幅扩大0.6pct，拉动PPI同比下跌3.79pct。生活资料价格同比上涨0.5%，较前月回落0.4pct，拉动PPI同比上涨约0.14pct。生产资料中，上中下游价格的跌幅分化继续拉大，采掘工业同比下降14.8%，下跌程度分别较原材料工业、加工工业高4.9、12.4pct。

从 PPI 的结构数据来看，本月 PPI 的超预期下跌仍然是油价在主导。跌幅较大的主要是与原油价格相关性较高的煤炭、油气、化工等行业。石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料及化学制品制造业、煤炭开采和洗选业产品价格分别同比下跌 57.6%、24.4%、17.5%、9.2%、8.8%，且除化学纤维制造业外跌幅仍在扩大。尽管 5 月国际原油价格在持续回升，但一方面国际油价向国内传导存在一定的时滞，另一方面去年相关行业的价格基数较高，导致本月同比跌幅仍在扩大。但从环比数据来看，除煤炭开采和洗选业外，相关行业的降幅均在收窄。

需求缓慢改善+油价企稳回升+翘尾因素稳定，PPI 有望在短期内触底，但年内负增压力仍然不小。当前，国际原油价格已经出现了较为明确的回升拐点，有望带动油气、煤炭相关行业价格继续收窄降幅。而需求方面，新开基建项目预计于三季度集中开工，届时有望持续提振黑色等建筑建材类产品价格。但同时也要看到，今年政策整体的发力程度与疫情对经济的冲击相比，仍然偏弱，且政策更关注就业、脱贫等民生问题，对内需的拉动可能是缓慢的。而外需目前难言改善，不确定性仍然较高。叠加 7 月以后翘尾因素基本归零，PPI 在年内可能仍然会保持在负增长的区间内波动。

投资策略：箱体震荡行情，择机把握中长端交易性机会。

下一阶段，通胀整体而言对债市相对友好，年内物价因货币宽松而大幅上行的概率不高。但通胀已经不是债市主要的矛盾，对利率走势边际影响较大的因素是货币政策、资金利率等。

当前国内外经济环境并不支持货币政策转为收紧，但参考 2008-2009 年来看，货币政策集中发力的阶段可能已经过去。且前期拆借利率快速下行、资金空转加大等均说明资金已经较为充裕，但“宽货币”到“宽信用”的传导上出了问题，继续加码宽松的必要性不高，货币政策或将进入到一个静默观察期。

同时，当前监管部门对结构性存款和资金空转的打击并非“去杠杆”的重启或预防经济过热，而是为了推动“宽信用”，监管目的可能与 2019 年 2 月份更为接近，资金利率中枢可能会发生上移。从目前的情况看，R007、DR007 中枢大概率上移 30-40BP；资金面的波动是否加大，则要看监管本次对资金空转打击的持续时间。

在货币政策保持静默+资金利率上移+基本面偏弱的组合下，当前债市不具备趋势性走熊的基础，**更大的可能是走出与 2019 年类似的震荡行情，10Y 国债到期收益率可能在 2.7-3.0% 区间内波动。**6 月份债市可能仍然利空大于利多，但若继续出现大幅调整或利空因素释放完毕，可以酌情考虑参与中长端利率债的交易策略。

此外，三个潜在的风险点值得投资者关注：1) 中期关注汇率是否发生持续性贬值，从而对货币政策产生约束；2) 中长期来看，关注本轮货币宽松对物价的传导，是否会改变通胀方向；3) 从历史经验来看，加杠杆后大概率会有去杠杆周期，届时系统性去杠杆或将催化趋势性债熊，需要对此予以重点关注。

风险提示

疫情存在因境外输入二次恶化的可能。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-59775359

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年5月通胀数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1: CPI同比增速回落0.9pct, PPI同比降幅收窄0.5pct

