PPI 向上趋势与节奏判断：兼论 PPI 预测框架

2020 年 09 月 09 日

观点

- **猪周期决定 CPI 下行形态，非食品受益于消费复苏开始企稳。**8 月 CPI 同比 2.4%，较前值的 2.7%回落 0.3 个百分点。CPI 在经历了两个月的反弹后重回下行趋势，在市场的预期之内。且因为去年 8 月份开始猪肉价格在下半年的飙涨，基数效应下，CPI 同比整体快速下行通道开启。结构上，CPI 非食品项触底弱反弹、核心 CPI 实现企稳，也反映出随着疫情后期需求尤其是线下消费需求的复苏。

- 8 月 PPI 同比下降 2%，降幅较 7 月收窄 0.4 个百分点，自 5 月份 PPI 触底以来连续 3 个月向上。PPI 后续怎么看？我们通过构架 PPI 预测模型给出后续 PPI 上行的趋势和节奏。**趋势上，PPI 向上趋势将延续至明年年中；节奏上，年内后续以震荡上行为主，明年 3 月份左右 PPI 有望转正且开启快速上行，至年中创下高点且有望破“4”。**

- **风险提示：**非洲猪瘟疫情反复超预期、国际原油供给出现超预期变化、全球疫情反复拖累大宗商品需求、预测模型与实际值之间存在预测误差。

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20200907：三维度解读 8 月出口再超预期》2020-09-07

2、《宏观点评 20200906：开学季疫情会反复吗？—来自全球各国的经验》2020-09-06

3、《宏观点评 20200904：美国 8 月失业率为何超预期下降？》2020-09-04

4、《宏观点评 20200904：亮点在出口和消费》2020-09-04

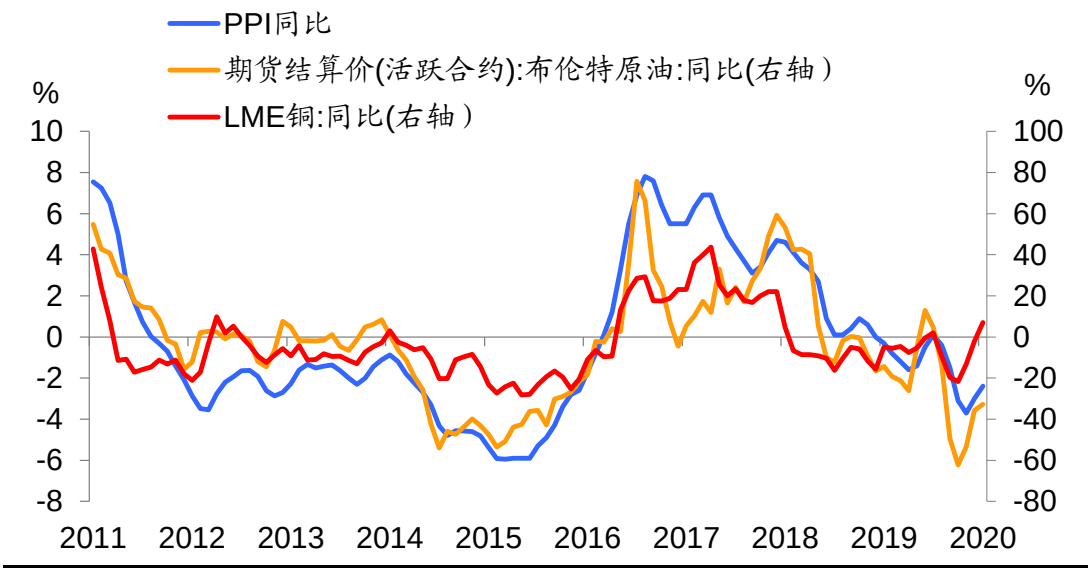
5、《宏观专题报告 20200902：大选前问世？--新冠疫苗推出对经济和市场的影响》2020-09-02

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. PPI 预测模型的构建

PPI 环比不具有季节特征，PPI 远月预测需借助对大宗商品未来走势的预判。由于 PPI 环比不像 CPI 非食品一样具有明显的季节性特征，因此，对 PPI 远月预测需要基于对大宗价格走势的预测，进而构建预测模型。由于对大宗商品未来价格预判本身存在一定误差，因而在构建 PPI 远月预测模型时不宜选择过多的大宗商品作为解释变量。我们发现在主要的大宗商品中，原油价格与铜价与 PPI 具有较强的相关性。

