

5月通胀数据：CPI还会回头吗？

□ 通胀持续回落，降息预期增强

5月份CPI环比-0.8%、同比+2.4%，食品价格环比下降-3.5%，延续回落态势，猪肉、鲜菜价格环比大幅下降，非食品价格与上月持平。5月PPI环比-0.4%、同比-3.7%，环比降幅收窄，同比继续扩大。我们预计，下半年CPI将继续下行探底，PPI有望阶段性修复。5月CPI已显著低于3.5%的政府工作目标，通胀因素对于央行执行货币政策的影响趋弱，存款基准利率降息实施概率将增大。

□ 食品趋势回落，猪价下行探底

5月份CPI环比-0.5%、同比+2.8%。今年2月以来CPI食品项持续回落态势，5月猪肉、鲜菜价格环比下跌幅度较大。但从6月第一周的高频数据来看，猪价有探底回升之势，肉类需求恢复速度快于供给的情况下，猪肉价格三季度有望实现环比正增。从中长期来看，生猪产业链供给持续回暖，猪肉产能将逐步修复，非洲猪瘟不会再度爆发的情形下，猪肉价格对CPI的拉动将逐渐趋弱。考虑到去年下半年猪肉、鲜菜价格基数较高，三季度CPI将继续下行探底，有望探到1%附近。

□ 扰动因素犹存，出险概率较小

未来对CPI产生阶段性影响的因素包括：1) 今夏有局部再度发生非洲猪瘟疫情的风险；2) 生猪养殖端产能扩增带动玉米、豆粕等饲料价格上涨；3) 多国对粮食出口实施限制，农产品贸易受阻可能干扰国内相关产品价格；4) 蝗灾和草地贪夜蛾等病虫害影响国内粮食供给而扰动粮价预期。综合来看，实际出险的概率较小。

□ 原油减产实施，工业价格修复

5月PPI环比-0.4%、同比-3.7%，环比降幅收窄，同比继续扩大。虽然5月原油、金属价格均出现修复，但原材料生产和加工业价格向下游传导存在时滞，PPI实现环比正增仍需耐心。

□ 需求逐步企稳，商品阶段利好

结合近期高频价格表现，我们认为工业品价格有望阶段性修复，PPI同比降幅有所收窄。一方面，国内工业生产热情较高，基建投资也对国内工业品需求有较强支撑；另一方面，发达国家正在重启经济，海外经济体的需求修复也有助于PPI回升。商品价格伴随经济复苏开始修复，商品阶段性跑赢其他资产的特征将进一步显现，中期是否走出超预期大行情，还要观察美国和印度基建的修复情况，目前看仍存困难。

风险提示：非洲猪瘟二次爆发；海外疫情防控不及预期

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

- 1《5月数据预测：社融增速有望继续攀升》2020.05.31
- 2《PMI三个月在枯荣线上意味着什么？》2020.05.31
- 3《CPI回落态势确认，PPI环比已到低点——4月通胀数据点评》2020.05.12
- 4《4月数据预测：弱复苏进行时》2020.04.30
- 5《通胀高点已现，疫情影响仍存——3月通胀数据点评》2020.04.10

报告撰写人：李超

数据支持人：张迪

正文目录

1. 通胀持续回落，降息预期增强	3
2. 食品趋势回落，猪价下行探底	3
3. 扰动因素犹存，出险概率较小	4
4. 原油减产实施，工业价格回升	5
5. 需求逐步企稳，商品阶段利好	6

图表目录

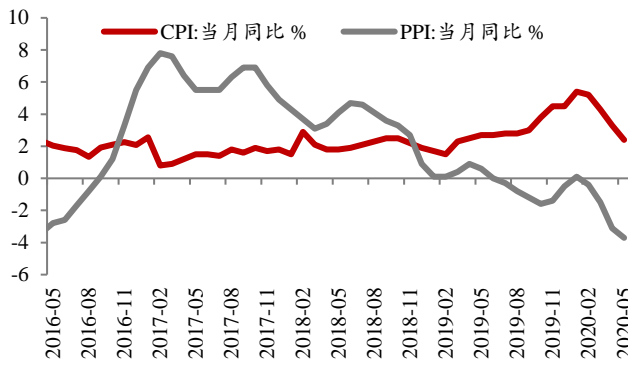
图 1: CPI 和 PPI 同比双双回落	3
图 2: PPI 环比降幅收窄	3
图 3: CPI 食品项大幅下行	3
图 4: 肉、菜、果价格同比均出现显著回落	3
图 5: 生猪存栏回升幅度较小	4
图 6: 仔猪价格相对较高	4
图 7: 石油产业链上下游价格均显著修复，黑金冶炼、有色冶炼价格较前值均有所回升	5
图 8: 巴西疫情日益严重，引发铁矿供给下降的担忧	6

1. 通胀持续回落，降息预期增强

5 月份 CPI 环比-0.8%、同比+2.4%，降幅略超预期。其中，食品价格环比下降-3.5%，延续回落态势，猪肉、鲜菜价格环比大幅下降，非食品价格与上月持平。5 月 PPI 环比-0.4%、同比-3.7%，环比降幅收窄，同比继续扩大，我们在 5 月数据预测中提示原材料生产和加工业价格向下游传导存在时滞，PPI 实现环比正增仍需耐心。我们预计，下半年 CPI 将继续下行探底，PPI 有望阶段性修复。

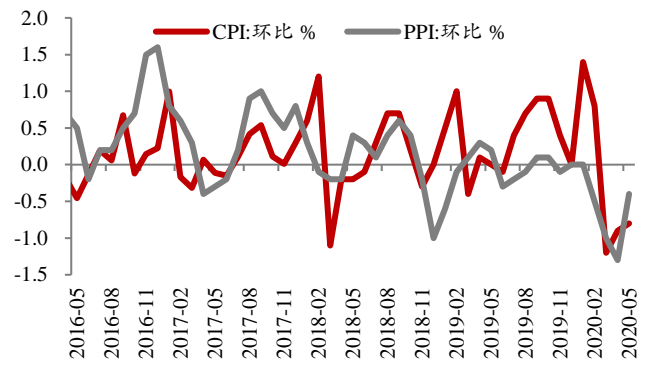
1-5 月 CPI 同比分别为+5.4%、+5.2%、+4.3%、+3.3%、+2.4%，已显著低于 3.5% 的政府工作目标。刘国强副行长在 4 月初谈及调整存款基准利率时表示，“要综合考虑物价水平、经济增长、内外平衡、货币贬值压力等因素”，目前来看通胀因素对于央行执行货币政策的影响趋弱，存款基准利率降息实施概率将增大。

图 1：CPI 和 PPI 同比双双回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：PPI 环比降幅收窄

