财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

CPI 将继续回落 PPI 通缩有望收窄

——2020 年 5 月 CPI 和 PPI 数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **食品价格回落较多，非食品价格低位持平，5 月 CPI 同比回落 0.9 个百分点至 2.4%。**在去年食品价格高基数、猪周期步入下半场和天气转暖后蔬果供给增加等因素的叠加影响下，5 月食品同比回落 4.2 个百分点至 10.6%。其中，生猪供给恢复叠加猪肉消费进入淡季，猪肉同比较上月回落 15.2%至 81.7%；时令蔬果大量上市，鲜菜、鲜果同比降幅均继续扩大，三者对 CPI 同比的拉动合计降低 0.72 个百分点，是 CPI 回落的主因。非食品中，受前期国际油价持续走低影响，交通和通信降幅继续扩大，是非食品的主要拖累；5 月旅游、其他用品和服务价格有所上涨，反映出部分服务业需求开始恢复。
- **预计 6 月 CPI 增长 2.3%左右，较上月下降 0.1%。一是**预计 6 月食品价格环比降幅将有所收窄；**二是** 5 月以来国际油价有所回暖，其对国内物价的滞后拖累将消退，且随着国内抗疫封锁措施的放松，服务业需求或将进一步恢复，预计 6 月非食品价格或有所上涨；**三是** 6 月份 CPI 翘尾因素提高 0.1%至 3.3%。
- **国际油价对 PPI 的传导存在时滞，叠加国内需求恢复不及生产，PPI 降幅继续扩大。**5 月 PPI 降幅扩大 0.6 个百分点至 3.7%，生产资料和生活资料价格同时下降，反映出国内需求依然疲弱，恢复力度不及生产。另外国际油价的波动对国内 PPI 的传导通常存在 1-2 个月的时滞，因此 5 月国际油价的回升尚未完全反映在 PPI 上。

  从行业看，受前期国际油价持续下跌影响，石油产业链出厂价降幅继续扩大，但扩大速度有所放缓，依然是本月 PPI 下降的主要贡献力量；受益于国内基建项目的启动，基建产业上游原材料价格有所上涨，如 5 月有色金属冶炼及压延加工业出厂价格收窄 1.6 个百分点。
- **预计 6 月 PPI 约增长-3.5%，全年增长-2.0%左右。**一是从需求层面看，全球疫情冲击下外需回落对工业品价格的冲击将持续存在，国内 PPI 的走势需看国内需求恢复情况，预计逆周期调节政策下，国内需求恢复步伐将加快，有利于 PPI 的稳定。二是从供给层面看，随着国内逐步复工复产，工业供给能力提高，供给大于需求，不利于价格的提高。三是疫情蔓延和各国经济重启仍有很大的不确定性，且前期需求的损失短期难以回补，国际大宗商品价格短期仍将维持低位，将对国内 PPI 形成制约。预计 6 月份 PPI 增长-3.5%左右，2020 年全年 PPI 增长-2.0%左右。
- **PPI 和 CPI 剪刀差持续为负，反映经济下行压力较大。**历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系。5 月份剪刀差较上月收窄 0.3 个百分点，连续 18 个月为负，反映我国工业企业利润下降态势仍将延续。展望未来，随着国内需求逐渐恢复和海外疫情趋于稳定，PPI 和 CPI 剪刀差或将有所收窄，但短期难以转正，经济下行压力仍较大。

伍超明
财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
电话：18811575811
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、食品是 CPI 涨幅回落的主因 3
（一）高基数和供给恢复共致食品价格回落 3
（二）油价下跌滞后效应和国内服务业需求回升，非食品价格平稳 4
二、预计 6 月 CPI 增长 2.3%左右，全年前高后低，增长 2.5%左右 4
三、预计 6 月 PPI 增长-3.5%左右，全年约增长-2.0% 5
（一）前期油价下跌影响仍在，叠加需求恢复不及生产，PPI 降幅有所扩大 5
（二）预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，6 月份增长-3.5%左右 6
四、PPI 和 CPI 剪刀差持续为负，预示经济下行压力较大 6

