2020 年 6 月 10 日

宏观经济

新时代证券 New Times Securities

PPI 增速或将向正值回归

——2020 年 5 月通胀数据点评

行业点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：未来 PPI 同比增速走势的三个关键——2020 年 2 月通胀数据点评

2020-3-10

● 食品供需格局改善叠加高基数，CPI 涨幅继续回落

食品供需格局进一步改善叠加高基数，CPI 同比涨幅回落。5 月 CPI 同比上涨 2.4%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点，主要原因在于：（1）食品供需格局进一步改善。供给端，各地自产鲜菜大量上市，生猪产能恢复，鸡蛋和鲜果供应充足；需求端，气温升高，消费进入淡季。5 月食品价格环比降幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.78 个百分点，是带动 CPI 增速下降的最主要因素。（2）高基数效应。2019 年 5 月 CPI 环比涨幅处于近年同期偏高水平，高基数压低 2020 年 5 月 CPI 同比涨幅。

下半年物价展望：CPI 增速中枢下行。2020 年上半年 CPI 翘尾因素均值为 3.3%，处于 2012 年以来较高水平，而下半年 CPI 翘尾因素将逐月下行。考虑新涨价因素，未来新涨价因素可能会止跌回升，从而对冲翘尾因素回落：（1）最近几个月新涨价因素大幅回落的核心原因是复工复产后供需错位，随着未来消费需求逐渐恢复正常，供需会再平衡。（2）市场预期下半年 CPI 增速大幅回落甚至出现负值的一个原因是生猪产能持续恢复会导致猪肉价格下跌，但仔猪价格在春节之后便与猪肉价格出现显著背离，因此下半年猪肉价格很可能不会顺畅的下跌，6 月以来，猪肉价格止跌回升。综合考虑，我们预计下半年CPI增速中枢趋于下行,但下行速度可能会比市场预期的慢。

通胀压力阶段性缓解，货币宽松延续。考虑到未来通胀压力可能继续缓解，加上经济增速还没有恢复正常水平以及稳就业压力仍然比较大，未来货币政策可能仍会相对宽松。不过在宽松的方式上，1-4 月救急模式下极度宽货币的情况可能不会出现，接下来重心可能是宽信用，政府工作报告提到创新直达实体经济的货币政策工具，这有利于减少资金在金融体系里空转的行为，提高资金使用效率，支持实体经济。

● PPI 环比降幅收窄，同比降幅继续扩大

PPI 环比降幅收窄，同比降幅继续扩大。5 月 PPI 环比降幅较上月收窄 0.9 个百分点，而 PPI 同比增速回落的原因在于：（1）受高基数影响，PPI 同比下降 3.7%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。（2）最近几个月国际原油价格出现大幅波动，国内油价到达地板价，国际油价向国内油价传导出现钝化，从而导致石油行业 PPI 增速修复程度远小于原油价格修复程度。

未来 PPI 增速展望：短期来看，随着国内经济修复、欧美经济重启、原油供需格局再平衡，负的产出缺口将收窄，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方。长期需求可能回不到疫情前，但供给一样在下降，而且这次政策刺激力度无论和全球主要国家比还是与 2009 年相比都相对温和，不像次贷危机大规模刺激导致了产能严重过剩，长期来看 PPI 增速可能在 0 附近。

● 风险提示：海外疫情二次扩散；政策落实不及预期

目 录

1、 食品供需格局改善叠加高基数，CPI 涨幅继续回落.....3
2、 PPI 环比降幅收窄，同比降幅继续扩大.....5

图表目录

图 1: 国内复工复产加速，农产品价格回落.....3
图 2: 食品价格是 CPI 增速主要拖累.....4
图 3: 2020 年 5 月猪肉价格环比涨幅弱于近年同期.....4
图 4: 2020 年下半年 CPI 翘尾因素逐月回落.....4
图 5: 春节后仔猪价格上涨，猪肉价格下跌.....5
图 6: PPI 同比回落.....6
图 7: 4-5 月各行业 PPI 同比增速变化.....6
图 8: CRB 现货指数同比降幅收窄.....7