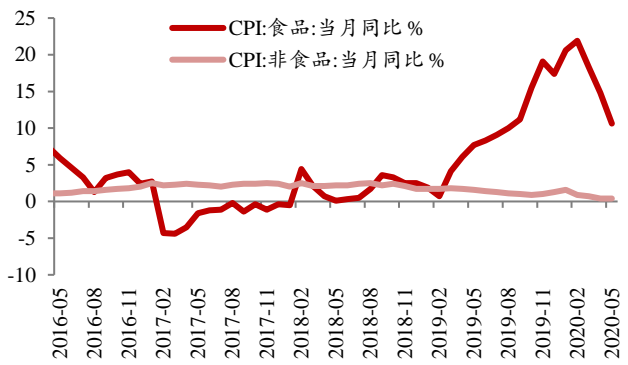


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 食品趋势回落，猪价下行探底

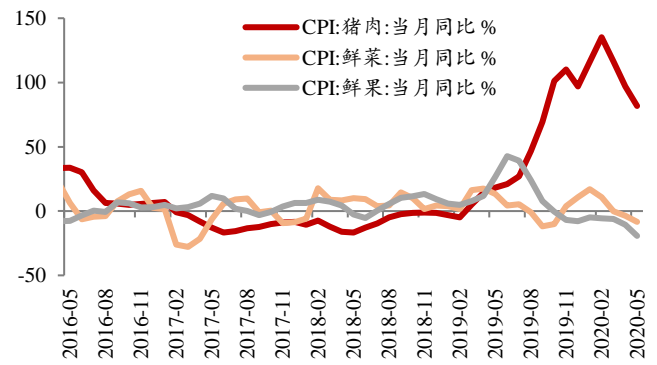
5 月份 CPI 环比-0.8%、同比+2.4%，其中 CPI 食品价格环比-3.5%，延续回落趋势，猪肉、鲜菜价格环比-8.1%、-12.5%，鲜果价格环比微降，但由于去年二季度基数较高，同比回落-19.3%。非食品方面，随着复商复市逐步推进，线下场所逐渐恢复运营强度，堂食就餐、商场购物需求也有所回暖，非食品环比与上月持平，前值-0.2%，未来将继续向历史季节性均值方向修复。

图 3：CPI 食品项大幅下行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：肉、菜、果价格同比均出现显著回落

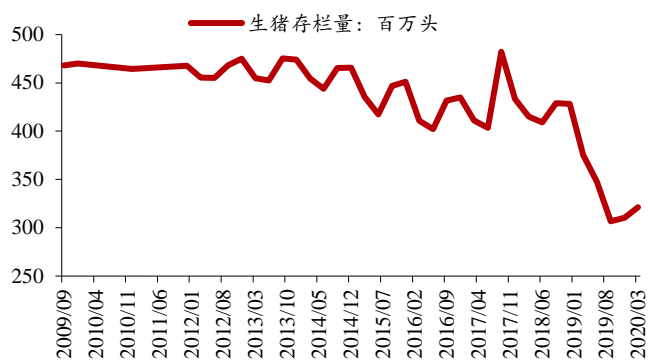


资料来源：Wind，浙商证券研究所

猪肉价格下行探底。今年2-5月份,猪肉CPI同比分别为+135.2%、+116.4%、+96.9%、+81.7%,呈现逐步回落态势。从环比角度看,2-5月农业部口径猪肉平均批发价环比+7.4%、-4.2%、-6.3%、-10.3%,回落幅度逐步加深。从6月第一周的高频数据来看,猪价有探底回升之势,我们认为,因为肉类需求的恢复速度将快于供给,猪肉价格三季度有望实现环比正增。需求方面,一般Q3进入猪肉消费旺季,而且疫情防控期间压抑的需求有望在夏季得到修复甚至部分补偿,对肉类消费形成有力支撑。供给方面,生猪存栏虽连续上升,但与去年猪瘟之前相比仍处于较低水平;仔猪价格保持在去年高位,中小农户的补栏意愿难以提振。预计三季度猪肉价格将出现环比回升,平均批发价有望回升45元以上。

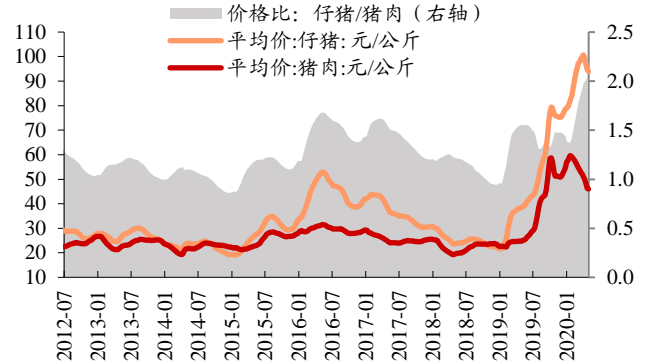
从中期来看,生猪产业链供给持续回暖,生猪养殖规模化和规范化也在稳步推进,猪肉产能将逐步修复。不考虑非洲猪瘟再度大规模爆发的情形,猪肉价格对CPI的拉动确定性走弱。由于去年下半年猪肉、鲜果价格基数较高,三季度CPI将继续下行探底,有望探到1%附近。

