5 月物价数据点评：CPI 通胀继续修复，PPI 通缩有所改善

2020 年 06 月 12 日

证券分析师 李勇
执业证号：S0600519040001
010-66573671
liyong@dwzq.com.cn

事件

■ **数据公布：**2020 年 6 月 10 日，国家统计局公布 2020 年 5 月份 CPI 和 PPI 相关数据：（1）5 月 CPI 从 4 月的 3.3%下降至 2.4%。（2）5 月 PPI 跌至-3.7%，前值-3.1%。

观点

■ **CPI：5 月 CPI 趋势下行，食品项跌幅超预期。**从同比角度来看，食品类上涨 10.6%，非食品类上涨 0.4%。5 月 CPI 同比月较 4 月有所下降。从数据上来看，食品通胀回落明显，5 月份 CPI 食品价格同比增速从 4 月的 14.8%下降到 10.6%，涨幅回落 4.2 个百分点，是 CPI 回落的主要原因。从环比角度来看，食品类下降了 3.5%，非食品类与上月持平。食品中鲜菜和畜肉类环比下降较大，分别为 12.5%和 5.7%，同时分别贡献了 0.33%和 0.41%的 CPI 降幅(其中猪肉价格下降 8.1%，贡献约 0.37%)。其余分项涨跌互现，但贡献普遍较小。总体来说 5 月份食品项价格超预期回落以供给端为主导因素，而非食品类则由于居民可选消费意愿较弱导致需求端不足。

■ **PPI：5 月 PPI 通缩边际缓解，原油价格反弹超预期。**5 月 PPI 通缩边际缓解，从同比角度来看， 5 月 PPI 从 4 月的-3.1%下降到-3.7%，跌幅为 0.6 个百分点，小于前值 1.6 个百分点。生产资料价格同比下降 5.1%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，贡献约 3.79%的 PPI 降幅。环比角度来看，5 月 PPI 下降 0.4%，较前值收窄 0.9%。生产资料价格跌幅为 0.5%，缩小 1.3 个百分点，贡献约 0.36%的 PPI 降幅。其中，采掘工业、原材料工业，加工工业价格分别下降 1.7%、1.1%、0.2%。生活资料价格环比下降 0.3%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点，贡献了 0.07%的 PPI 降幅。PPI 总体来说受国际原油价格、中下游工业品国内需求使通缩压力有所缓解。短期 PPI 依然在负值区间但以企稳为主，长期价格动力仍需关注国内外需求以及国际油价恢复趋势。整体而言，5 月物价指数符合市场预期，但未来不确定性有所体现。

■ **展望后期：** CPI 方面预计未来将会出现“一降一缓”的局面，总体处于缓步下行通道。食品方面菜价、猪价跌势仍在，其中供给增量占主导地位，但是需注意供给增量逻辑下又暗藏餐饮需求回补。总体来说预计食品价格后续稳中有降，跌幅收窄。非食品方面，武汉核酸普查告捷、文旅部宣布彻底开放除中高风险及境外旅游将会提高消费者对非食品等可选消费的消费意愿。未来非食品数据向月度均值收敛，可选消费需求逐步修复，预计非食品价格后续以稳为主。PPI 方面预计工业品物价整体止跌企稳，处于 U 型反弹底部。两条主线支撑工业品价格：国内方面，5/22 两会表明财政增量倾斜基建，项目储备与资金供给充足，重点基建项目基本全部复工，待财政资金拨款到位将推动基建需求带动中下游工业品价格。国际方面，需求端部分发达经济体经济重启，供给端 OPEC+减产协议落地两者共同为 PPI 形成支撑，但是需注意 PMI 新出口订单表明目前国际主线工业品需求端改善并不明朗。预计生产资料价格后续以 U 型触底反弹为主，不排除爬升节奏缓慢或回落可能性。

■ **风险提示：** 旅游业开放增加防疫难度，“稳就业”进度不及预期，国内企业利润、国外需求恢复受阻。

相关研究

1、《固收点评 20200611：联储控制力回归，短鹰长鸽定基调——6 月美联储议息会议点评》2020-06-11
2、《固收月报 20200610：需求持续恢复，库存有所好转》2020-06-10
3、《固收点评 20200609：7 天逆回购利率未变，MLF 到期延期续做》2020-06-09
4、《固收点评 20200608：5 月外汇储备数据点评：美指下跌估值为正，外储规模环比上升》2020-06-09
5、《固收点评 20200608：2020 年 5 月进出口数据点评—出口超预期进口放缓，未来外贸依旧承压》2020-06-08

请务必阅读正文之后的免责声明部分

对此，我们的点评如下：

CPI 通胀趋势下行，PPI 通缩边际缓解，基本符合市场普遍预期。统计局公布的 CPI 数据显示：5 月 CPI 从 4 月的 3.3%大幅下降至 2.4%，下跌 0.9 个百分点，方向和幅度基本符合市场预期。5 月 CPI 环比增速从 4 月的-0.9%小幅上涨至-0.8%。从分项的数据来看，食品价格延续 4 月趋势明显下降，是带动 CPI 继续下降的主要因素；非食品基本持平，服装小幅上涨 0.2%。5 月 PPI 从 4 月的-3.1%下降到-3.7%，下降幅度前值 1.6%，当月 0.6%，较上月收窄 1%。从分项的数据来看，生产资料从 4 月的-4.5%下降至-5.1%；生活资料从 0.9%下降至 0.5%。PPI 整体通缩压力边际缓解，但未来不确定性仍在。

1. CPI 趋势下行，食品项跌幅超预期

统计局公布的 CPI 数据显示：5 月 CPI 从 4 月的 3.3%大幅下降至 2.4%，下跌 0.9 个百分点，5 月 CPI 环比增速从 4 月的-0.9%小幅上涨至-0.8%，方向基本符合市场预期，幅度大于市场预期。

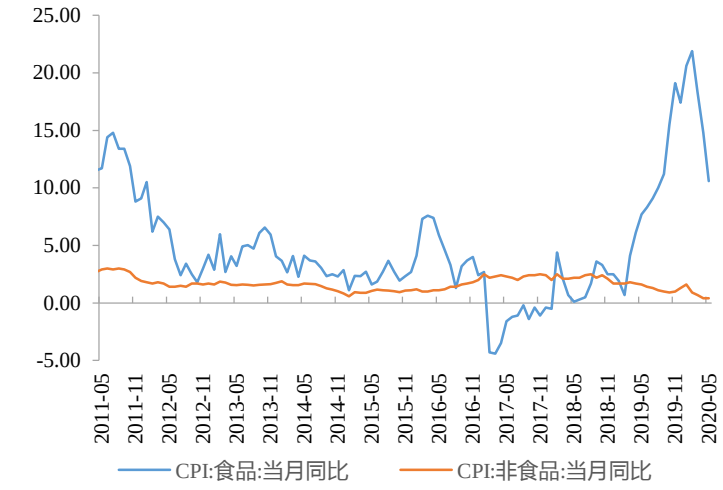
CPI：从同比角度来看，食品类上涨 10.6%，非食品类上涨 0.4%。5 月 CPI 同比较 4 月有所下降。从数据上来看，食品通胀回落明显，5 月份 CPI 食品价格同比增速从 4 月的 14.8%下降到 10.6%，涨幅回落 4.2 个百分点，是 CPI 回落的主要原因。食品类从分项来看，猪肉、鲜果、鸡蛋、鲜菜涨幅分别回落 15.2%、19.3%、14.5%和 8.5%。5 月非食品价格同比增速为 0.4%，增幅与上个月持平。非食品从分项来看，教育文化和娱乐、医疗保健价格上涨，分别为 2.2%和 2.1%；交通和通信、居住、衣着价格下跌，分别为 5.1%、0.5%和 0.4%。

从环比角度来看，食品类下降了 3.5%，非食品类与上月持平。食品中鲜菜和畜肉类环比下降较大，分别为 12.5%和 5.7%，同时分别贡献了 0.33%和 0.41%的 CPI 降幅(其中猪肉价格下降 8.1%，贡献约 0.37%)。其余分项涨跌互现，但贡献普遍较小。食品环比下降主要由于各地蔬菜大量上市，生猪产能进一步恢复；非食品项各项相对稳定，夏装新款上市带动服装价格上涨 0.2%；国际原油价格因素导致液化石油气价格下降 1.9%。

