通胀高峰已过，需求恢复仍需政策发力

2020 年 5 月 · 物价数据点评　　2020 年 6 月 10 日

点评机构：交通银行金融研究中心(BFRC)　　**点评人员：唐建伟（首席研究员）**
刘学智（高级研究员）
联系方式：021-32169999-1028
liuxuezhi@bankcomm.com

主要观点

1、5 月份 CPI 回到 2 时代，符合我们之前判断。食品价格涨幅收窄是 CPI 下降的主要原因，非食品价格处于较低水平。

2、从年初以来物价走势来看，CPI 属于趋势性回落。随着生猪存栏量逐渐回升带来猪肉供给增加，猪肉价格涨幅仍将收窄。疫情导致消费需求偏弱状况的恢复是个缓慢过程，非食品价格可能仍将处于低位。加上 CPI 中的翘尾因素也将明显低于上半年，预计下半年 CPI 涨幅将显著低于上半年，不排除部分月份降到 2%以内。全年 CPI 同比平均也将维持在 3%以内，不会超过政府制定的 3.5%的年度目标。

3、PPI 降幅继续扩大，需关注企业经营压力加大。前期国际原油价格大跌和大宗商品价格下跌带来输入性价格下降，全球经济增长放缓导致工业需求减弱。生产资料价格同比降幅扩大，工业企业经营压力可能加大。

4、当前 PPI 下行压力较大，三季度之后有望触底企稳。随着国内稳增长力度加大，内需的改善将缓解外需减弱带来的冲击。在国内积极政策支撑下，叠加全球疫情逐渐得到控制，预计三季度之后 PPI 可能触底企稳，

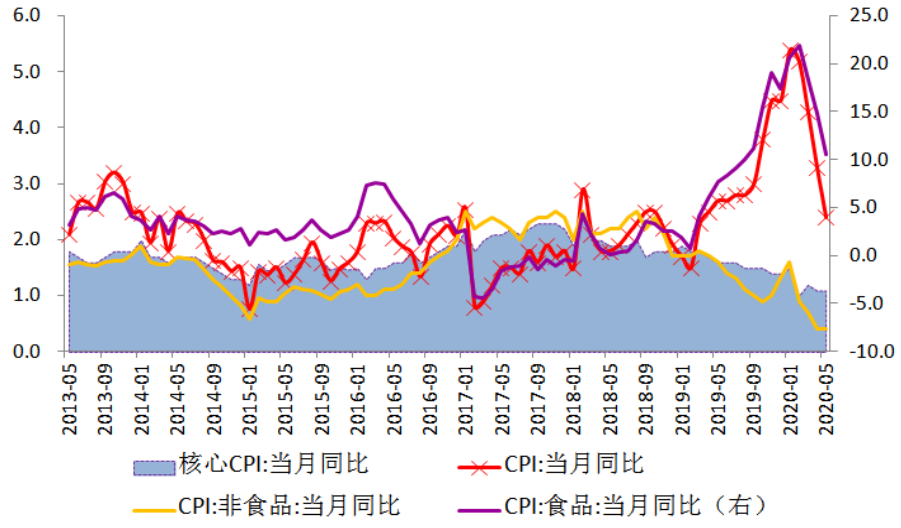
降幅有望明显收窄，工业通缩压力或将逐渐缓解。

5、低物价为货币政策提供空间，稳增长扩内需力度需要加大。货币政策调控应以促进实体经济发展为目标，下半年货币政策的重心是创新直达实体经济的货币政策工具，定向支持受疫情冲击较大的中小微企业和困难人群。下半年降息降准的可能性仍然存在，但不管是频率还是空间都可能小于上半年。面对需求减弱带来的企业经营压力，全方面扩内需措施需要加大力度，特别要重点聚焦帮扶中小企业渡过难关。

正文

2020年5月份，全国居民消费价格同比上涨2.4%，涨幅比上个月收窄0.9个百分点，环比-0.8%；其中食品价格同比上涨10.2%，非食品价格同比上涨0.4%，核心CPI为1.1%。PPI同比-3.7%，环比-0.4%；工业生产者购进价格同比-5%，环比-1.2%。CPI与PPI同比涨幅进一步下降，物价水平整体走弱，为宏观政策调控提供空间。

图 1 CPI 及分项同比涨幅

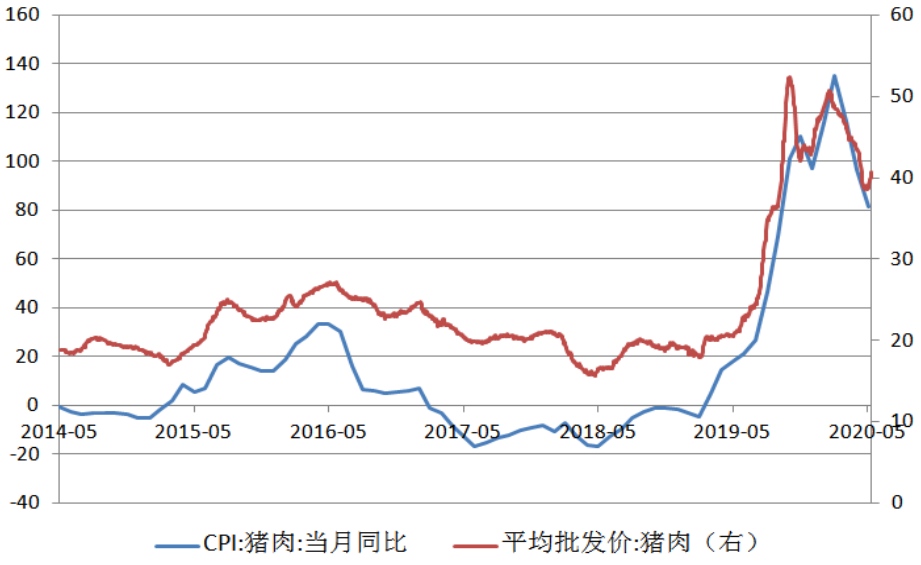


数据来源：WIND，交行金研中心

食品价格回落是 CPI 重回 2 时代的主要原因。5 月份 CPI 同比涨幅下降到 2.4%，比上个月大幅回落 0.9 个百分点，时隔 8 个月重回 2 时代，基本符合我们判断。CPI 回落的主要原因是食品价格涨幅收窄，同比涨幅从 14.8%降到 10.6%，回落了 4.2 个百分点。非食品价格同比上涨 0.4%，涨幅与上个月持平，处于较低水平。

国内疫情改善以来物流交通逐渐恢复，食品供应改善促进价格持续下降。气温回升促进各地农产品生产，鲜菜、鲜果、蛋类等供应充足，也促进价格显著回落。生猪产能进一步恢复，猪肉供给持续增加，猪肉价格持续下降，对 CPI 的拉动作用减弱。5 月份 CPI 猪肉价格同比上涨 81.7%，涨幅比上个月收窄 15.2 个百分点;猪肉价格对CPI 的同比拉动作用为 1.98%，比上个月下降 0.38 个百分点。在整体需求仍然偏弱的情况下，以及消费性工业产品价格处于低位，非食品价格涨幅较低。核心 CPI 为 1.1%，也处于较低水平，不存在通胀风险。

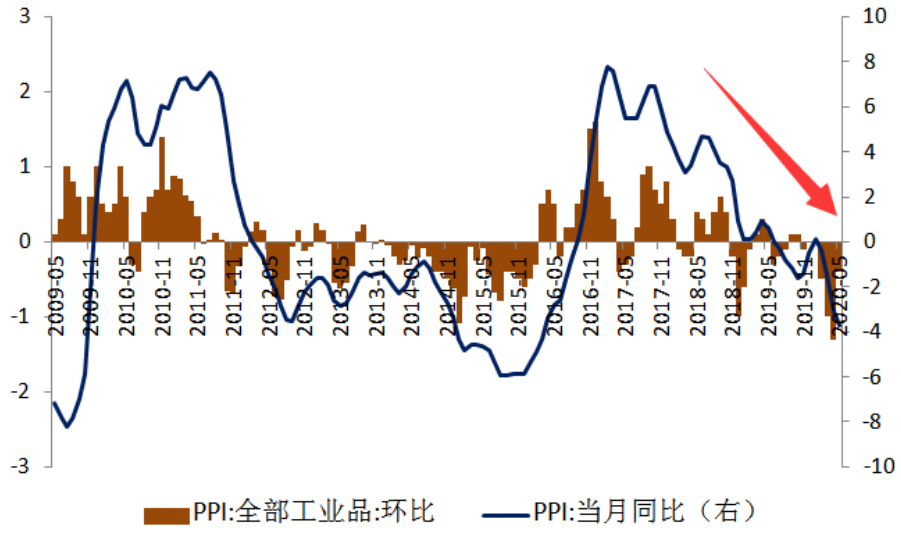
图 2 猪肉价格同比涨幅与猪肉平均批发价格



数据来源：WIND，交行金研中心

未来CPI涨势较弱，不排除部分月份降到2%以内。从年初以来物价走势来看，CPI属于趋势性回落。今年1、2月份CPI同比涨幅高达5.4%和5.2%，此后呈逐月下降趋势，1-5月份CPI累计上涨4.1%。猪肉价格是影响食品价格走势的主要因素，当前猪肉价格同比涨幅仍然高达81.7%，未来仍有较大下降空间。由于猪粮比价仍然高达13.4，随着生猪存栏量逐渐回升带来猪肉供给增加，猪肉价格涨幅仍将收窄。疫情导致旅游、餐饮、住宿、生活服务等消费需求偏弱状况的恢复是个缓慢过程，整体需求偏弱，非食品价格可能仍将处于低位。加上CPI中的翘尾因素也将明显低于上半年，因此，预计下半年CPI涨幅将显著低于上半年，不排除部分月份降到2%以内。全年CPI同比平均也将维持在3%以内，不会超过政府制定的3.5%的年度目标。