正文：

事件：2020 年 5 月份全国居民消费价格指数（CPI）环比下降 0.8%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点，同比上涨 2.4%，涨幅较上月回落 0.9 个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降 0.4%，降幅较上月收窄 0.9 个百分点，同比下降 3.7%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点。

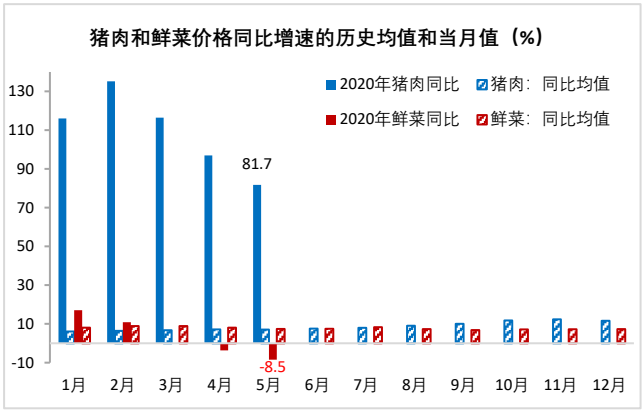
一、食品是 CPI 涨幅回落的主因

（一）高基数和供给恢复共致食品价格回落

从同比看，5 月食品价格上涨 10.6%，较上月降低 4.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.15 个百分点。具体看，生猪供给逐渐恢复，叠加气温升高下需求减少，猪肉价格同比较上月回落 15.2 个百分点至 81.7%，影响 CPI 上涨约 1.98 个百分点；时令蔬果大量上市，鲜菜和鲜果价格分别下跌 8.5%和 19.3%，降幅均有所扩大，分别影响 CPI 下降约 0.22 和 0.43 个百分点（见图 1）。

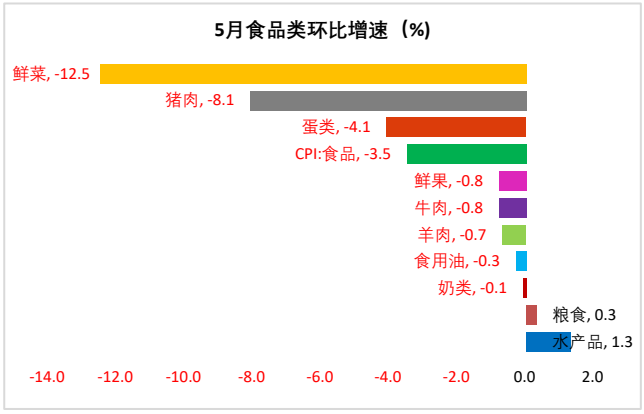
从环比看，食品价格下跌 3.5%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点。除粮食和水产品外，重要食品分项环比价格均出现不同程度的回落。其中，鲜菜和猪肉价格环比降幅最高，是食品环比降幅扩大的主要原因（见图 2）。

图 1：5 月鲜菜和猪肉价格同比增速



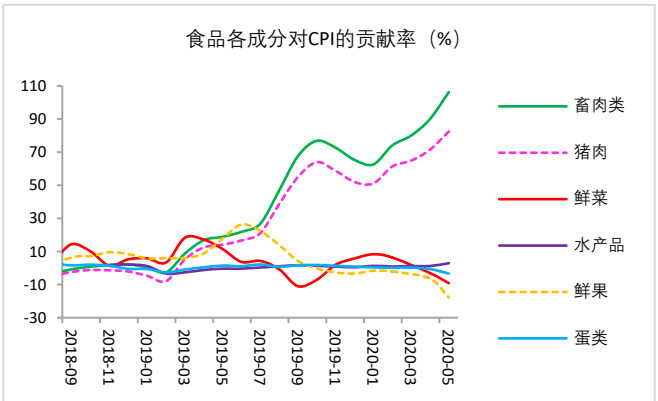
资料来源：WIND，财信研究院

图 2：5 月食品类价格环比增速



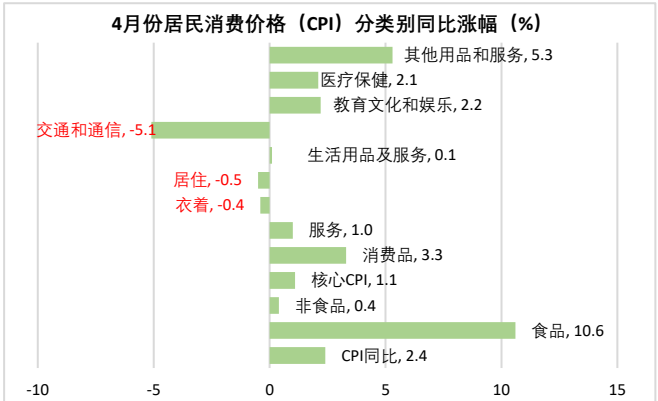
资料来源：WIND，财信研究院

图 3：食品各成分对 CPI 贡献率



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：5 月份居民消费价格（CPI）分类别同比涨幅（%）



资料来源：WIND，财信研究院

从食品各成分对 CPI 同比的贡献率看，鲜菜、鲜果、猪肉三项波动更剧烈，是影响 CPI 变动的主要因素。5 月猪肉贡献率持续提升、鲜菜鲜果贡献率下降，表明鲜菜、鲜果等其他成分价格的波动幅度更大。

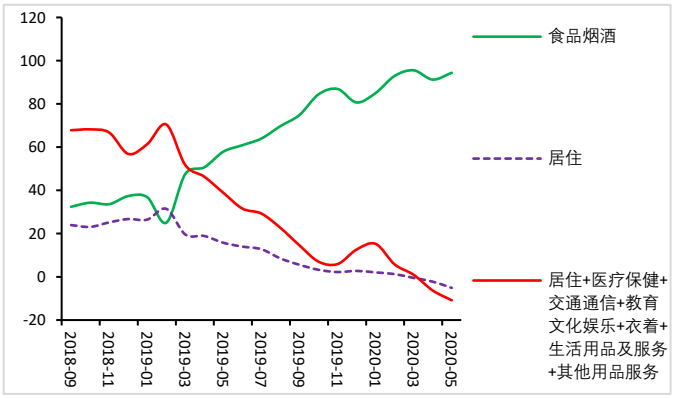
总体看，在去年食品价格高基数、猪周期步入下半场和蔬菜水果供给增加等因素的叠加影响下，5 月食品同比价格涨幅回落较多，是 CPI 同比涨幅回落的主要贡献力量。据测算，5 月 CPI 同比 0.9 个百分点的降幅中，有 0.83 个百分点是食品价格回落带来的。

（二）油价下跌滞后效应和国内服务业需求回升，非食品价格平稳

5 月非食品价格同比上涨 0.4%，与上月持平，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点，今年以来的回落态势暂时趋缓。其中，医疗保健类、交通和通信、教育文化和娱乐类、居住类价格分别上涨 2.1%、-5.1%、2.2%、-0.5%（见图 4），分别较上月变动-0.1%、-0.2%、0.2%和-0.2%。受前期国际油价持续走低影响，交通和通信项降幅有所扩大。从其他非食品项看，衣服、居住等必需消费品的价格有所回落，旅游、其他用品和服务价格有所上涨，表明随着国内抗疫限制措施逐渐放松，经济恢复重心逐渐转移到服务业上，服务类价格上涨动能有所增强。