CPI 总体来说 5 月份食品项价格回落以供给端超预期为主导因素，而非食品类则由于居民可选消费意愿较弱导致需求端不足。

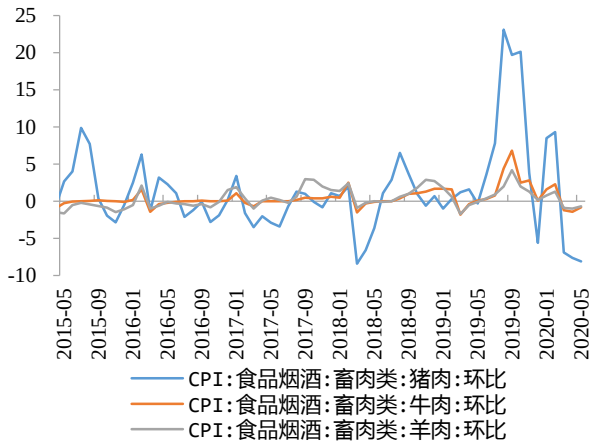
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：食品项与非食品项同比比较（单位：%）



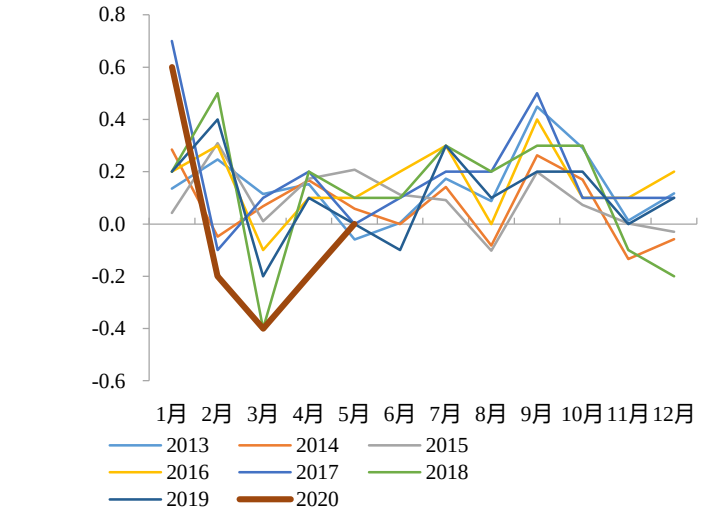
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 2：肉类价格环比变动（单位：%）



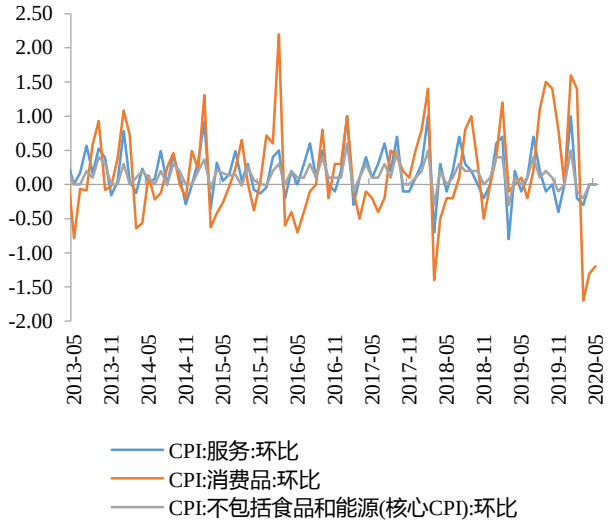
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 3：非食品价格各月环比涨幅年度对比（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

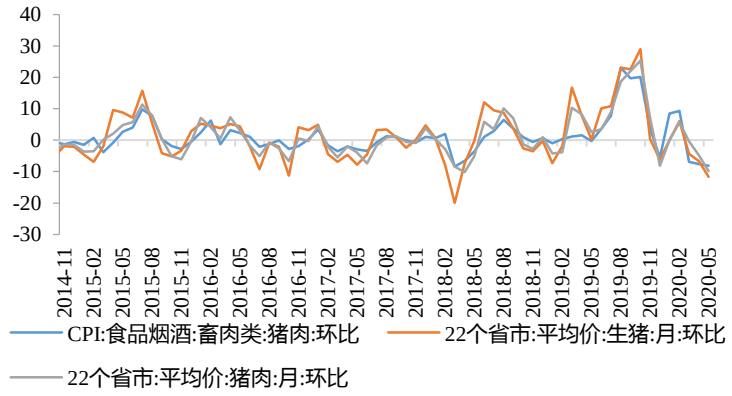
图 4：核心 CPI、消费品、服务环比变动（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

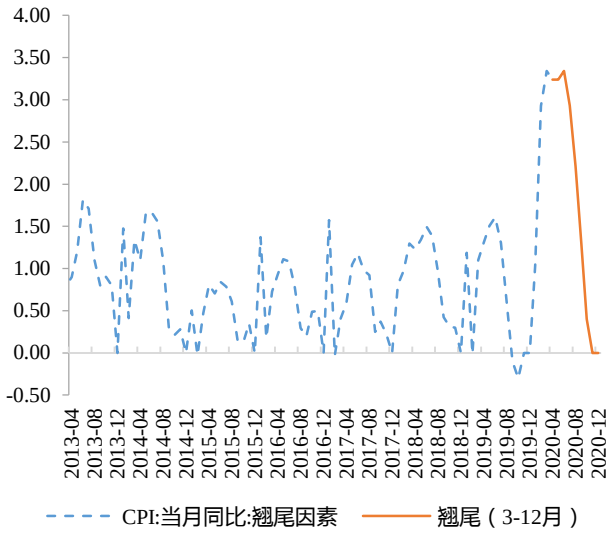
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：猪肉价格变动与 CPI 分项关系（单位：%）



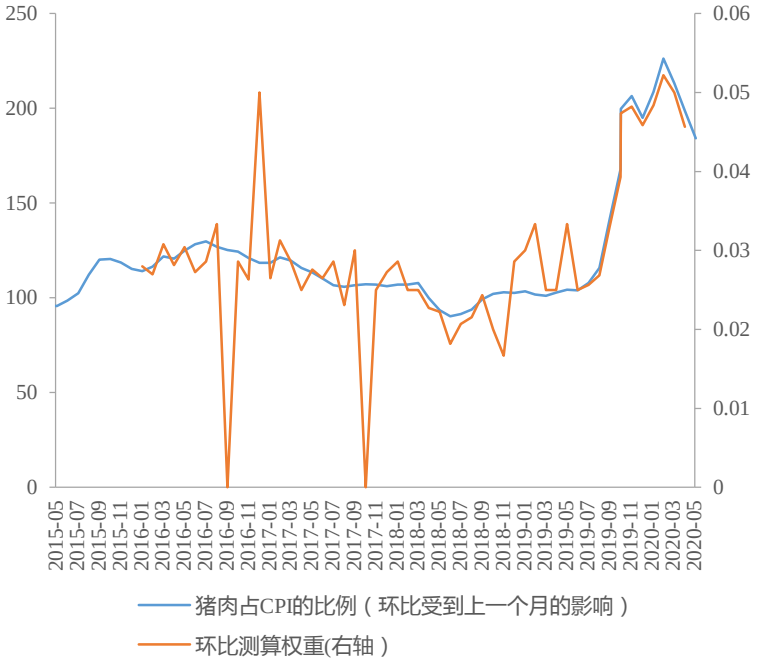
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 6：翘尾因素变动趋势（单位：%）



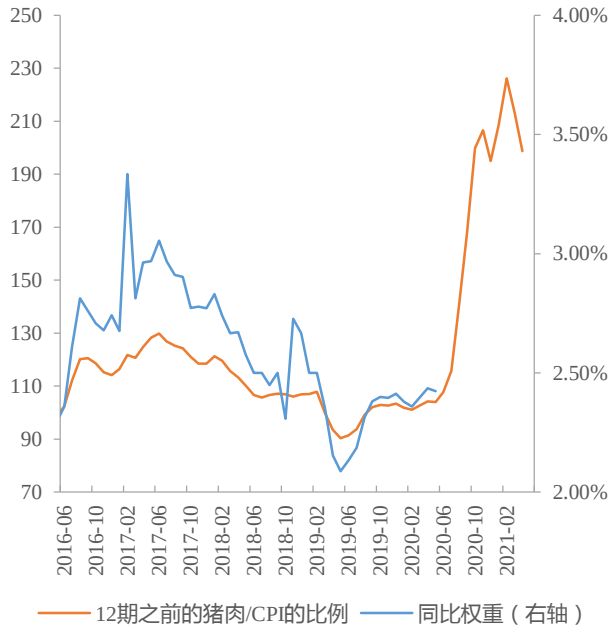
数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 7：2020 年 4 月猪肉环比权重预判（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 8：猪肉同比权重变化预判（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 5 月 PPI 通缩边际缓解，原油价格反弹超预期

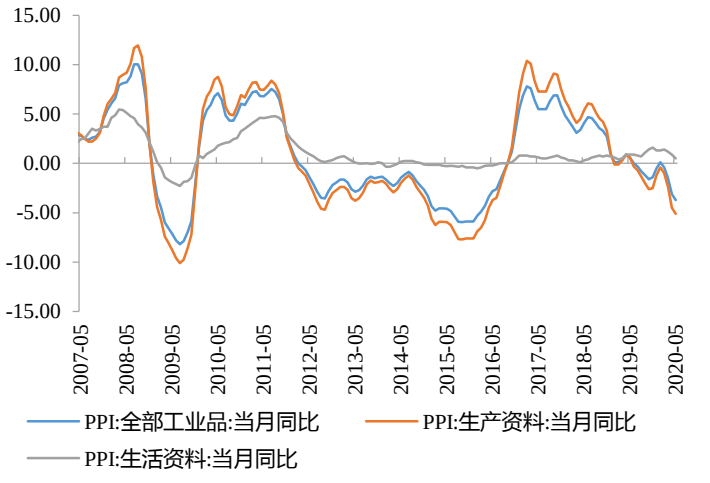
5 月 PPI，下跌幅度边际缓解。从同比角度来看， 5 月 PPI 从 4 月的-3.1%下降到-3.7%，跌幅为 0.6 个百分点，小于前值 1.6 个百分点。生产资料价格同比下降 5.1%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，贡献约 3.79%的 PPI 降幅。

从环比角度来说，5 月 PPI 下降 0.4%，较前值收窄 0.9%。生产资料价格跌幅为 0.5%，缩小 1.3 个百分点，贡献约 0.36%的 PPI 降幅。其中，采掘工业、原材料工业，加工工业价格分别下降 1.7%、1.1%、0.2%。生活资料价格环比下降 0.3%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点，贡献了 0.07%的 PPI 降幅。从行业分项角度来看，石油天然气开采价格环比从-35.7%增加至-9.1%，跌幅缩小 26.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比从-9%增加至-4%，跌幅缩小 5 个百分点。化学原料和化学制品制造业价格环比从-3%增加至-1.2%，跌幅缩小 1.8 个百分点。上述三个行业贡献约 0.24%的 PPI 环比跌幅。

PPI 总体来说受国际原油价格、中下游工业品国内需求使通缩压力有所缓解。短期 PPI 依然在负值区间但以企稳为主，长期价格动力仍需关注国内外需求以及国际油价恢复趋势。

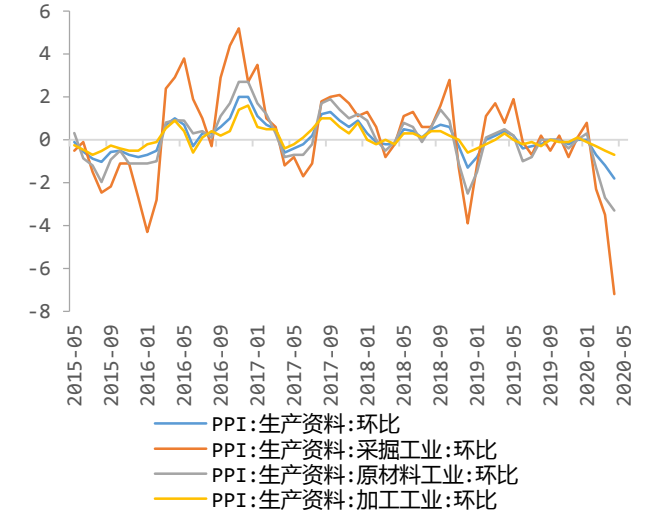
整体而言，5 月物价指数符合市场预期，但未来不确定性有所体现。

图 9：PPI、PPI 生产资料、生活资料同比（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

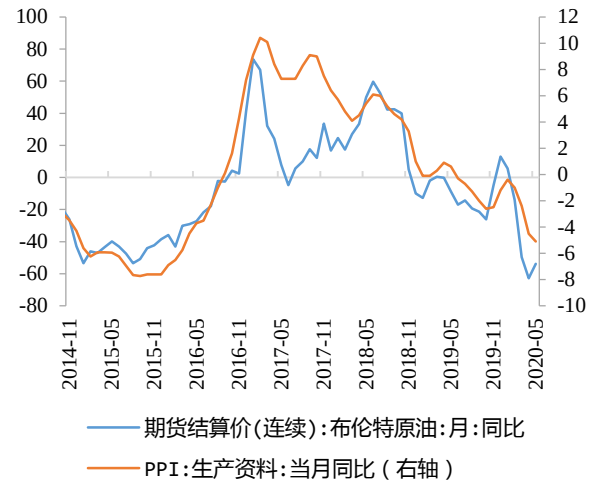
图 10：PPI 生产资料分项环比（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

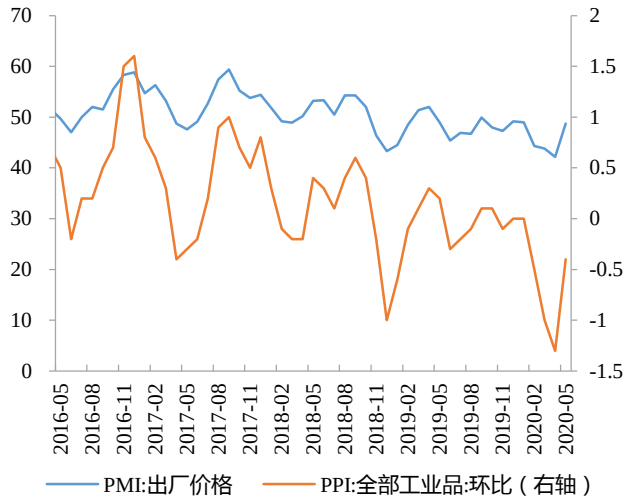
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 11：布伦特原油价格和 PPI 生产资料的关系（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

图 12：PMI 价格分项与 PPI 环比关系（单位：%）



数据来源：Wind,东吴证券研究所

3. CPI 预计缓步下行，PPI 未来企稳为主

展望后期：**CPI 方面预计未来 CPI 将会出现“一降一缓”的局面，总体处于缓步下行通道。**食品方面菜价、猪价跌势仍在，其中供给增量占主导地位，但是需注意供给增量逻辑下又暗藏餐饮需求回补。总体来说预计食品价格后续稳中有降，跌幅收窄。非食品方面，武汉核酸普查告捷、文旅部宣布彻底开放除中高风险及境外旅游将会提高消费者对非食品等可选消费的消费意愿。未来非食品数据向月度均值收敛，可选消费需求逐步修复，预计非食品价格后续以稳为主。

PPI 方面预计工业品物价整体止跌企稳，处于 U 型反弹底部。两条主线支撑工业品价格：国内方面，5/22 两会表明财政增量倾斜基建，项目储备与资金供给充足，重点基建项目基本全部复工，待财政资金拨款到位将推动基建需求带动中下游工业品价格。国际方面，需求端部分发达经济体经济重启，供给端 OPEC+减产协议落地两者共同为 PPI 形成支撑，但是需注意 PMI 新出口订单表明目前国际主线工业品需求端改善并不明朗。预计生产资料价格后续以 U 型触底反弹为主，不排除爬升节奏缓慢或回落可能性。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：CPI 以及 PPI 各项环比及二者翘尾效应汇总

	2019 年				2020 年					
环比	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	变动
CPI:环比	0.9	0.90	0.40	0.00	1.40	0.80	-1.20	-0.90	-0.80	升
CPI:食品	3.5	3.60	1.80	-0.40	4.40	4.30	-3.80	-3.00	-3.50	降
CPI:猪肉	19.7	20.10	3.80	-5.60	8.50	9.30	-6.90	-7.60	-8.10	降
CPI:鲜菜	-2.4	-1.70	1.40	10.60	15.30	9.50	-12.20	-8.00	-12.50	降
CPI:鲜果	-7.6	-5.70	-3.00	0.60	5.50	4.80	-0.20	-2.20	-0.80	降
CPI:非食品	0.2	0.20	0.00	0.10	0.60	-0.20	-0.40	-0.20	0.00	升
CPI:衣着	0.8	0.30	0.30	-0.10	-0.50	-0.30	-0.10	-0.10	0.20	升
CPI:交通和通信	-0.4	0.10	-0.30	0.20	1.40	-1.50	-2.50	-1.20	-0.20	升
CPI:医疗保健	0.1	0.10	0.10	0.20	0.60	0.10	0.20	0.20	0.00	降
CPI 同比:翘尾因素	-0.1	-0.30	0.00	0.00	1.04	2.93	3.34	3.24	3.24	平
PPI 环比	0.1	0.10	-0.10	0.00	0.00	-0.50	-1.00	-1.30	-0.40	升
PPI:生产资料	0.0	0.00	-0.20	0.00	0.00	-0.70	-1.20	-1.80	-0.50	升
PPI:生活资料	0.5	0.30	0.30	-0.20	0.00	0.00	-0.20	-0.10	-0.30	降
PPI 同比:翘尾因素	-0.8	-1.20	-1.00	0.00	0.00	0.10	0.00	-0.30	-0.50	降

数据来源：Wind,东吴证券研究所

4. 风险提示

旅游业开放增加防疫难度，“稳就业”进度不及预期，国内企业利润、国外需求恢复受阻。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