图 3 PPI 同比及环比涨幅



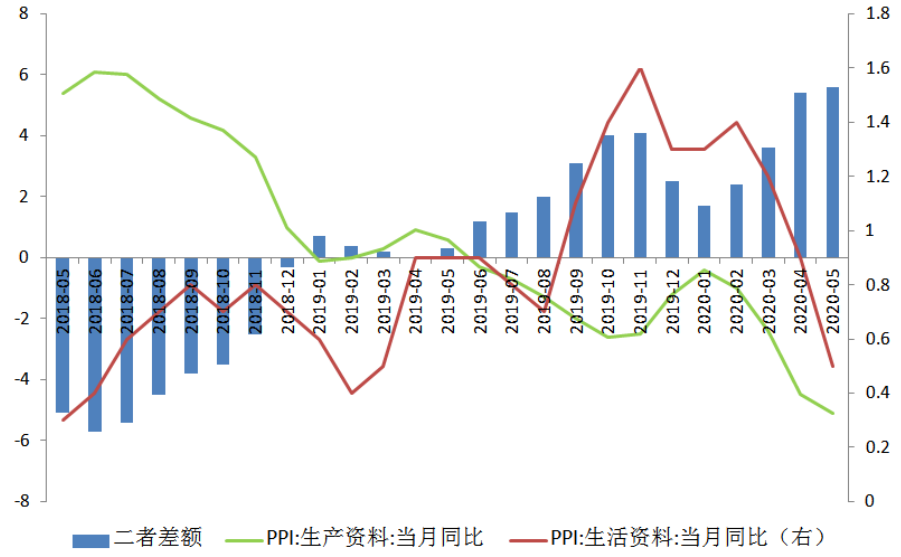
数据来源：WIND，交行金研中心

PPI降幅继续扩大，需关注企业经营压力加大。5月份PPI同比进一步下降到-3.7%，降幅比上个月扩大0.6个百分点，阶段性工业通缩压力加大。在PPI同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.5个百分点，新涨价影响约为-3.2个百分点。一方面，前期国际原油价格大跌和大宗商品价格下

降，带来石油天然气、燃料加工、化工制造、黑色金属等产品价格显著下降；另一方面，在全球经济增长放缓的背景下，工业需求减弱，导致PPI缺乏上涨动力。主要工业行业来看，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格降幅很大，同比分别为-57.6%、-24.4%，降幅分别扩大6.2、4.6个百分点。化学原料及其制品、煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和加工业价格降幅也较大，同比分别为-9.2%、-8.8%、-8%。

PPI中，生产资料价格同比下降到-5.1%，降幅比上月扩大0.6个百分点。生产资料价格波动与企业生产有关，降幅进一步扩大表明工业企业经营压力可能加大，企业利润可能受到挤压。生活资料价格同比上涨0.5%，涨幅有所回落，仍然保持增长势头。

图 4 生产资料与生活资料价格同比



数据来源：WIND，交行金研中心

当前PPI下行压力较大，三季度之后有望触底企稳。疫情冲击全球经济放缓，我国制造业出口订单明显减少，特别是制造业PMI新出口订单指数处于很低的萎缩区间。虽然5月份新出口订单指数有所上升，但仍然低至35.3%，

从2月份以来的平均值只有36%，离荣枯线有14个百分点。随着国内稳增长力度加大，基建投资以及各类生产逐渐复苏，内需的改善将缓解外需减弱带来的冲击。在国内积极政策支撑下，叠加全球疫情逐渐得到控制，预计三季度之后PPI可能触底企稳，到时候同比降幅有望明显收窄，工业通缩压力或将逐渐缓解。

低物价为货币政策提供空间，稳增长扩内需力度需要加大。从物价走势来看，已经没有通胀压力。特别是核心CPI处于1.1%的较低水平，PPI持续下探，这为货币政策提供了较好的调控空间。货币政策调控应以促进实体经济发展为目标，物价处于低位不会成为制约因素。下半年货币政策的重心是创新直达实体经济的货币政策工具，定向支持受疫情冲击较大的中小微企业和困难人群。下半年降息降准的可能性仍然存在，但不管是频率还是空间都可能小于上半年。面对需求减弱带来的企业经营压力，全方面扩内需措施需要加大力度，特别要重点聚焦帮扶中小企业渡过难关。

免责声明

本报告由交通银行金融研究中心撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但交通银行对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，交通银行金融研究中心可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。

敬请关注：交银研究在线
微信号： bfrcbfrc
关注交银研究在线，即时获取交通银行金融研究中心最新研究成果