




# 5 月通胀点评

*需求的恢复不如供给，关注工业企业库存*

**食品价格继续带动 CPI 回落；PPI 生产资料价格表现好于生活资料。**

- 5 月 CPI 环比-0.8%，较 4 月降幅缩小 0.1 个百分点；5 月 CPI 同比增长 2.4%，较 4 月增速下行 0.9 个百分点，其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。
- 从环比看，食品价格下降 3.5%，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，是带动 CPI 下降的最主要因素。
- 5 月消费品中存在部分季节性因素导致的价格波动，如气温升高消费进入淡季，休渔期来临水产品供应减少，夏装新款上市服装价格上涨等，中类当中 5 月同比涨幅较 4 月上行的行业有所增加，特别是服务类上升明显。
- 参考海外新冠疫情对通胀的影响，预计国内通胀将继续明显走低。国内随着经济稳步恢复，5 月服务性消费已经出现回暖迹象，但其他消费依然较疲弱，特别是租房价格继续环比负增长，我们认为居民需求恢复正常需要等待收入增速回升和失业率下降，在需求持续疲弱的情况下，通胀将持续走低。
- 5 月 PPI 环比增长-0.4%，同比增长-3.7%。生产资料价格下行幅度有所减小，但生活资料的价格环比增速依然下行，特别是食品和耐用消费品。
- 关注最终消费疲弱可能引发生产端再次调整的可能性。从 5 月 PMI 和通胀数据看，生产端的恢复持续好于需求端，需求方面虽然服务价格同比已经有所恢复，但受制于收入增速下行的压力，CPI 同比和 PPI 中生活资料价格依然明显下行，如果需求的恢复进度持续慢于生产，可能造成生产端库存增加，进而减缓生产端恢复的进度。
- 风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

**中银国际证券股份有限公司**
**具备证券投资咨询业务资格**

**宏观及策略: 宏观经济**

**张晓娇**
(8621)2032 8517
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

**朱启兵**
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## CPI

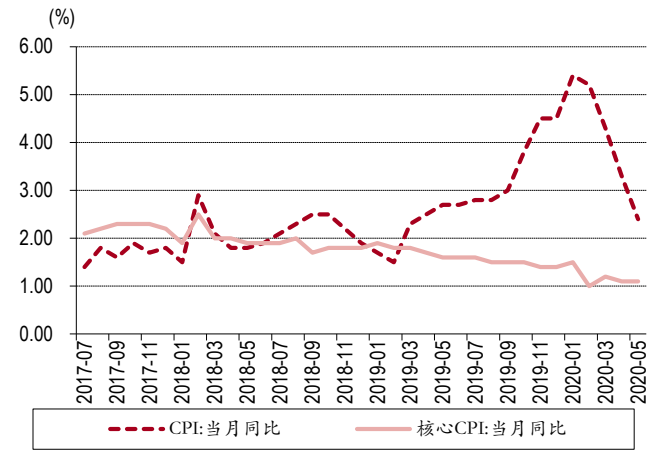
**2020 年新涨价因素第一次落入负增长区间。**5 月 CPI 环比-0.8%，较 4 月降幅缩小 0.1 个百分点，自 2 月以来已经连续三个月环比负增长。从分项看，环比增速上升的仅有衣着和其他服务，环比增长分别为 0.2%和 0.5%，环比增速下降明显的包括食品烟酒（-2.4%）、居住（-0.2%）和交通通信（-0.2%）。5 月 CPI 同比增长 2.4%，较 4 月增速下行 0.9 个百分点，核心 CPI 同比增长 1.1%，较 4 月持平，服务价格同比增长 1%，较 4 月上升 0.1 个百分点，消费品价格同比增长 3.3%，较 4 月同比增速下降 1.4 个百分点。从分项看，依然是食品烟酒同比增长 8.5%最高，交通通信同比增长-5.1%最低。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。1-5 月平均，CPI 比去年同期上涨 4.1%。2020 年新涨价影响第一次回落至负增长区间。

**食品价格继续回落，是带动 CPI 同比增速下行的主要因素。**从环比看，食品价格下降 3.5%，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，是带动 CPI 下降的最主要因素。从同比看，食品价格上涨 10.6%，影响 CPI 上涨约 2.15 个百分点，非食品价格上涨 0.4%，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点。

**服务消费有所回暖，但消费整体依然疲弱。**5 月国内疫情形势总体稳定，复工复产、复市复业有序推进，市场供需状况进一步好转。5 月消费品中存在部分季节性因素导致的价格波动，如气温升高消费进入淡季，休渔期来临水产品供应减少，夏装新款上市服装价格上涨等，中类当中 5 月同比涨幅较 4 月上行的行业有所增加，特别是服务类上升明显，如旅游同比增速上升了 1.3 个百分点，交通工具使用和维修同比增速上升了 0.3 个百分点，通信服务和医疗服务分别上升了 0.2 个百分点，教育服务上升了 0.1 个百分点。

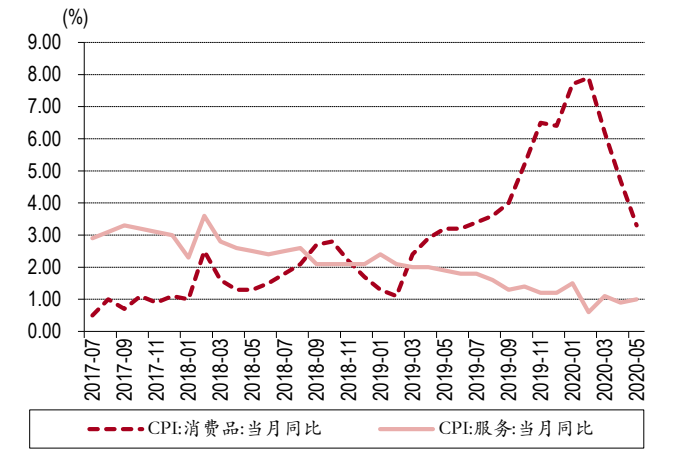
**参考海外新冠疫情对通胀的影响，预计国内通胀将继续明显走低。**以美欧为例，受到新冠疫情的冲击，CPI 同比增速均快速回落至 0.5%下方，主要原因是居民收入增速下降和失业率上升共同抑制了消费需求。从国内的情况来看，随着经济稳步恢复，5 月服务性消费已经出现回暖迹象，但其他消费依然较疲弱，特别是租房价格继续环比负增长，我们认为居民需求恢复正常需要等待收入增速回升和失业率下降，在需求持续疲弱的情况下，通胀将持续走低。

