PPI 触底之后怎么看？

2020 年 06 月 10 日

事件

- 国家统计局公布 5 月价格数据，CPI 同比 2.4%，前值 3.3%；PPI 同比-3.7%，前值-3.1%。

观点

- **工业通缩与食品价格回落共振，CPI 时隔 8 个月重回“2 时代”。**5 月 CPI 同比 2.4%，与我们的预期一致，相较于 4 月份回落了 0.9 个百分点，这是本轮猪周期冲击以来时隔 8 个月重回“2 时代”。食品方面，猪肉、鲜果、鲜菜是拖累 5 月通胀的关键，猪肉项对 CPI 同比的拉动为 1.98 个百分点，相较 4 月回落了 0.3 个百分点，贡献了 5 月 CPI 同比回落的 42%；鲜果和鲜菜同比分别下降 19.3%和 8.5%，合计拖累 CPI 同比 0.65 个百分点，尤其是鲜果项，由于天气因素导致去年高基数的影响将持续至 9 月份，这一影响在 6 月份最显著。非食品方面，需求不足带来的工业消费品价格下跌是主要影响，非食品消费品跟随 PPI 连续两个月同比转负，其中，国际油价下跌对国内 CPI 的拖累最为显著，5 月交通工具用燃料项同比下降 22%，创下 13 年以来新低。

- **非食品跟随 PPI 触底，食品成为影响下半年通胀走势的核心。**在国内外大规模政策刺激下，内外需“最坏时刻”已经过去，国际油价自 5 月开始触底，PPI 环比 5 月已经触底反弹，因此，我们预计 CPI 非食品将结束前期的快速下行，在二季度触底后略有改善。而下半年猪周期和食品价格将成为拖累通胀继续走弱的关键。一方面，天气因素带来的去年鲜果价格超高基数的拖累将持续至 9 月份；另一方面，猪周期下行阶段带动肉类消费品价格继续下降。综合来看，我们下调全年 CPI 中枢至 2.6%左右，四季度 CPI 同比将降至“1%”以下，甚至有小幅转负风险。

- **PPI 触底，全年中枢在-2.5%至-2%左右。**5 月 PPI 环比下降 0.4%，降幅较 4 月份大幅收窄了 0.9 个百分点；环比虽大幅改善，但在翘尾因素拖累下，5 月 PPI 同比进一步下挫至-3.7%，创下 2016 年 4 月份以来最大降幅。结构拆分来看，生产资料价格环比降幅收窄 1.3 个百分点至-0.5%，而生活资料项环比降幅则较 4 月份扩大 0.2 个百分点至-0.3%。具体来看，5 月 PPI 环比改善的最大支撑来自国际原油价格的企稳回升。石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工，化学原料和化学制品制造业伞行业对 PPI 环比的拖累较 4 月份减少 0.52 个百分点。展望下半年，内外需“最坏时刻”过去，叠加 PPI 翘尾因素在 5 月见底，预计 PPI 同比在 5 月份触底；但国内政策刺激有克制，新兴市场疫情扩散和发达经济体复工还存在较大不确定性，预计年内 PPI 转正概率低，预计全年 PPI 中枢在-2.5%至-2%左右。

- **风险提示：**国内外疫情演化超预期，石油限产超预期，国内外政策刺激超预期

证券分析师　陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

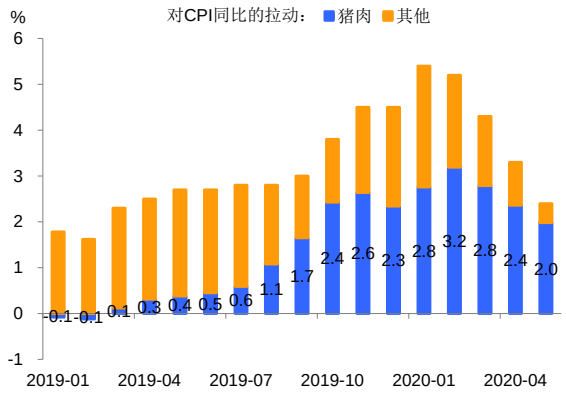
证券分析师　王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20200607：如何看待当前出口的韧性与前景？》2020-06-07
2、《从就业数据看美国经济反弹的上行风险》2020-06-05
3、《中国出口前景展望：兼论 5 月出口能否延续强劲？》2020-06-04
4、《5 月经济修复如何？》2020-05-31

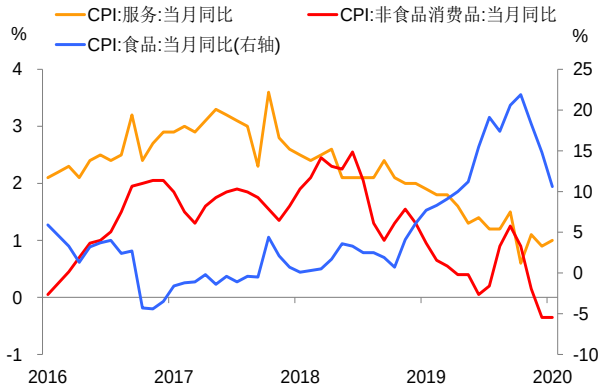
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：猪肉项和其他项对 CPI 同比拉动的拆分



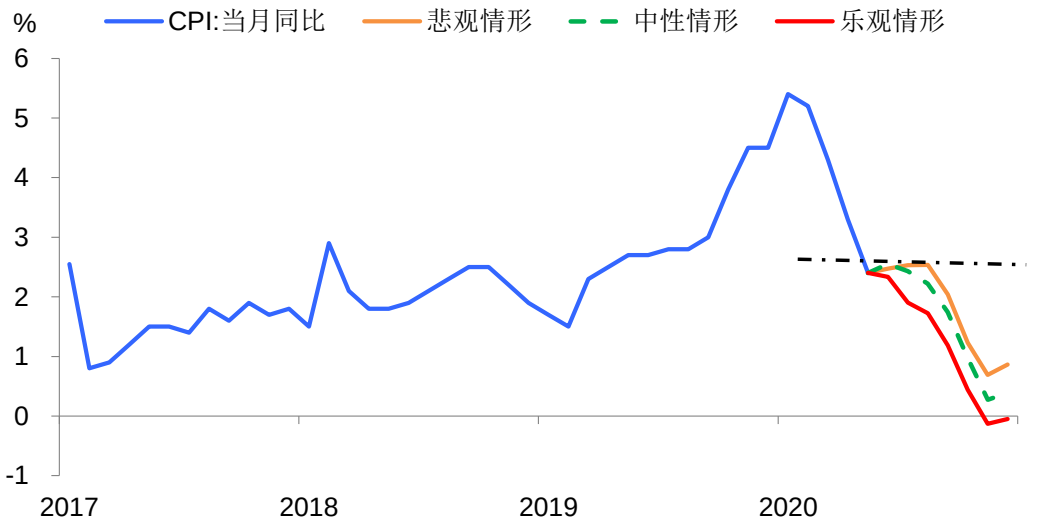
数据来源：Wind，东吴研究所

图 2：工业品通缩和食品共振拖累 CPI



数据来源：Wind，东吴研究所

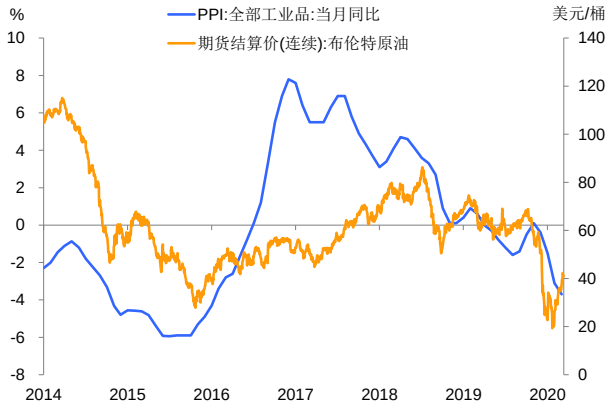
图 3：基于猪周期形态的 2020 年全年 CPI 走势展望



数据来源：Wind，东吴研究所

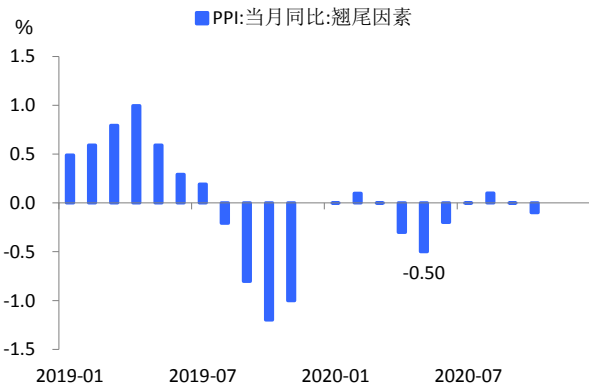
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：PPI 跟随油价触底



数据来源：Wind，东吴研究所

图 5：5 月份 PPI 翘尾因素见底



数据来源：Wind，东吴研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