图 1：布伦特原油期货价格同比和 LME 铜价格同比与 PPI 同比具有较高相关性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

构架基于原油和铜价及其滞后指标的 PPI 预测模型。考虑大宗商品价格由上游向中下游的传导存在时滞，我们选择布伦特原油期货价格同比、LME 铜价格同比和他们的滞后一期、滞后二期作为解释变量，剔除不显著的变量后，得到的预测模型如下表所示（数据区间为 2011 年 7 月至 2020 年 7 月）。PPI 远期预测模型的调整后 R2 达到了 88.65%，表明该模型具有较强的解释能力（图 2）。

表 1：PPI 远月预测模型具有较强的解释能力

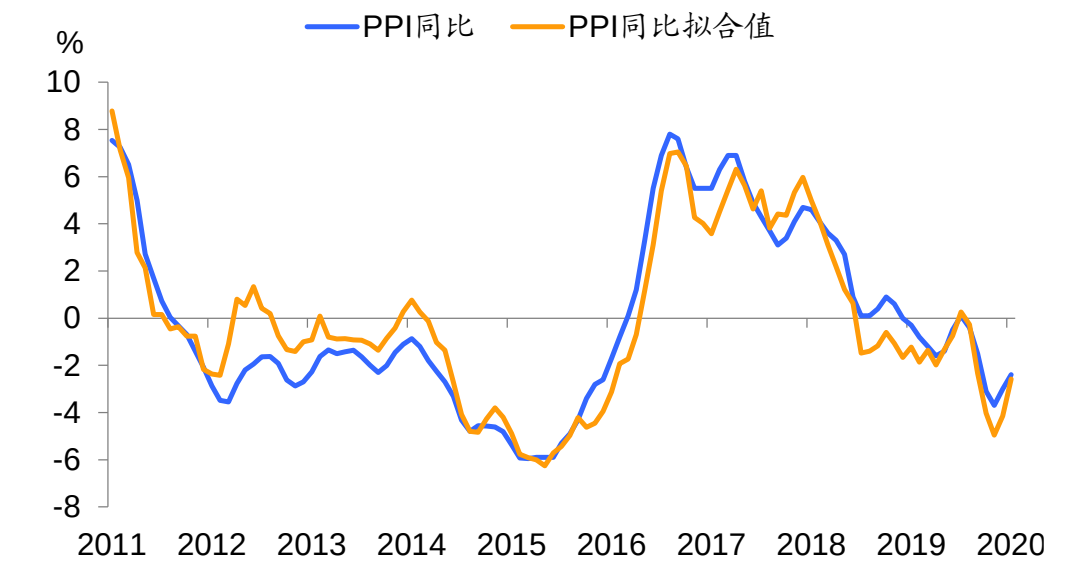
	回归系数	t 值	P 值	R2	调整后 R2
PPI 同比				89.07%	88.65%
常数项	0.3753	3.04	0.003		
布伦特原油期货价格同比	0.0247	2.89	0.005		
布伦特原油期货价格同比	0.0431	5.11	0.000		

请务必阅读正文之后的免责声明部分

(滞后二期)			
LME 铜价格同比	0.0900	6.46	0.000
LME 铜价格同比(滞后二期)	0.0352	2.47	0.015

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：PPI 远月预测模型拟合效果较好



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 后续 PPI 上行的判断：趋势与节奏

我们将彭博一致预测作为大宗商品价格未来走势的中性情景。对于大宗价格的长期预测较为困难，我们给出乐观、悲观和中性三种情景假设，而彭博一致预测作为我们的中性情景进行估测。中性情景下，2020 年布伦特原油价格中枢为 42 美元/桶，而 2021 年这一中枢水平会上行至 47.5 美元/桶；而 LME 铜价中性预测将从 2020 年的 5875 美元/吨上涨至 2021 年的 6225 美元/吨（表 2）。