**图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势**



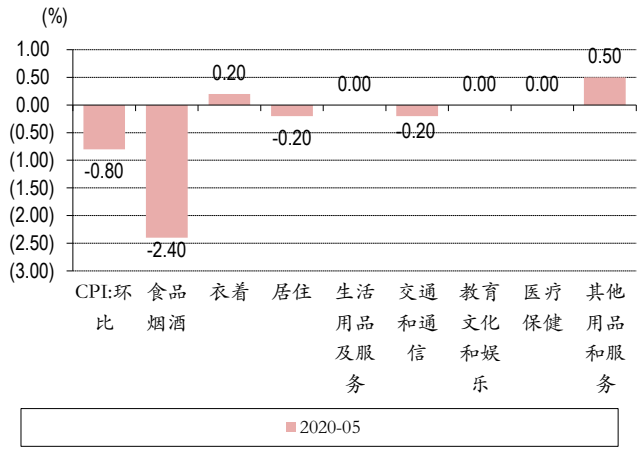

*资料来源：万得，中银证券*

**图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比**



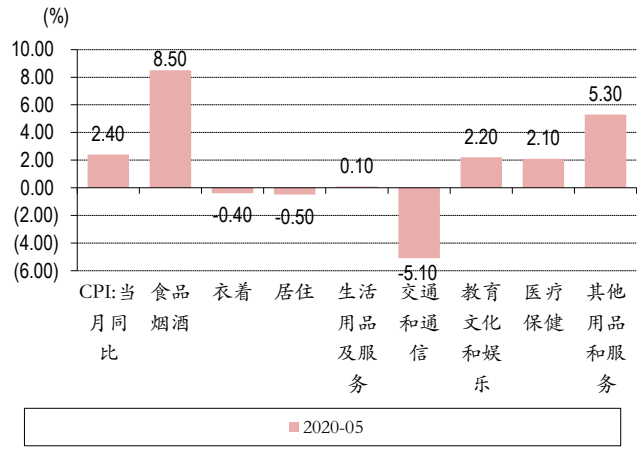

*资料来源：万得，中银证券*

图表 3. CPI 环比走势



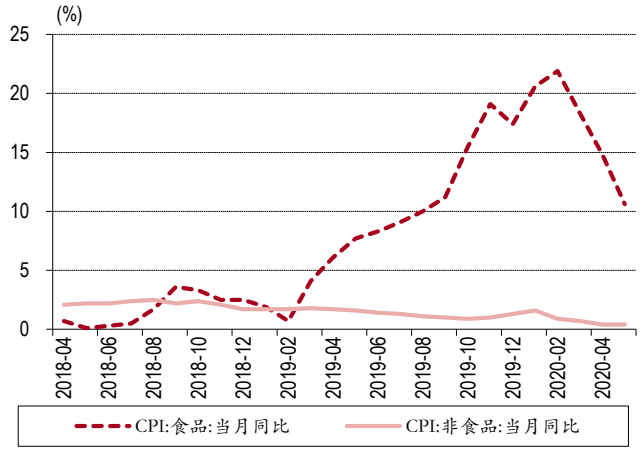

资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



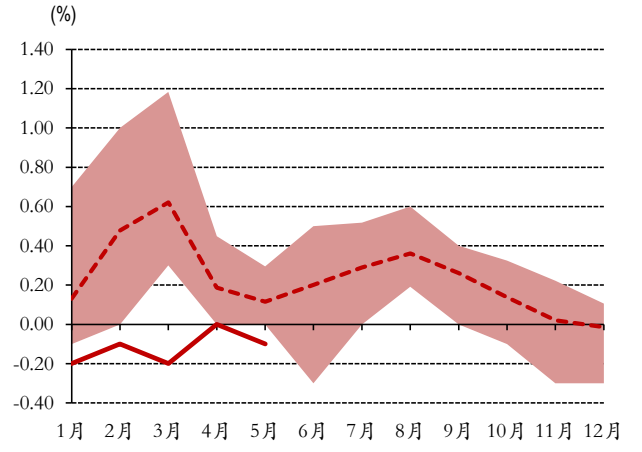

资料来源：万得，中银证券

图表 5. 食品价格快速下行




资料来源：万得，中银证券

图表 6. 房租继续环比负增长




资料来源：万得，中银证券

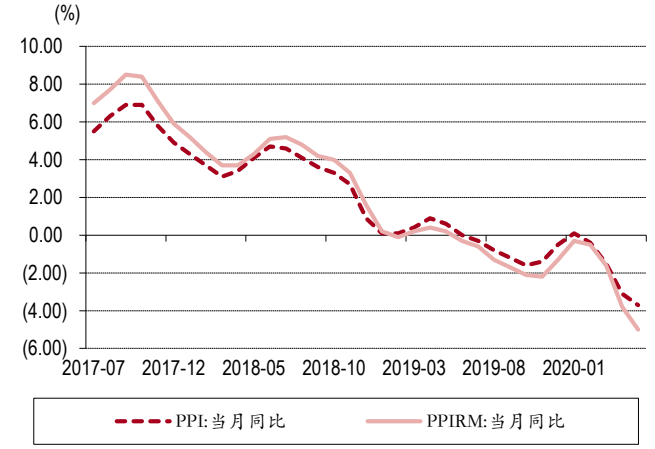
## PPI

**PPI 回落幅度有所减小。**5 月 PPI 环比增长-0.4%，其中生产资料环比增长-0.5%，生活资料环比增长-0.3%。5 月 PPI 同比增长-3.7%，较 4 月下降 0.6 个百分点，其中生产资料同比增长-5.1%，较 4 月下降 0.6 个百分点，生活资料同比增长 0.5%，较 4 月下降 0.4 个百分点。PPIRM 同比增长-5%，较 4 月下降 1.2 个百分点，从构成来看，上涨的产品仅包括农副产品（5.9%）和建筑材料（0.4%），下跌的产品包括燃料动力（-15.5%）、化工原料（-10.3%）、有色金属（-5.5%）、纺织原料（-4.1%）、木材纸浆（-3.3%）、黑色金属材料（-2.7%）等。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。1-5 月平均，PPI 比去年同期下降 1.7%。

**生产性需求环比好转，消费性需求依然较弱。**5 月生产资料价格中，采掘业环比-1.7%，原材料业环比-1.1%，加工业环比-0.2%，各项环比增速均较 4 月有所上升。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。受国际原油价格变动影响，石油相关行业产品价格降幅有所收窄。从 5 月 PPI 细项看，生产资料价格下行幅度有所减小，但生活资料的价格环比增速依然下行，特别是食品和耐用消费品。

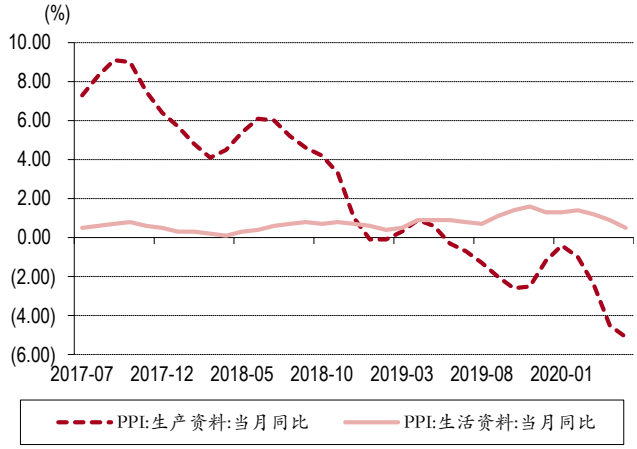
**关注最终消费疲弱可能引发生产端再次调整的可能性。**从 5 月 PMI 和通胀数据看，生产端的恢复持续好于需求端，需求方面虽然服务价格同比已经有所恢复，但受制于收入增速下行的压力，CPI 同比和 PPI 中生活资料价格依然明显下行，如果需求的恢复进度持续慢于生产，可能造成生产端库存增加，进而减缓生产端恢复的进度。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



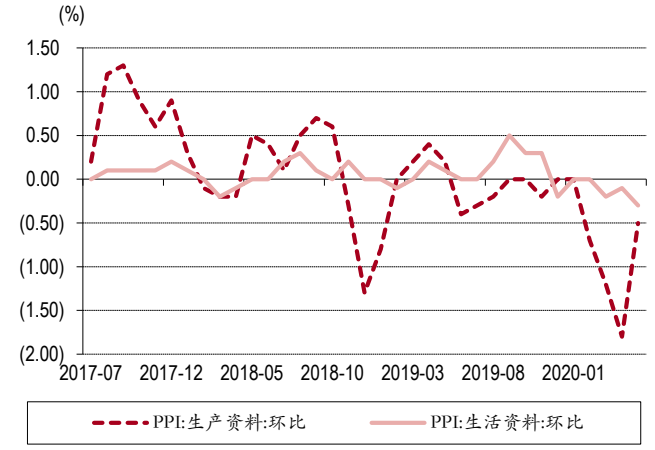

资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



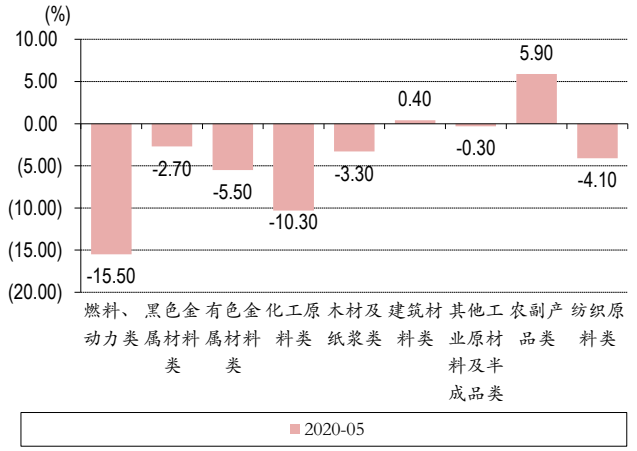

资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



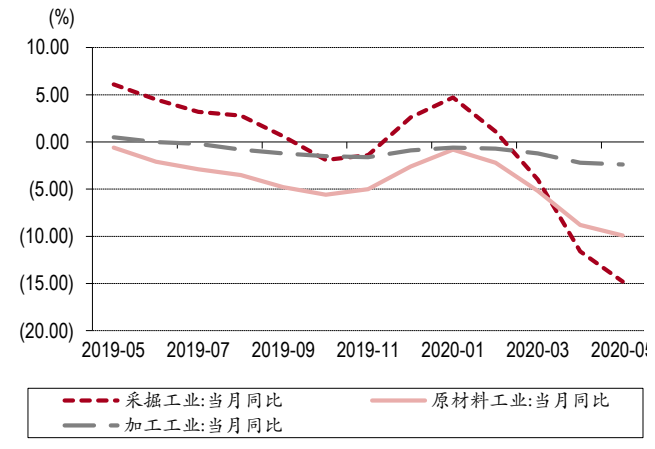

资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



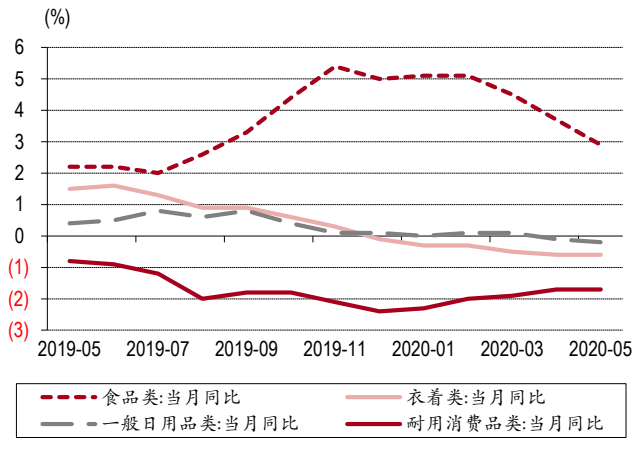

资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比快速下行




资料来源：万得，中银证券

图表 12. 生活资料价格也略显疲弱




资料来源：万得，中银证券

**风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

**公司投资评级：**

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

**行业投资评级：**

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

**中银国际证券股份有限公司**
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

**相关关联机构：**

**中银国际研究有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

**中银国际证券有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

**中银国际控股有限公司北京代表处**
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

**中银国际(英国)有限公司**
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

**中银国际(美国)有限公司**
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

**中银国际(新加坡)有限公司**
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371