图 5: 生猪存栏回升幅度较小



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 仔猪价格相对较高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3. 扰动因素犹存, 出险概率较小

未来可能对CPI产生阶段性影响的因素包括:

1) 4月出现多起在违规调运仔猪中排查出非洲猪瘟疫情,5月初南邻印度首次出现非洲猪瘟疫情,6月5日云南永胜县发生非洲猪瘟疫情,随着气温上升,今年夏天有局部再度发生非洲猪瘟疫情、导致猪肉涨价的风险。

2) 生猪养殖端产能扩增带动玉米、豆粕等饲料价格上涨;

3) 因疫情原因,俄罗斯对小麦、黑麦、大麦和玉米等粮食产物实行出口配额政策,埃及停止各类豆类产品的出口,另外吉尔吉斯斯坦、亚美尼亚和部分东欧国家对于粮食实施了出口限制,农产品贸易受阻有可能干扰国内对相关产品的价格判断。

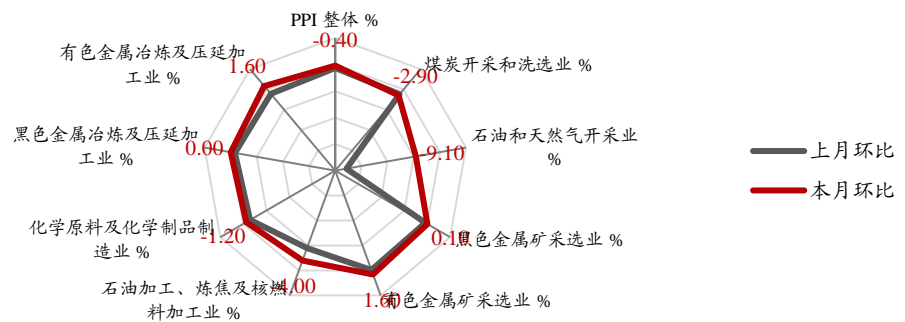
4) 蝗灾和草地贪夜蛾等病虫害影响国内粮食供给而扰动粮价预期。

5月29日农业农村部印发《非洲猪瘟疫情应急实施方案(2020年第二版)》,今年对于非瘟的防范和排查力度将有所增强,疫情卷土重来的概率较小;另外,我国水稻、小麦、玉米等主粮自给率都在97%以上,主粮今年大规模涨价风险较低。

4. 原油减产实施，工业价格回升

5月PPI环比-0.4%、同比-3.7%，环比降幅收窄，同比继续扩大，我们在5月数据预测中提示原材料生产和加工业价格向下游传导存在时滞，虽然5月原油、金属价格均出现修复，但PPI实现环比正增仍需耐心。分行业看，5月石油和天然气开采业价格环比-9.1%，较前值-35.7%明显收窄，另外，黑金冶炼和有色冶炼价格环比+0%、+1.6%，较前值均有所回升。

图 7：石油产业链上下游价格均显著修复，黑金冶炼、有色冶炼价格较前值均有所回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5月原油价格大幅修复，布油价格从20美元/桶左右的低位已快速回升40美元以上，主要系供给下降所致。4月OPEC+会议达成史上力度最大的减产协议，主要原油生产国5月减产力度较大，5月中旬美国石油钻井数仅为3月峰值的4成左右，俄罗斯也已达每日减产200万桶的承诺，OPEC+国家中仅有伊拉克、尼日利亚等少数国家未按照承诺实施减产。6月6日的OPEC+会议上，所有国家一致同意将目前的减产措施延长一个月，6月原油供给端的收缩对于油价恢复仍有一定支撑作用。5月原油价格修复并没有快速的提现到我国工业品价格中，一方面原材料生产和加工业价格向下游传导存在时滞，另一方面我国汽油价格受发改委调整约束，5月汽油柴油均价环比4月小幅下

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_4632



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn