日期：2020 年 06 月 11 日

价格持续回落 通缩有望改善

——2020 年 5 月物价数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

价格持续回落

食品走低带动 CPI 继续回落。从环比看，CPI 继续下降 0.8%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。食品价格下降 3.5%，降幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，是带动 CPI 下降的最主要因素，其中鲜菜、猪肉价格继续回落。从同比来看，CPI 上涨 2.4%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。食品价格上涨 10.6%，涨幅回落 4.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.15 个百分点。非食品价格上涨 0.4%，涨幅持平上月，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅与上月相同。PPI 环比改善，同比受高基数影响跌幅加深。从环比看，PPI 下降 0.4%，降幅收窄 0.9 个百分点，说明工业品价格有所回升，需求也有所改善。国际油价低位回升，石油相关行业产品价格降幅有所收窄。从同比看，受去年对比基数略高影响，PPI 下降 3.7%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。主要行业价格降幅均有所扩大。整体来看，价格指数进一步回落。随着复工稳产秩序井然，供给增加，主要食品价格回落，CPI 加速向下。工业品价格虽同比降幅继续扩大，但环比已有所回升，工业品通缩有望改善。

资本市场波动中向好

中国资本市场中波动中向好趋势不变，核心资产仍是首选。由于经济运行本身面临转型时期的较大压力，疫情后经济复苏步伐比较缓慢。“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020 年经济增长将延续平稳回升态势。国内疫情已得到控制，对冲性宏调政策也已出台，经济在多项政策效应综合影响下，回升方向不变。“新冠”疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会；货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市在经历短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。

价格趋低打开利率体系下行空间

5月消费品价格继续回落，生猪生产的恢复及供应紧张状况的缓解，使得猪肉价格缓慢下行态势仍将持续。另一方面，定价体系变化带来国际原油市场低位震荡趋势，也将延续较长时期；受此影响，国际大宗商品市场价格低迷态势也将延续。因此，国内价格在经济运行压力较大情况下，继续回落趋势不变；工业品价格萎缩态势也将延续。价格趋低为货币当局降低融资利率打开了空间，未来货币当局将进一步调降各类基础货币投放工具的利率，从而引导货币市场利率、进而整个市场利率体系下行。政府工作报告中要求货币政策要更加灵活适度，M2与社融明显高于去年，创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。降准、降息仍可期待，货币宽松仍将持续。

事件：5 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2020 年 5 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.4%。其中，城市上涨 2.3%，农村上涨 3.0%；食品价格上涨 10.6%，非食品价格上涨 0.4%；消费品价格上涨 3.3%，服务价格上涨 1.0%。1—5 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 4.1%。5 月份，全国居民消费价格环比下降 0.8%。其中，城市下降 0.7%，农村下降 0.9%；食品价格下降 3.5%，非食品价格持平；消费品价格下降 1.2%，服务价格持平。2020 年 5 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 3.7%，环比下降 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 5.0%，环比下降 1.2%。1—5 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 1.7%，工业生产者购进价格下降 2.2%。

表 1：5 月 CPI、PPI 数据预期（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	2.4	3.3	2.7
PPI 同比	-3.7	-3.1	0.6

数据分析：数据特征和变动原因

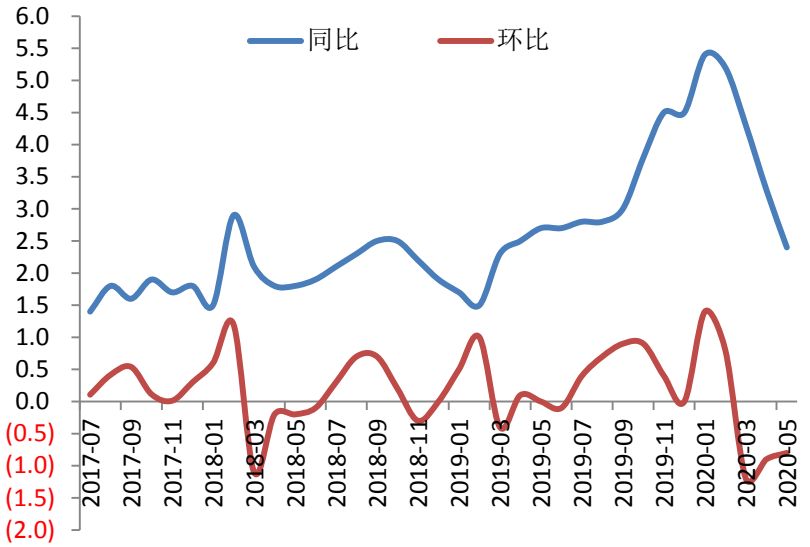
1. CPI 持续下行，通胀进一步缓解

从环比看，CPI 继续下降 0.8%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，食品价格下降 3.5%，降幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，是带动 CPI 下降的最主要因素。食品中，蔬菜供应充足，价格继续下降 12.5%，降幅扩大 4.5 个百分点；生猪产能加快恢复，猪肉供给持续增加，加之猪肉消费进入淡季，价格继续下降 8.1%，降幅扩大 0.5 个百分点；鸡蛋和鲜果供应充足，价格也继续分别下降 4.8%和 0.8%；休渔期来临，水产品供应减少，价格由上月下降 0.1%转为上涨 1.3%。非食品价格由上月下降 0.2%转为持平。非食品中，受换季影响，服装价格上涨 0.2%；受原油价格持续走低影响，液化石油气价格下降 1.9%。

从同比来看，CPI 上涨 2.4%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。其中，食品价格上涨 10.6%，涨幅回落 4.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.15 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 81.7%，涨幅回落 15.2 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格上涨 4.4%—19.4%，涨幅均有所回落；鲜果、鸡蛋和鲜菜价格分别下降 19.3%、14.5%和 8.5%，降幅均有所扩大。非食品价格上涨 0.4%，涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点。教育文化和娱乐、医疗保健价格分别上涨 2.2%和 2.1%，交通和通信、居住、衣着价格分别下降 5.1%、0.5%和 0.4%。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅与上月相同。据测算，在 5 月份 2.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为-0.8 个百分点。

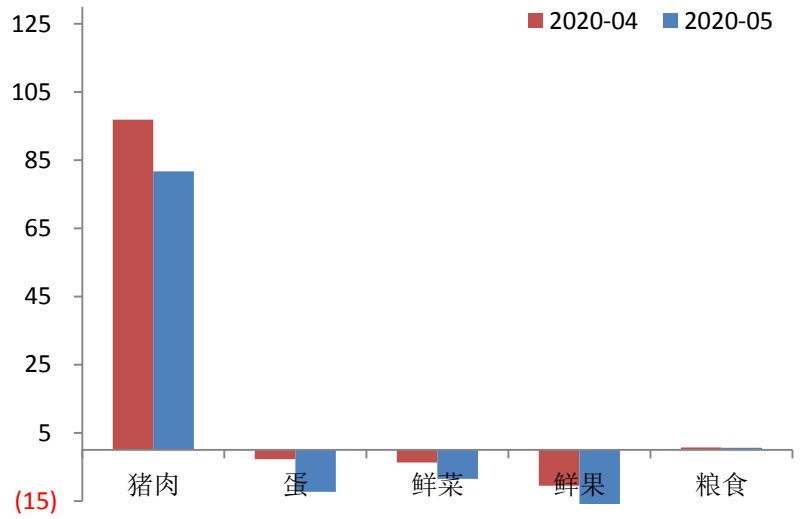
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源： wind，上海证券研究所

5 月份，食品烟酒类价格同比上涨 8.5%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 2.55 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 57.4%，影响 CPI 上涨约 2.55 个百分点，其中猪肉价格上涨 81.7%，影响 CPI 上涨约 1.98 个百分点；水产品价格上涨 3.7%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点；粮食价格上涨 1.5%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜果价格下降 19.3%，影响 CPI 下降约 0.43 个百分点；蛋类价格下降 12.3%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点；鲜菜价格下降 8.5%，影响 CPI 下降约 0.22 个百分点。