表 2：主流机构对大宗商品价格未来走势的预判

预测机构	大宗商品	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	2020	2021
花旗集团	ICE 布伦特：美元/桶	43	48			44	57
	铜：美元/吨	6350	6500			5960.25	6550
MPS	ICE 布伦特：美元/桶	40	45	48	52	43	
	铜：美元/吨	6000	6100	6200	6300	5800	
法国兴业	ICE 布伦特：美元/桶	35	40	42.5	45	59	46.25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

银行	铜：美元/吨	5250	5300	5450	5600	6200	5700
德意志银行	ICE 布伦特：美元/桶	35	40	40	45	39.2	45
	铜：美元/吨					7714	7550
渣打银行	ICE 布伦特：美元/桶					65	
	铜：美元/吨					7000	
ING	ICE 布伦特：美元/桶					55	
	铜：美元/吨					7000	
一致预测（中位数）	**ICE 布伦特：美元/桶**	**40**	**43**	**45**	**47.5**	**42**	**47.5**
	铜：美元/吨	**6000**	**6100**	**6100**	**6200**	**5875**	**6225**

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

表 3：布伦特原油期货价格和 LME 铜价格未来走势的不同情景假设

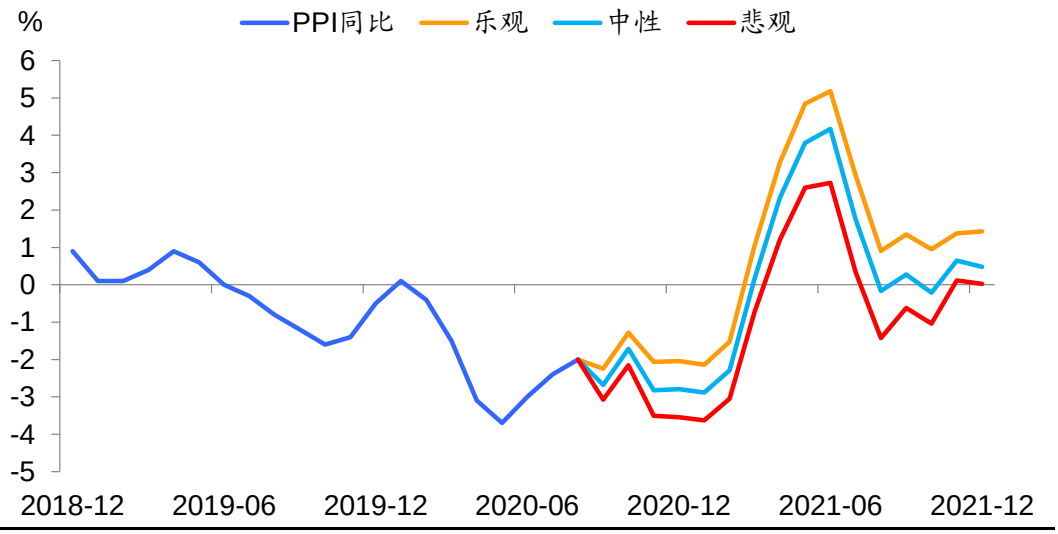
		2020 年		2021 年			
		Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
布伦特原油（美元/桶）	乐观	42	46	48	50	55	60
	中性	40	43	45	47.5	47.5	50
	悲观	38	40	42	43	43	45
LME 铜（美元/吨）	乐观	6200	6300	6300	6400	6500	6500
	中性	6000	6100	6100	6200	6300	6300
	悲观	5800	5900	5900	6000	6000	6000

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

后续 PPI 上行可以分为两个阶段：年内的震荡上行和明年上半年的加速上行。我们利用上述 PPI 预测模型并结合大宗价格判断，我们拟合出年内及 2021 年全年 PPI 同比走势（图 3）。后续 PPI 仍将延续上行，且可以分为两个阶段，一是年内 PPI 上行斜率放缓，延续震荡上行趋势；二是明年上半年低基数的提振下快速上行。中性假设下，PPI 同比在 2021 年 3 月份实现转正，并在年中 6、7 月份达到高点，有望破“4”，全年中枢在 0.7%左右。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：不同情景下的 2020 年及 2021 年 PPI 同比预测



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

原油供给市场出现大幅变动导致油价大幅偏离一致预期；全球疫情反复导致大宗商品需求出现大幅变动；预测模型与实际值之间存在预测误差。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