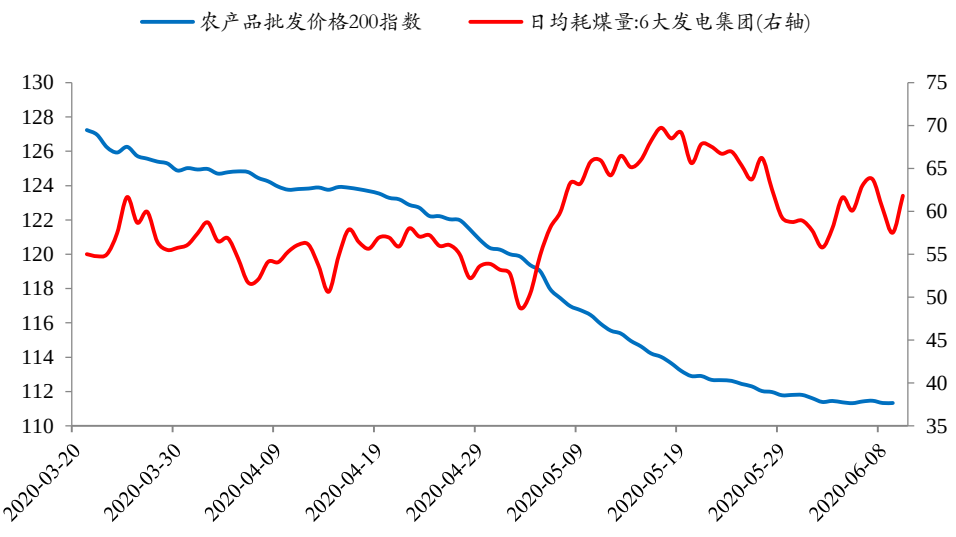
1、 食品供需格局改善叠加高基数，CPI 涨幅继续回落

食品供需格局进一步改善叠加高基数，CPI 同比涨幅回落。5 月 CPI 同比上涨 2.4%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点，主要原因在于：（1）食品供需格局进一步改善。供给端，各地自产鲜菜大量上市，生猪产能恢复，鸡蛋和鲜果供应充足；需求端，气温升高，消费进入淡季。5 月食品价格环比下降 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 增速下降的最主要因素。（2）高基数效应。2019 年 5 月 CPI 环比涨幅处于近年同期偏高水平，高基数压低 2020 年 5 月 CPI 同比涨幅。高基数的来源主要是猪肉与鲜果，2019 年 5 月猪肉与鲜果价格环比增速分别为-0.3%、10.1%，均处于近年同期高位，两者合计对 CPI 拉动率较 4 月下降 0.6 个百分点。

下半年物价展望：CPI 增速中枢下行。2020 年上半年 CPI 翘尾因素均值为 3.3%，处于 2012 年以来较高水平，而下半年 CPI 翘尾因素将逐月下行。考虑新涨价因素，未来新涨价因素可能会止跌回升，从而对冲翘尾因素回落，主要原因在于：（1）最近几个月新涨价因素大幅回落的核心原因是复工复产后供需错位，随着未来消费需求逐渐恢复正常，供需会再平衡。（2）市场预期下半年 CPI 增速大幅回落甚至出现负值的一个原因是生猪产能持续恢复会导致猪肉价格下跌，但如果看仔猪的价格，在春节之后便与猪肉价格出现显著背离，因此下半年猪肉价格很可能不会顺畅的下跌，6 月以来，猪肉价格止跌回升。综合考虑，我们预计下半年 CPI 增速中枢趋于下行，但下行速度可能会比市场预期的慢。

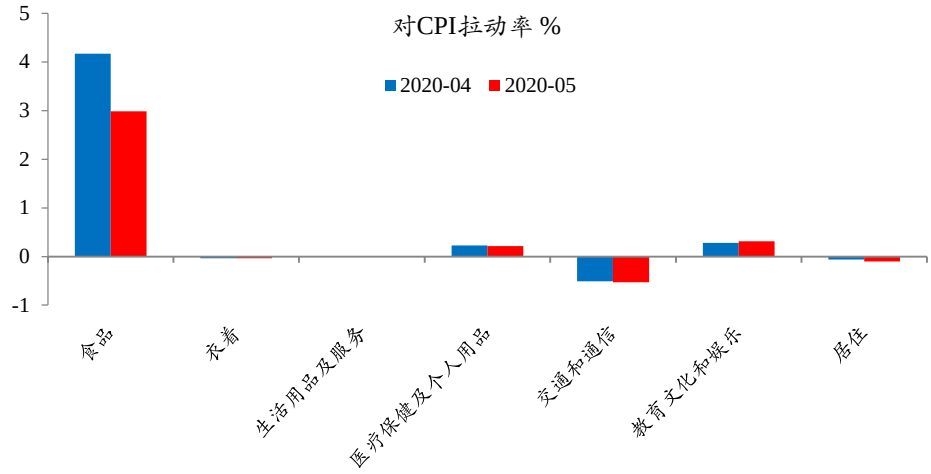
通胀压力阶段性缓解，货币宽松延续。考虑到未来通胀压力可能继续缓解，加上经济增速还没有恢复正常水平以及稳就业压力仍然比较大，未来货币政策可能仍会相对宽松。不过在宽松的方式上，1-4 月救急模式下极度宽货币的情况可能不会出现，接下来重心可能是宽信用，政府工作报告提到创新直达实体经济的货币政策工具，这有利于减少资金在金融体系里空转的行为，提高资金使用效率，支持实体经济。

图1： 国内复工复产加速，农产品价格回落



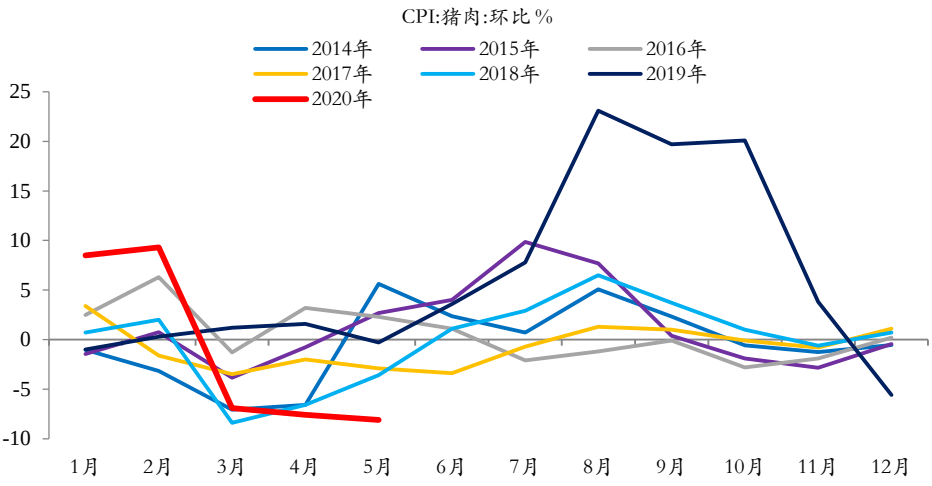
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 食品价格是 CPI 增速主要拖累



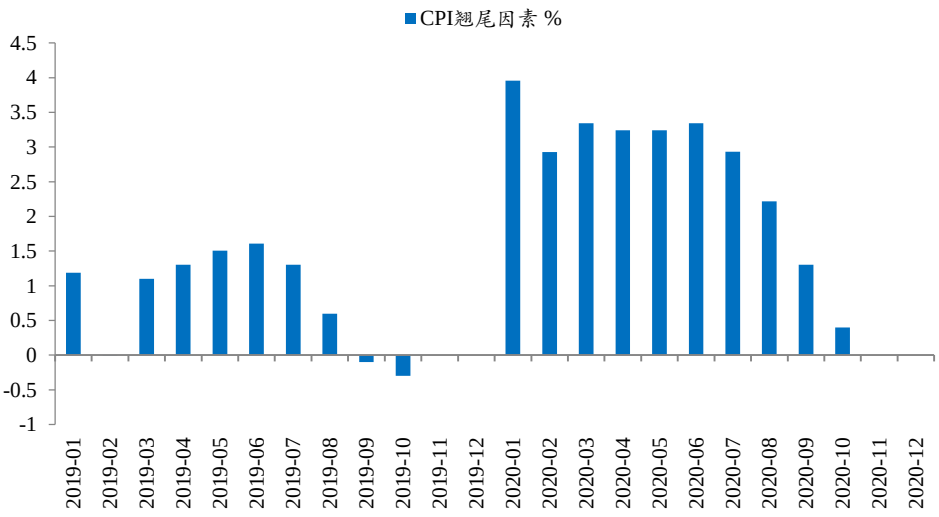
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 2020 年 5 月猪肉价格环比涨幅弱于近年同期



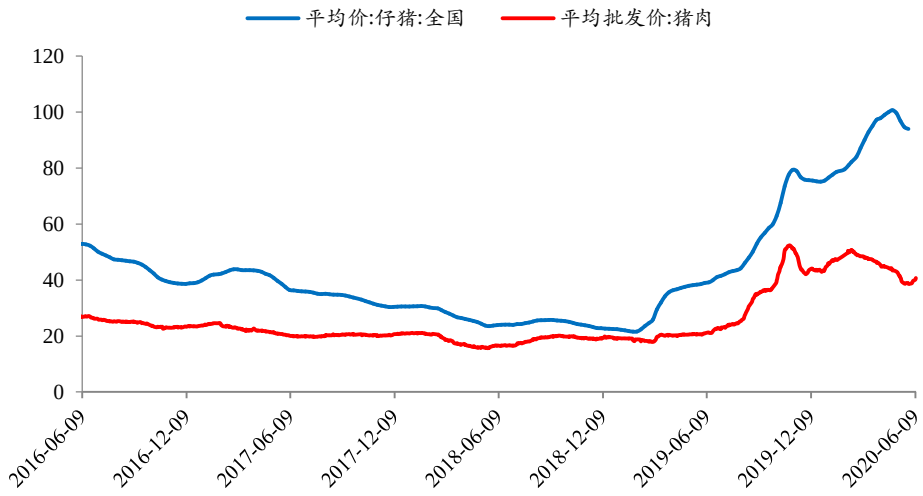
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 2020 年下半年 CPI 翘尾因素逐月回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 春节后仔猪价格上涨，猪肉价格下跌



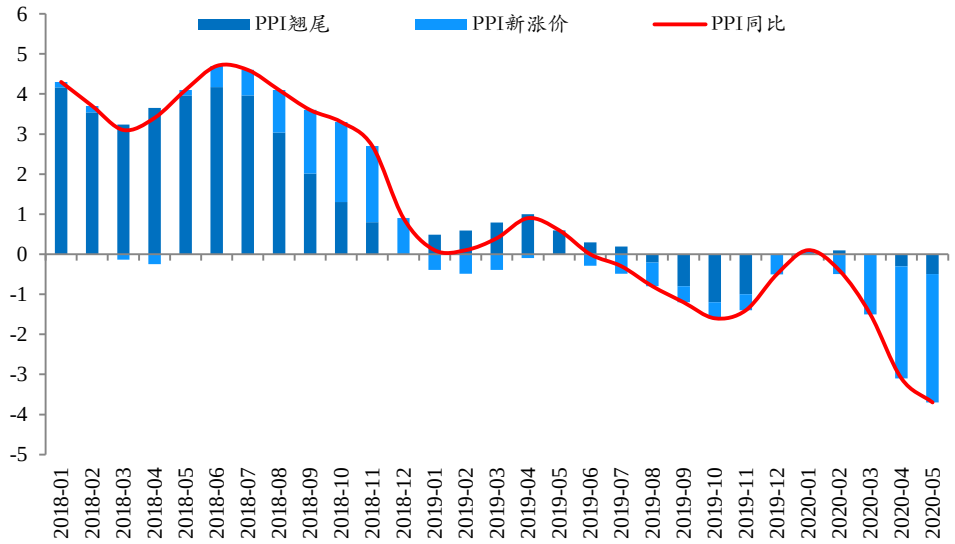
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 PPI 环比降幅收窄，同比降幅继续扩大

PPI 环比降幅收窄，同比降幅继续扩大。5 月工业生产进一步恢复，市场需求有所改善，加上原油价格上涨，5 月 PPI 环比降幅较上月收窄 0.9 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。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，降幅出现明显收窄；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。PPI 同比增速回落的原因在于：（1）受高基数影响，PPI 同比下降 3.7%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。（2）最近几个月国际原油价格出现大幅波动，国内油价到达地板价，国际油价向国内油价传导出现钝化，从而导致石油行业 PPI 增速修复程度远小于原油价格修复程度。

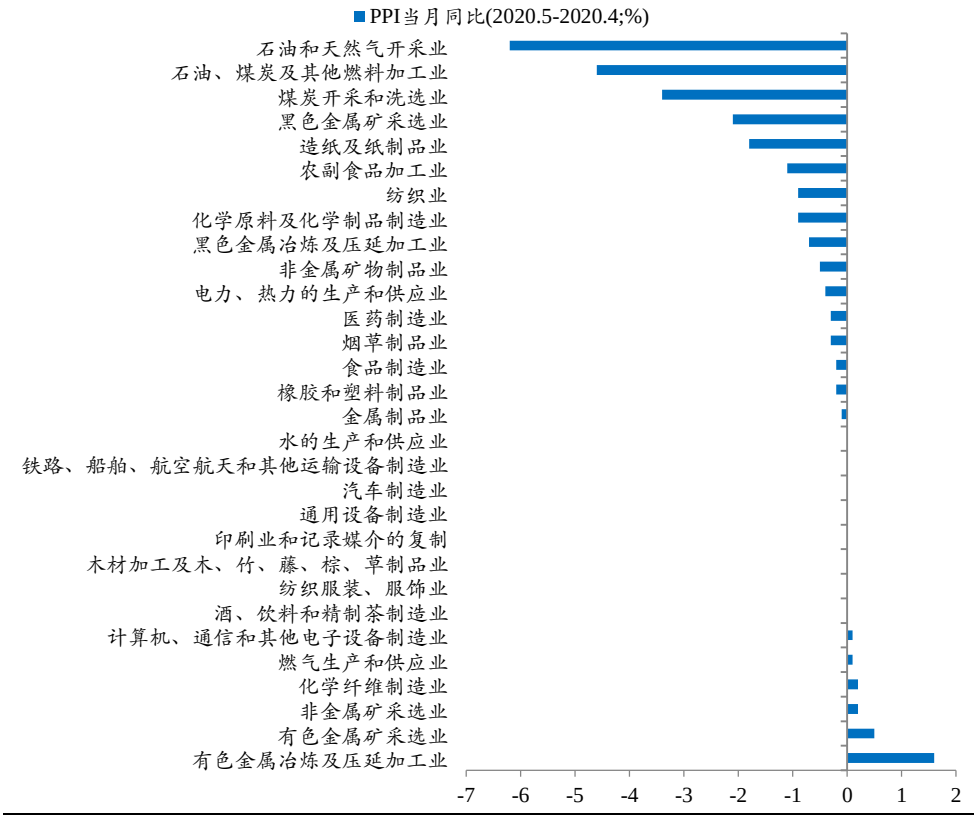
未来 PPI 增速展望：短期来看，随着国内经济修复、欧美经济重启、原油供需格局再平衡，负的产出缺口将收窄，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方。长期需求可能回不到疫情前，但供给一样在下降，而且这次政策刺激力度无论和全球主要国家比还是与 2009 年相比都相对温和，不像次贷危机大规模刺激导致了产能严重过剩，长期来看 PPI 增速可能在 0 附近。

图6： PPI 同比回落



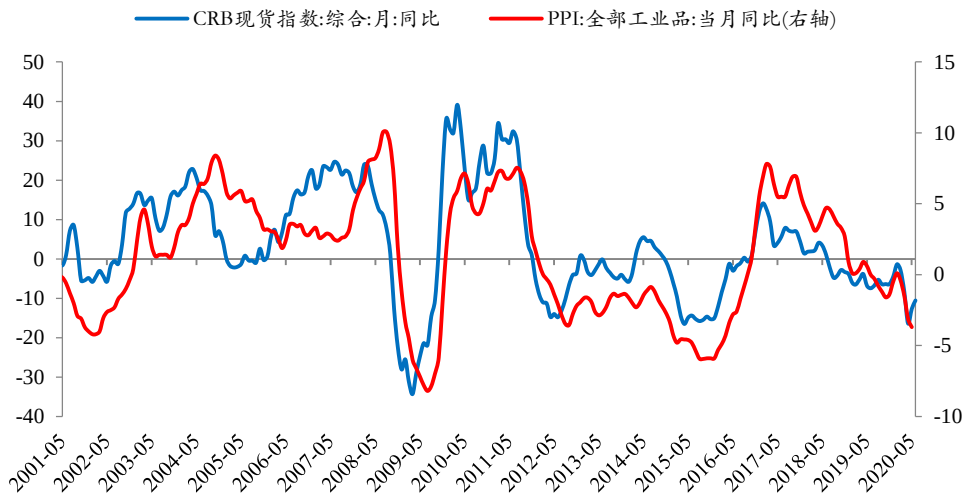
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 4-5 月各行业 PPI 同比增速变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： CRB 现货指数同比降幅收窄



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社 2016 年 8 月出版。

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，9 年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/