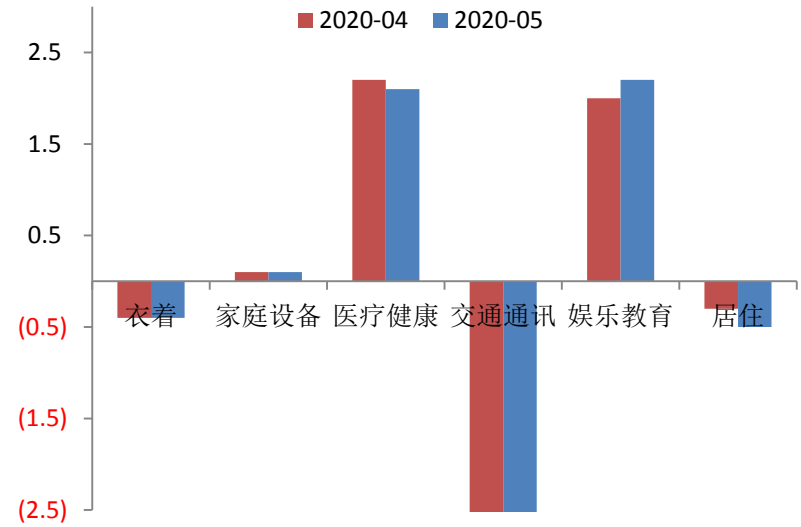
图 2：食物价格分项同比（%）



数据来源： wind，上海证券研究所

5 月，其他七大类价格同比四涨三降。其中，其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别上涨 5.3%和 2.2%，医疗保健、生活用品及服务价格分别上涨 2.1%和 0.1%；交通和通信、居住、衣着价格分别下降 5.1%、0.5%和 0.4%。

图 3：非食物分项同比（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

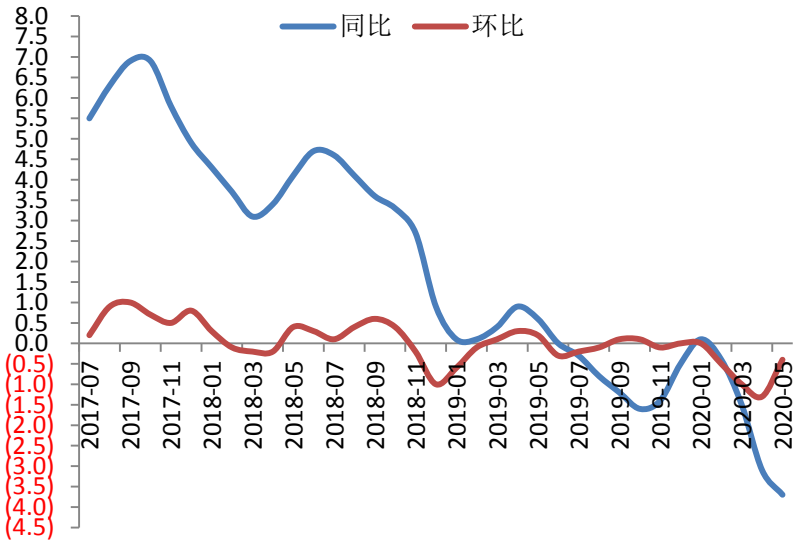
2. 环比改善，高基数下同比跌幅加深

从环比看，PPI 下降 0.4%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点，说明工业品价格有所回升，需求也有所改善。其中，生产资料价格下降 0.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；生活资料价格下降 0.3%，降幅扩大 0.2 个

百分点。从调查的 40 个工业行业大类看，价格下降的有 20 个，减少 10 个；上涨的 10 个，增加 2 个；持平的 10 个，增加 8 个。国际油价低位回升，石油相关行业产品价格降幅有所收窄。其中，石油和天然气开采业价格下降 9.1%，收窄 26.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 4.0%，收窄 5.0 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 1.2%，收窄 1.8 个百分点。上述三个行业合计影响 PPI 下降约 0.24 个百分点，比上月减少 0.52 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格由降转涨，上涨 1.6%。黑色金属冶炼和压延加工业价格由降转平。此外，煤炭开采和洗选业价格下降 2.9%，降幅扩大 0.6 个百分点。

从同比看，受去年对比基数略高影响，PPI 下降 3.7%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 5.1%，降幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格上涨 0.5%，涨幅回落 0.4 个百分点。主要行业价格降幅均有所扩大。其中，石油和天然气开采业价格下降 57.6%，扩大 6.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 24.4%，扩大 4.6 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 9.2%，扩大 0.9 个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降 8.8%，扩大 3.4 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 8.0%，扩大 0.7 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.4%，降幅收窄 1.6 个百分点。据测算，在 5 月份 3.7%的同比降幅中，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。

图 4：PPI 同比、环比（%）

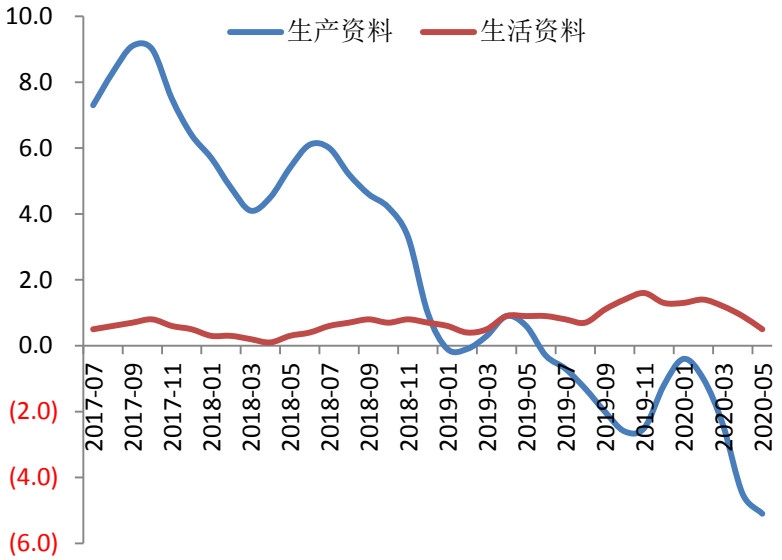


数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者出厂价格中，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，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 3.79 个百分点。其中，采掘工业价格下降 14.8%，原材料工业价格下降 9.9%，加工工业价格下降 2.4%。生活资料价格同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.14 个百分点。其中，食品价格上涨 2.9%，衣着价格下降 0.6%，一般日用品价格下降 0.2%，耐用消费品价格下降 1.7%。

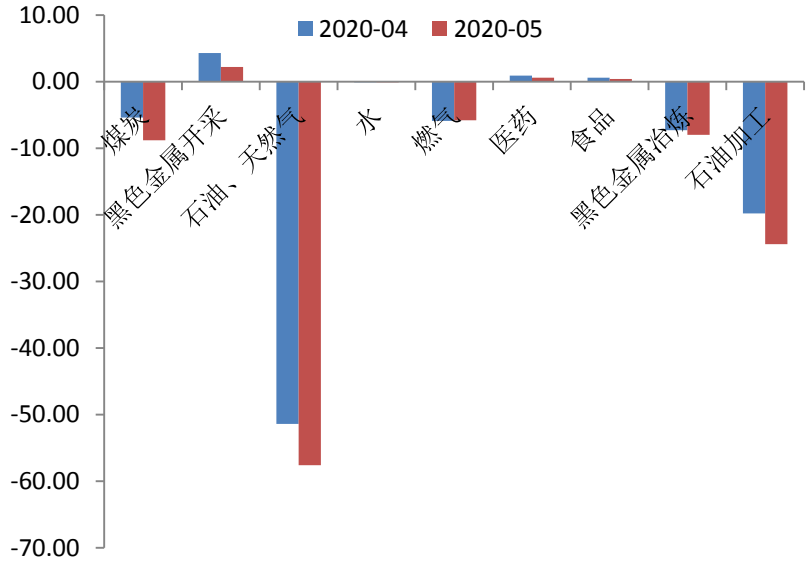
图 1：生产资料和生活资料价格指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者主要行业出厂价格中，煤炭开采和洗选业价格同比下降 8.8%，降幅扩大 3.4 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 2.2%，涨幅下降 2.1 个百分点；石油和天然气开采业下降 57.6%，降幅扩大 6.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 24.4%，降幅扩大 4.6 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 8%，降幅扩大 0.7 个百分点。

图 6：PPI 细项（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

价格持续回落

食品走低带动 CPI 继续回落。从环比看，CPI 继续下降 0.8%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。其中，食品价格下降 3.5%，降幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，是带动 CPI 下降的最主要因素。从同比来看，CPI 上涨 2.4%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。其中，食品价格上涨 10.6%，涨幅回落 4.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.15 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 81.7%，涨幅回落 15.2 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格上涨 4.4%—19.4%，涨幅均有所回落；鲜果、鸡蛋和鲜菜价格分别下降 19.3%、14.5%和 8.5%，降幅均有所扩大。非食品价格上涨 0.4%，涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点。教育文化和娱乐、医疗保健价格分别上涨 2.2%和 2.1%，交通和通信、居住、衣着价格分别下降 5.1%、0.5%和 0.4%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅与上月相同。据测算，在 5 月份 2.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为-0.8 个百分点。

PPI 环比改善，同比受高基数影响跌幅加深。从环比看，PPI 下降 0.4%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点，说明工业品价格有所回升，需求也有所改善。国际油价低位回升，石油相关行业产品价格降幅有所收窄。从同比看，受去年对比基数略高影响，PPI 下降 3.7%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 5.1%，降

幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格上涨 0.5%，涨幅回落 0.4 个百分点。主要行业价格降幅均有所扩大。其中，石油和天然气开采业价格下降 57.6%，扩大 6.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 24.4%，扩大 4.6 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 9.2%，扩大 0.9 个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降 8.8%，扩大 3.4 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 8.0%，扩大 0.7 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.4%，降幅收窄 1.6 个百分点。据测算，在 5 月份 3.7%的同比降幅中，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。

整体来看，价格指数进一步回落。随着复工稳产进一步加快，供给增加，主要食品价格明显回落，CPI 加速向下，通胀缓解。值得关注的是，工业品价格虽同比降幅继续扩大，但环比已有所回升，工业品通缩有望改善。

资本市场波动中向好

中国资本市场中波动中向好趋势不变，核心资产仍是首选。由于经济运行本身面临转型时期的较大压力，疫情后经济复苏步伐比较缓慢。“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020 年经济增长将延续平稳回升态势。国内疫情已得到控制，对冲性宏调政策也已出台，经济在多项政策效应综合影响下，回升方向不变。“新冠”疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会；货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市在经历短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。

趋势预测分析：

价格趋低打开利率体系下行空间

5 月消费品价格继续回落，生猪生产的恢复及供应紧张状况的缓解，使得猪肉价格缓慢下行态势仍将持续。另一方面，定价体系变化带来国际原油市场低位震荡趋势，也将延续较长时期；受此影响，国际大宗商品市场价格低迷态势也将延续。因此，国内价格在经济运行压力较大情况下，继续回落趋势不变；工业品价格萎缩态势也将延续。价格趋低为货币当局降低融资利率打开了空间，未来货币当局将进一步调降各类基础货币投放工具的利率，从而引导货币市场

利率、进而整个市场利率体系下行。政府工作报告中要求货币政策要更加灵活适度，M2 与社融明显高于去年，创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。降准、降息仍可期待，货币宽松仍将持续。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。