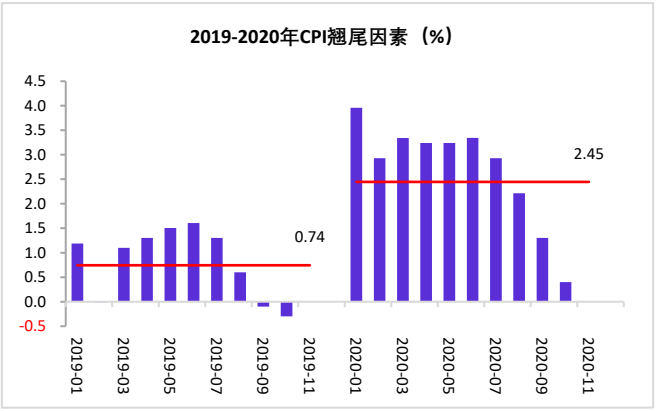
在各类食品价格轮番上涨的影响下，2019 年服务类项目贡献率下降较快。今年以来，疫情冲击和国际油价大幅下降影响下，非食品对 CPI 的贡献率持续下降（见图 5）。

图 5：服务类项目贡献率有所下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：2020 年全年翘尾因素提高



资料来源：WIND，财信研究院

二、预计 6 月 CPI 增长 2.3%左右，全年前高后低，增长 2.5%左右

预计 6 月消费者物价指数（CPI）增长 2.4%左右，与 5 月持平。理由如下：

一是预计 6 月食品环比降幅将有所收窄。历史经验表明，6 月份食品价格环比降幅将有所扩大，如历史均值将由 5 月的-0.8%变为 6 月的-1.1%。但根据农业部高频数据，截止到 6 月 9 日，28 种重点监测蔬菜、7 种重点监测水果、猪肉价格环比分别变化-0.28%、1.1%、-1.3%。与 5 月相比，蔬菜和猪肉回落的幅度有所收窄，水果的涨幅也有所下降。总体看，我们预计 6 月食品的环比降幅将有所收窄。

二是油价下跌滞后效应消退，叠加服务业需求有所回暖，非食品价格或有所回升。

由于国际油价长时间低于国内成品油调控下限 40 美元/桶，3 月底以来国内成品油价格连续 5 次未进行调整，但国际油价下跌还是部分传导到非食品价格上。受益于欧美经济正在重启和 OPEC+延长减产协议，4 月底以来国际油价有所回暖，但今年全球需求回落已成定局，油价短期大幅上涨动能不足。因此我们预计 6 月份国内成品油价格上调的概率不高，但油价下跌的滞后效应将减弱。同时两会后“六保”“六稳”政策密集出台落地，国内服务业需求恢复将有所提速，将对非食品价格形成一定的支撑。

三是 6 月份 CPI 的翘尾因素为 3.3%，较 5 月提高 0.1 个百分点（见图 6）。

综合上述各方面的影响，预计 6 月 CPI 增长 2.3%左右，较上月下降 0.1 个百分点。同时预计 2020 年全年 CPI 约增长 2.5%，呈前高后低走势。

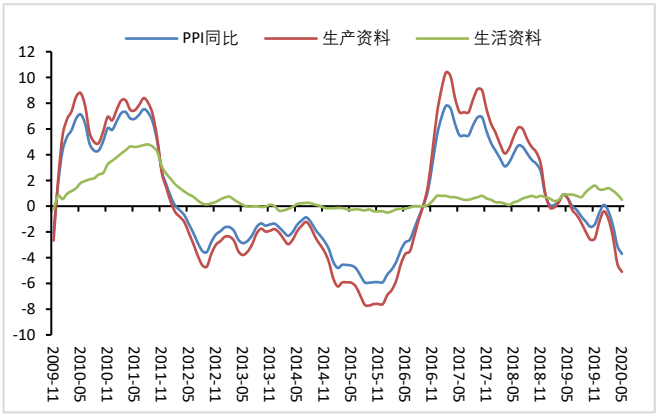
三、预计 6 月 PPI 增长-3.5%左右，全年约增长-2.0%

（一）前期油价下跌影响仍在，叠加需求恢复不及生产，PPI 降幅有所扩大

5 月份，工业生产者出厂价格同比下降 3.7%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料同比下降 5.1%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点，其波动与 PPI 基本一致，是导致 PPI 变化的主要原因；生活资料上涨 0.5%，较上月回落 0.4%（见图 7）。生产资料和生活资料价格同时下降，反映出国内需求依然疲弱，恢复力度不及生产。另外国际油价的波动对国内 PPI 的传导通常存在 1-2 个月的时滞，因此 5 月国际油价的回升尚未完全反映在 PPI 上。

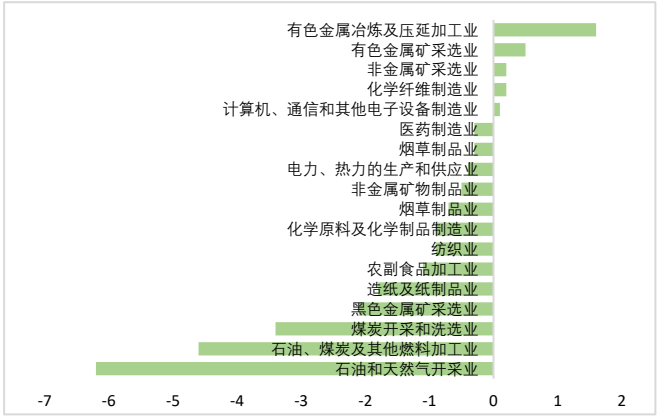
从行业看，受前期国际油价持续下跌影响，石油产业链出厂价降幅继续扩大，但扩大速度有所放缓，依然是 PPI 下降的主要贡献力量；受益于国内基建项目的启动，基建产业上游原材料价格有所上涨，如 5 月有色金属冶炼及压延加工业出厂价格收窄 1.6 个百分点（见图 8）。

图 7：生产资料和生活资料价格同时回落



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：5 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）

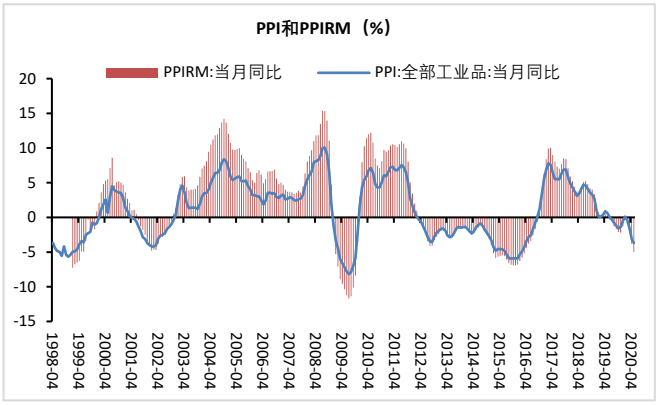


资料来源：WIND，财信研究院

从原材料购进价格（PPIRM）对 PPI 的影响看，前者涨跌变化直接左右后者的同向变动（见图 9）。由于我国编制的 PPIRM 所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，调查涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品价格，

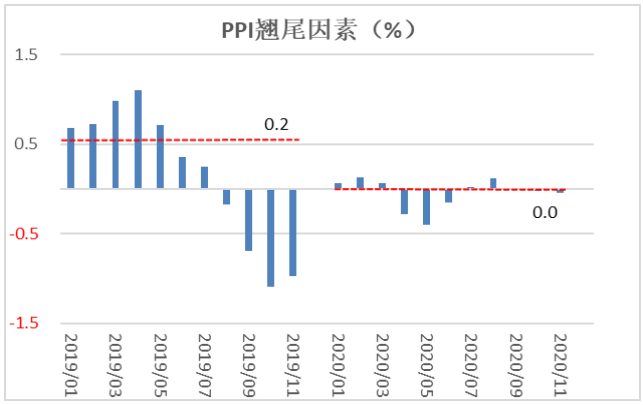
因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格（CRB）的影响，也受国内需求等基本面因素的约束。但由于中国是全球大宗商品的最大需求方，所以 PPIRM 最重要的决定因素还是中国需求。PPI 和 PPIRM 的下降态势，实质上反映的是中国内需尤其是工业投资需求的不足。

图 9：PPI 与原材料购进价格指数（PPIRM）



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：2020 年 PPI 翘尾因素小幅下降



资料来源：WIND，财信研究院

（二）预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，6 月份增长-3.5%左右

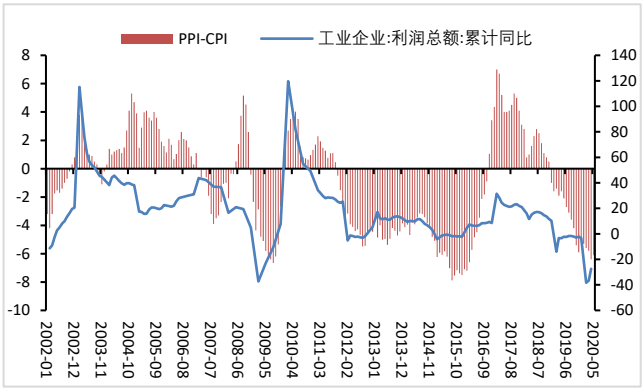
展望 2020 年，我们预计 PPI 增速将负增长，增长-2.0%左右。**一是**从技术层面看，翘尾因素降低 0.2 个百分点，从 2019 年的 0.2%降至 2020 年的 0.0%（见图 10）。**二是**从需求层面看，全球疫情大流行下，2020 年国内外需求均出现大幅下降，国外需求回落对经济的冲击已难以避免，未来 PPI 的走势要看国内刺激政策能否稳定国内需求，国内需求反弹下 PPI 才会具备上涨基础。**三是**从供给层面看，当前日均耗煤量数据已恢复至去年水平，显示工业生产已基本恢复。四**是**疫情蔓延和各国经济重启仍有很大的不确定性，且前期需求的损失短期难以回补，国际原油和大宗商品价格下短期仍将继续低位震荡，将持续对国内 PPI 价格形成制约。

综合来看，预计 6 月份 PPI 同比下降 3.5%左右，2020 年全年约增长-2.0%。

四、PPI 和 CPI 剪刀差持续为负，预示经济下行压力较大

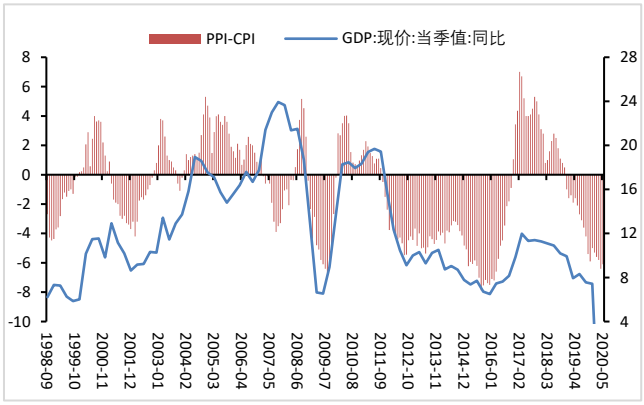
CPI 和 PPI 是我国价格指标体系的核心组成部分，其中 CPI 是居民购买生活消费品和服务的价格，而 PPI 是工业产品出厂价格指数。因此，PPI 和 CPI 剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系（见图 11-12）。5 月份 PPI 和 CPI 的剪刀差为-6.1%，较上月收窄 0.3 个百分点，连续 18 个月为负，预示着我国工业企业利润下降态势或将延续，企业盈利下降压力依然较大。

图 11：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示企业盈利能力下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示名义 GDP 增速下降



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。