PPI 可能触底了
——5 月通胀数据点评

基本结论

- **事件：**5 月份，CPI 同比上涨 2.4%，环比下降 0.8%；PPI 同比下降 3.7%，环比下降 0.4%；
- 5 月 CPI 环比下降 0.8%，降幅收窄 0.1 个百分点，其中食品 CPI 环比下降 3.5%，是带动 CPI 下行的最主要因素。伴随猪肉产能进一步恢复，猪肉价格加速下行，环比降幅走扩 0.5 个百分点至 8.1%；考虑到生猪存栏量领先猪肉价格约 6 个月，预计三季度猪价将继续快速下行。鲜菜价格环比降幅显著扩大 4.5 个百分点至 12.5%，主要源于鲜菜供应季节性增加。
- 非食品价格止跌企稳。从分细项来看，交通通信环比下降 0.2%，降幅继续大幅收窄，主要源于 5 月国际油价反弹叠加居民出行差旅进一步常态化。生活用品、教育文娱和医疗保健均与上月持平。衣着价格自去年末以来首次实现上涨，环比由下降 0.1%转为上涨 0.2%，主要得益于夏装上市以及居民消费逐渐升级。
- 供需稳步向好带动大宗商品价格回升，5 月 PPI 环比下降 0.4%，降幅显著收窄 0.9 个百分点，PPI 可能触底。其中，生产资料环比回升 1.3 个百分点至-0.5%，采掘工业、原材料工业和加工工业环比降幅均明显收窄。受国际油价反弹所带动，石油相关行业环比回升幅度尤为明显。
- **预测：**食品项主要考虑鲜菜和猪肉价格变动的影响，6 月鲜菜价格季节性回落，近 5 年同期历史环比均值为-5.04%，降幅小于 5 月历史均值 4.84 个百分点；考虑到猪肉产能持续修复，同时消费进入淡季，预计猪价继续加速下行，环比下拉 CPI 约 0.48 个百分点。非食品方面，发达国家经济重启叠加原油供应秩序恢复，原油价格加速回升，非食品价格继续修复。整体来看，6 月 CPI 同比或回落至 2%附近。伴随国内供需进一步修复，积极财政推动基建投资加快落实，叠加全球经济逐步复苏带动大宗商品价格回升，6 月 PPI 环比跌幅继续收窄或触底回升。
- **债市策略：**在需求尚未完全修复和猪周期加速下行的背景下，预计 CPI 将继续走低，物价不会对债市形成负面影响。通胀对货币政策操作的限制减弱，名义利率获得更多下行空间，有利于货币政策维持宽松，为债市创造较好的流动性环境。此外，预计三季度 CPI 加速下行，可能给债市带来预期差的交易机会，重申我们认为 6 月上旬和中旬是加仓布局的时机，三季度 10Y 国债收益率有望下行至 2.5%-2.6%。
- **风险提示：**通胀超预期上升，债市波动加大。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

事件：

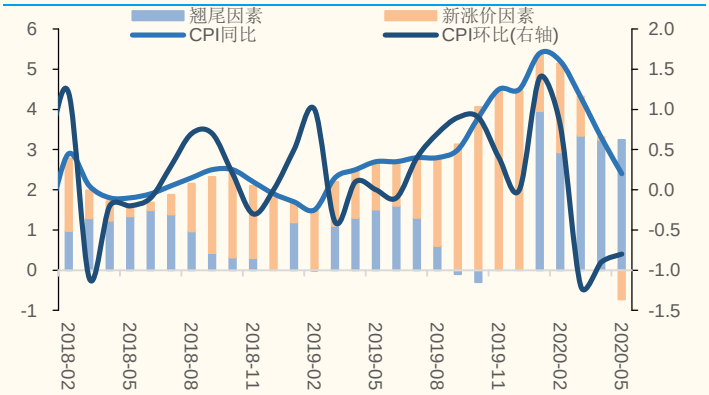
统计局公布：5 月份，CPI 同比上涨 2.4%，环比下降 0.8%；PPI 同比下降 3.7%，环比下降 0.4%。