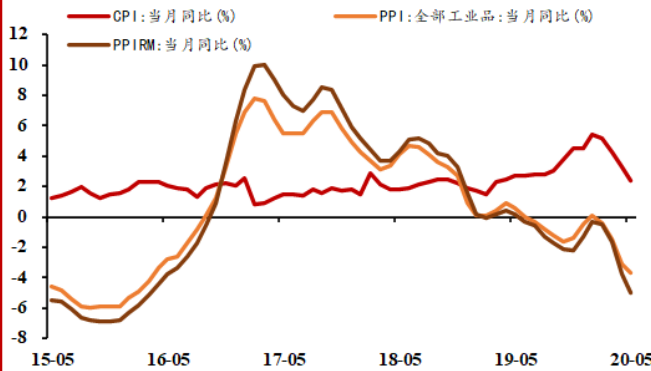


图2: CPI、PPI环比降幅分别收窄0.1、0.9pct

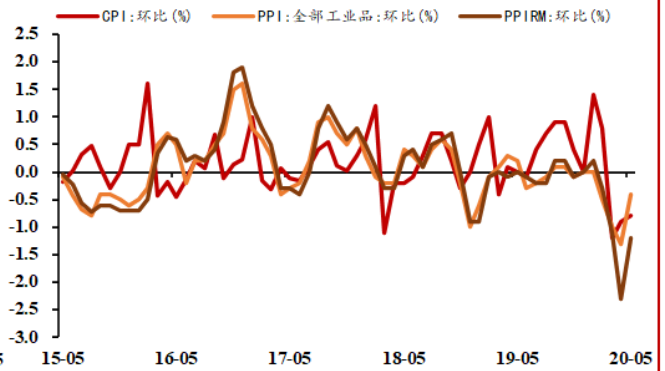


图3: CPI食品项涨幅持续回落, 影响CPI同比上涨2.55pct

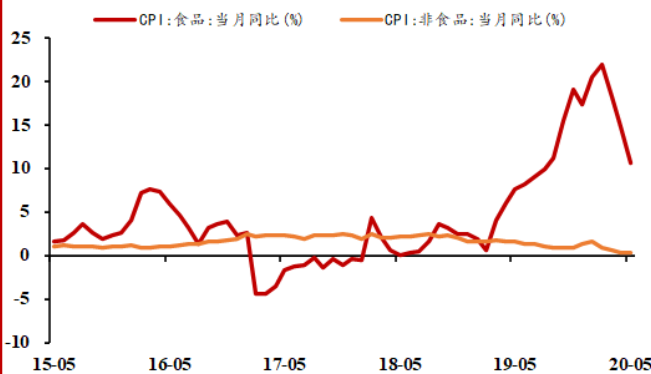


图4: 交通工具用燃料同比下降22%, 延续下行态势

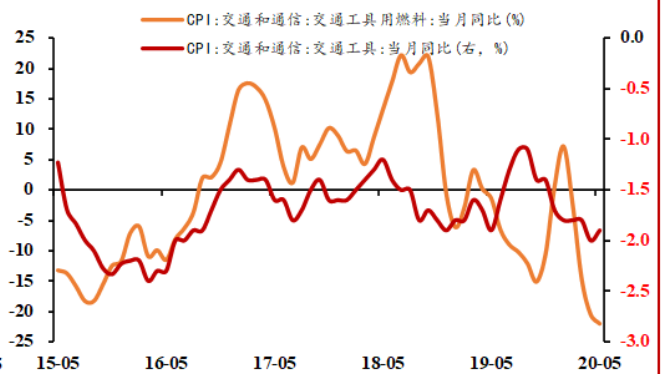


图5: 核心CPI同比上涨1.1%, 与上月持平

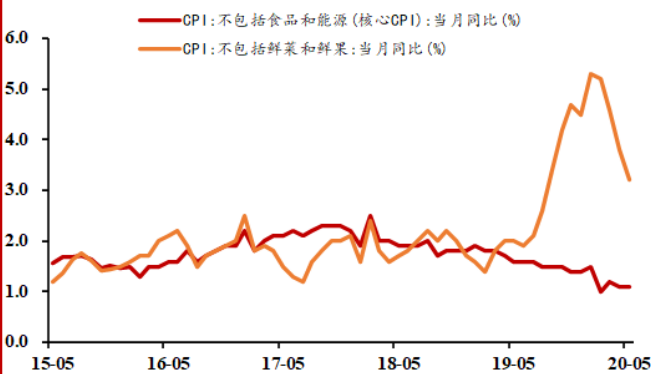


图6: 猪肉项回落15.2pct, 同比增速录得81.7%

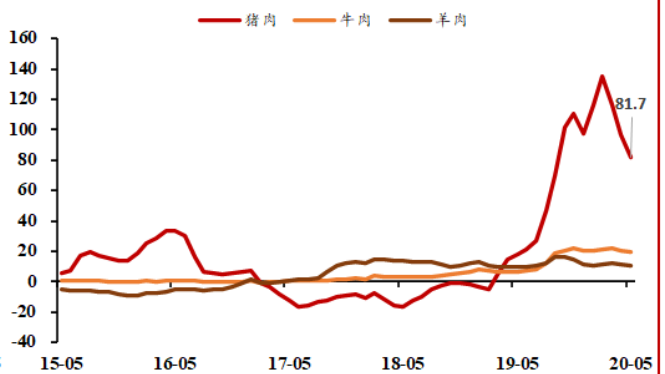


图7: 生产资料降幅扩大0.6pct, 生活资料增速回落0.4pct

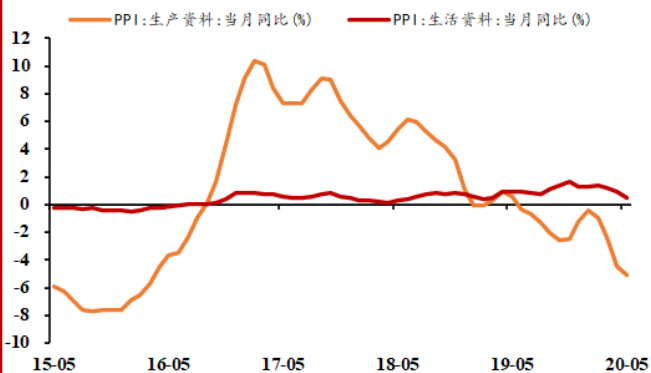
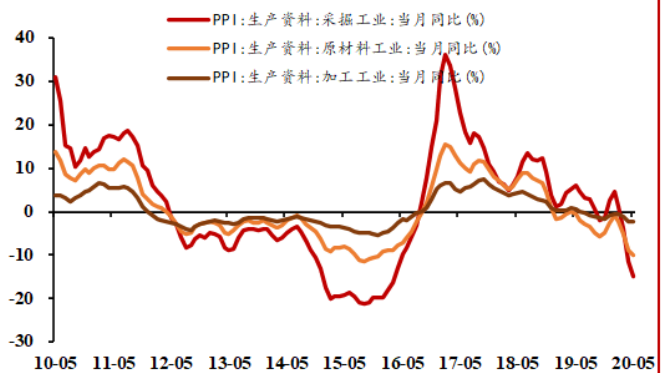


图8: 上中下游PPI降幅持续分化, 采掘业同比下降14.8%



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

免责声明：本信息仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本信息所引致的任何损失负责任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张 伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

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_4626



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn