东兴证券 DONGXING SECURITIES

PPI或将见底

——2020年5月物价指数点评

2020年06月10日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

2020年5月CPI同比上涨2.4%，预期2.7%，前值3.3%，下降0.9个百分点；3月PPI同比下降3.7%，预期降3.2%，前值降3.1%。

主要观点：

5月物价延续双双下行趋势，其中，居民价格同比仍主要由食品价格拉动，从环比趋势看食品与非食品分化，受季节性和周期性供给因素影响，猪肉、蔬菜、水果等食品价格跌幅扩大，而受居民需求缓慢恢复影响，非食品各行业价格环比跌幅有所收窄，衣着类价格环比增长转正。PPI同比或将见底，5月原油价格回升，海外复工逐步推进，国内基建地产投资走强，需求缓慢恢复，下半年海内外经济恢复速度决定了PPI回升速度。

1. CPI跌破3，居民需求恢复分化

5月CPI同比上涨2.4%，较上月回落0.9个百分点，环比下降0.8%，降幅较上月收窄。

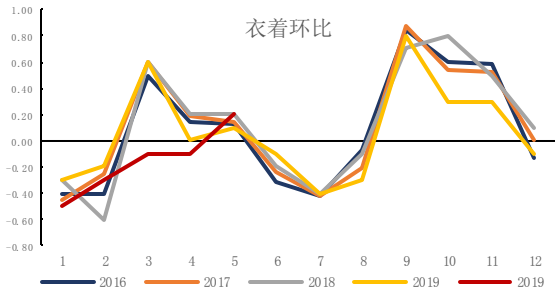
食品项同比增长10.6%，涨幅自2月后持续收窄，环比增长-3.5%，降幅扩大；食品各分项价格受周期性季节性供给扰动影响较大，其中猪肉产能持续恢复，随着猪肉消费步入淡季，猪价同比增长81.7%，涨幅继续下降，环比增长-8.1%，降幅有所扩大，19年5月后猪肉价格增长高基数，预计下半年猪价延续当前降幅扩大趋势；受季节性供给因素影响，鲜菜、水果等食品价格持续下降。

环比增长的趋势更能反映疫情后消费供需修复的进展，尤其是考虑到疫情后消费供给基本恢复，价格环比波动是需求恢复和增长的重要信号，5月非食品价格信号显示消费需求逐渐回温，分行业看非食品项价格环比波动和疫情后消费复苏的进度：衣着分项价格环比转正，鞋类、服装类价格结束自19年12月以来的环比负增长，同比跌幅底部确认；教育娱乐价格环比止跌，5月教育服务环比实现正增长；受疫情的特殊影响，出行相关行业需求恢复力度相对较慢，同时国际油价波动也对价格造成扰动，交通通信价格环比为负，但跌幅有所收窄；居住及生活服务类需求也在逐步恢复，家用器具环比跌幅收窄，家庭服务连续2月实现正增长，水电燃料也受到原油价格回升，跌幅有所收窄；但房租价格信号依然低迷，住房租赁价格环比-0.1%，上月环比增速为0%，同比增速实现-0.3%。当然仍处于消费需求恢复阶段，下半年受失业和可支配收入降低等滞后变量影响，居民需求增长或不及预期。

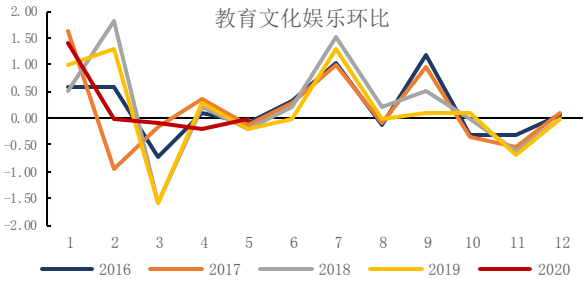
5月核心CPI同比涨幅为1.1%，与上月持平，环比涨幅为0。核心CPI逐渐企稳，总需求仍在弱势复苏。

图1：5月衣着类价格环比有所修复

图2：5月教育文化娱乐类价格环比有所修复



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 需求恢复或不及预期，下半年 CPI 下行压力仍大

预计 6 月 CPI 延续下行趋势，需求缓慢复苏：从高频数据来看猪肉价格停止下跌，但考虑到 19 年下半年猪肉价格较高的基数，预计猪价继续下行，6 月跌幅或有所收窄。水果蔬菜价格企稳，6 月第一周菜篮子产品批发价格 200 指数将 5 月小幅回落，农业部重点监测的水果、蔬菜价格也呈现企稳迹象。预计 6 月食品价格整体环比下行幅度有所收窄；随着消费需求缓慢恢复，非食品各分项环比陆续转正概率较大，同比增速有望回升。

下半年 CPI 下行压力依然较大：19 年下半年猪肉价格基数较高，年内猪肉下跌趋势或难以逆转，成为拉动 CPI 下行的主要力量，但另一方面，3/4 季度水果蔬菜价格环比增长由于供给的季节性波动存在上行动力，下半年如果疫情未出现二次反弹，消费需求将逐渐反弹，并拉动非食品项价格止跌反弹。

3. 国内需求恢复，海外复工推进，PPI 增速逐渐见底

5 月 PPI 同比增速为-3.7%，前值为-3.3%，环比降 0.4%，降幅较上月收窄 0.9 个百分点。其中，生产资料同比增长-5.1%，环比增长-0.4%，降幅将上月有所收窄；**原油价格对上游工业品价格拖累有所收窄**，5 月 CRB 工业原料现货指数、Brent、WTI 原油价格指数均缓慢回升，能源化工相关行业环比降幅均大幅收窄。**5 月海外各国陆续解封，复工稳步推进**，一方面拉动全球原油价格回升，另一方面随着全球贸易重启，外需缓慢恢复，有望提升出口相关工业行业景气度，推动价格回升。**5 月国内工业需求稳步复苏**，从发电集团耗煤量、高炉开工率等数据来看 5 月工业生产需求同比、环比均有大幅改善；螺纹钢、水泥价格继续上升，基建相关产业链走强，压制 PPI 生产资料价格的风险因素逐渐消除。

PPI 生活资料同比增长 0.5%，环比增速-0.3%，其中受供给的季节性扰动，食品项价格环比下降拖累生活资料价格增长，生活资料中衣着类环比跌幅均有所收窄，一般耐用品环比持平，耐用消费品环比跌幅扩大，各行业居民需求恢复不同步，导致非食品项价格波动分化。

经济已经度过最困难的阶段，压制工业价格和库存的风险因素逐渐缓解；随着 PPI 见底，下一阶段海外复工进度，国内需求的恢复速度成为决定 PPI 回升速度的主要因素。

风险提示

需求恢复不及预期，逆周期调控政策落地不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
点评	猪价继续拉升 CPI，PPI 转正或为“昙花一现”--2020 年 1 月物价指数点评	2020-02-10
深度	疫情下物价拐点推迟，长期趋势不变——新冠疫情对物价指数影响的分析	2020-02-29
点评	CPI 拐点将至，警惕疫情下的通缩风险——2020 年 2 月物价指数点评	2020-03-10
点评	CPI 趋势性下行，关注 PPI 通缩风险——2020 年 3 月物价数据点评	2020-04-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526