1. CPI：食品价格继续回落，非食品止跌企稳

5 月 CPI 同比上涨 2.4%，前值 3.3%，涨幅继续回落；环比下降 0.8%，降幅较前值收窄 0.1 个百分点；核心 CPI 同比上涨 1.1%，与上月持平。从环比来看，5 月 CPI 继续下跌，其中食品 CPI 环比下降 3.5%，降幅扩大 0.5 个百分点，是带动 CPI 下行的最主要因素；非食品 CPI 停止下跌，环比与上月持平。

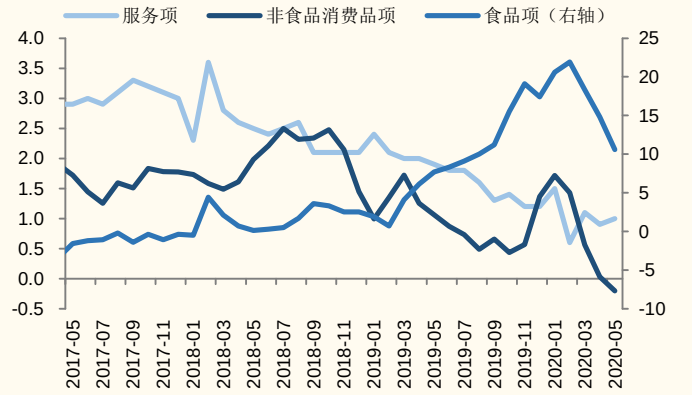
根据三分法框架，食品项同比进一步回落至 10.6%，拉动 CPI 同比上涨约 2.11 个百分点；服务项同比涨幅小幅走扩至 1%，拉动 CPI 同比上涨约 0.37 个百分点；非食品消费品项同比转负，由上月的 0.03%下滑至-0.21%，带动 CPI 整体下行约 0.09 个百分点。

图表 1：5 月新涨价因素已下降为负值（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：服务项 CPI 同比企稳回升（%）

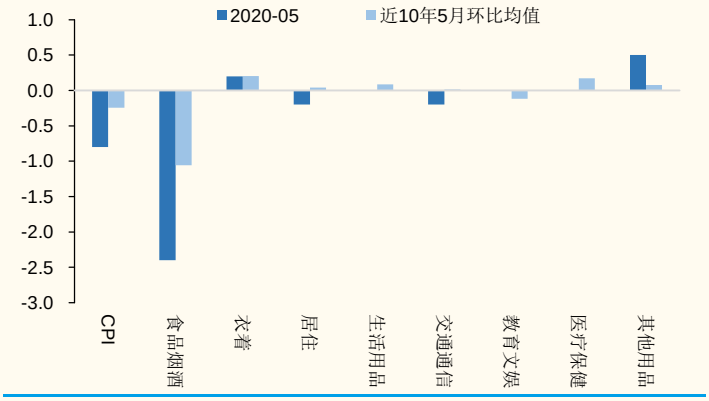


来源：Wind，国金证券研究所

伴随猪肉产能进一步恢复，各类生鲜供应充足，食品价格继续回落。从分细项来看，畜肉价格环比回落 5.7%，降幅继续走扩，其中，猪肉价格加速下行，环比降幅走扩 0.5 个百分点至 8.1%，与高频数据平均批发价表现一致，牛肉和羊肉价格分别环比降低 0.8%和 0.7%，降幅均有所收窄。猪肉产能进一步恢复，考虑到生猪存栏量领先猪肉价格约 6 个月，因此三季度猪价将继续快速下行。鲜菜价格环比降幅显著扩大 4.5 个百分点至 12.5%，与鲜菜供应季节性增加有关。鸡蛋和鲜果供应充足，价格继续分别下降 4.8%和 0.8%。受休渔期影响，水产品价格环比转正，由上月的-0.1%提升至 1.3%。

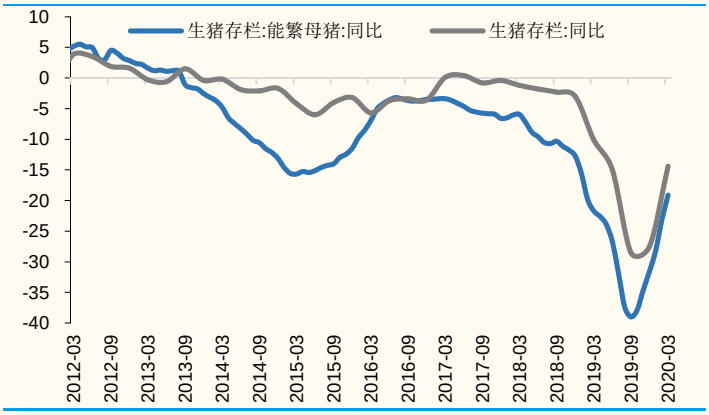
居民消费和出行逐渐回归正轨，叠加国际油价反弹，非食品价格环比止跌企稳。5 月服务 CPI 继续持平，反映出国内服务业稳步复苏。从分细项来看，交通通信环比下降 0.2%，降幅继续显著收窄，主要源于 5 月国际油价反弹叠加居民出行差旅进一步常态化。生活用品、教育文娱和医疗保健均与上月持平。衣着价格自去年末以来首次实现上涨，环比由下降 0.1%转为上涨 0.2%，主要原因在于夏装上市以及居民消费逐渐升级。

图表 3：食品价格继续回落，带动 CPI 整体下行（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：生猪存栏同比自去年 9 月起触底反弹（%）



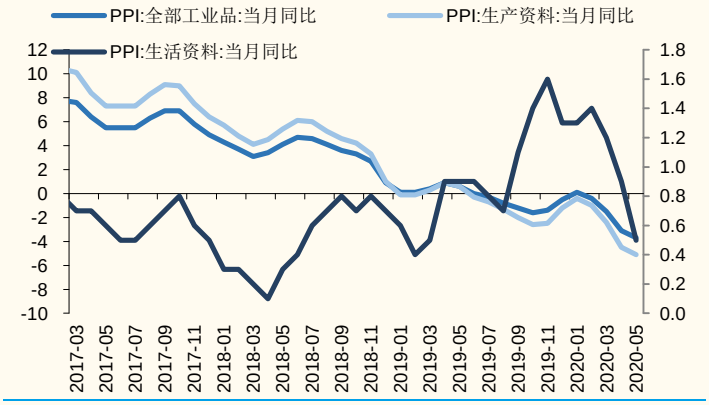
来源：Wind，国金证券研究所

2. PPI：环比降幅明显收窄，可能触底

5 月 PPI 同比下降 3.7%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点；PPI 环比下降 0.4%，回落速度明显放缓。其中，生活资料环比回落 0.3%，降幅有所扩大；生产资料环比下降 0.5%，降幅显著收窄 1.3 个百分点。采掘工业、原材料工业和加工工业环比降幅均明显收窄，其中采掘工业环比大幅回升 5.5 个百分点至下降 1.7%，与近期国际油价反弹有关。

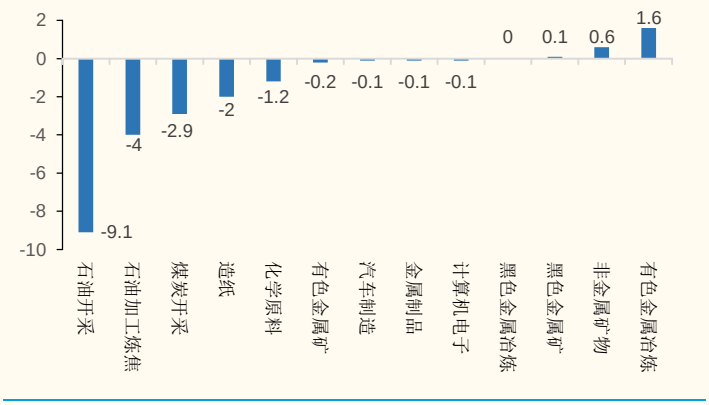
产销稳步向好带动大宗商品价格回升，PPI 可能触底。分行业来看，虽然石油相关行业降幅依然显著高于其他行业，但纵向对比来看，石油开采和石油加工炼焦环比分别回升 26 和 5 个百分点至-9.1%和-4%，受国际油价回升带动，降幅明显收窄；有色金属冶炼和非金属矿物分别环比上涨 0.6%和 1.6%。伴随经济确定性回暖，生产需求不断改善，大宗商品价格呈稳步上涨趋势，多数行业 PPI 环比得到回升。

图表 5：生产资料价格下降速度放缓（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：大多数行业 PPI 环比回升（%）



来源：Wind，国金证券研究所

3. 预测

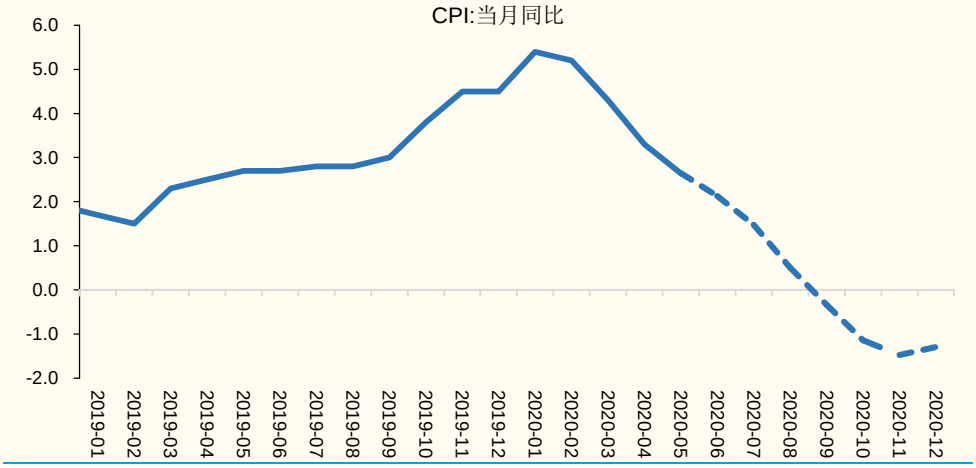
6 月 CPI 翘尾影响为 3.34%，较 5 月小幅回升。食品方面主要考虑鲜菜和猪肉价格变动影响，6 月鲜菜价格季节性回落，近 5 年同期历史环比均值为-5.04%，降幅小于 5 月历史均值 4.84 个百分点；考虑到猪肉产能持续修复，叠加消费进入淡季，预计 6 月猪价继续加速下行，环比下拉 CPI 约 0.48 个百分点。

根据谷歌活动指数显示，截止 5 月末美国和德国人员活动已恢复至正常情况的 6 成至 7 成，疫情增速放缓后欧美国家逐渐复工，再参考 5 月我国出口数据超

预期，说明全球总需求或有所好转。发达国家经济重启叠加原油供应秩序恢复，预计 6 月原油价格加速回升。整体来看，食品价格加速下行，非食品价格继续修复，6 月 CPI 同比或回落至 2%附近。

伴随国内供需进一步修复，积极财政推动基建投资加快落实，叠加全球经济逐步复苏带动大宗商品价格回升，6 月 PPI 环比跌幅继续收窄或实现回升，通缩担忧得到缓解。

图表 7：预测三季度 CPI 同比加速下行，9 月或下降至负值（%）



来源：Wind，国金证券研究所

4. 债市策略

在需求尚未完全修复和猪周期加速下行的背景下，预计 CPI 将继续走低，物价不会对债市形成负面影响。通胀对货币政策操作的限制减弱，名义利率获得更多下行空间，有利于货币政策维持宽松，为债市创造较好的流动性环境。此外，预计三季度 CPI 加速下行，可能给债市带来预期差的交易机会，重申我们认为 6 月上旬和中旬是加仓布局的时机，三季度 10Y 国债收益率有望下行至 2.5%-2.6%。

5. 风险提示

通胀超预期上升，债市波动加大。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH