

## 2020年5月物价数据点评

### CPI 通胀放缓 PPI 通缩加剧 需求不足特征进一步显现

据国家统计局数据，2020年5月CPI同比2.4%，前值3.3%，上年同期值2.7%；5月PPI同比-3.7%，前值-3.1%，上年同期值0.6%。

#### 基本观点：

5月猪肉、蔬菜等主要食品价格下行加快，CPI同比涨幅连续三个月大幅回落，时隔八个月重返“2时代”，表明通胀已稳定处于温和区间；非食品价格持续低位运行，或体现全面复工后市场需求不足现象较为突出。PPI方面，主因翘尾因素减弱，前期国际油价剧烈下跌带来的滞后影响，以及终端需求不振拖累生活资料价格涨幅放缓，5月PPI同比跌幅进一步加深。

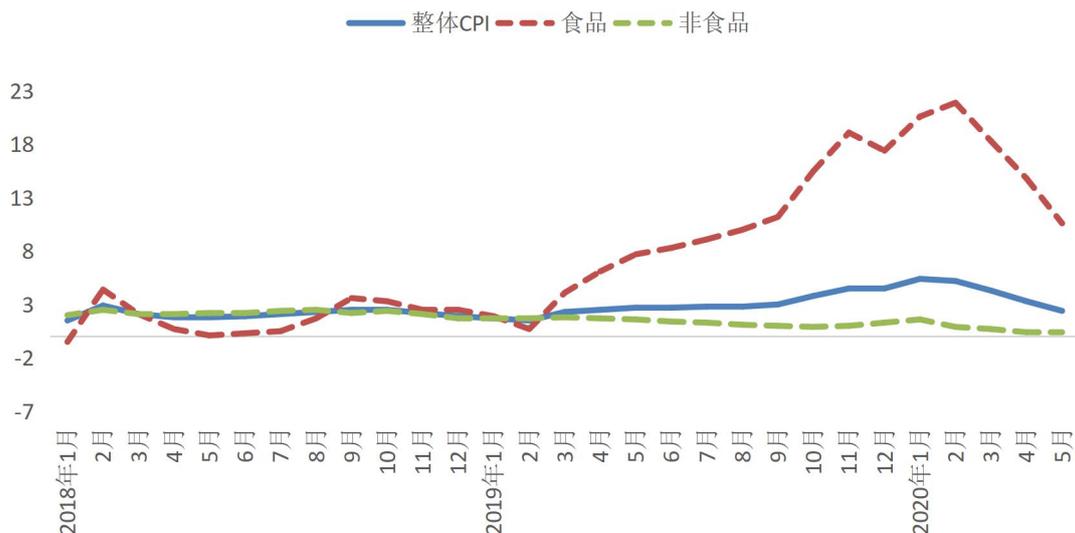
展望6月，CPI涨幅有望结束近三个月以来的快速下行局面，同比将保持在2.4%左右。PPI方面，近期供需两端积极因素带动国际油价反弹，国内基建、地产等相关建筑链条景气度回升支撑工业品价格回暖，预示6月PPI同比降幅有望收窄。但市场需求不足意味着短期内工业品通缩局面难以扭转。

#### 具体分析如下：

一、5月猪肉、蔬菜价格下行加快，CPI涨幅连续三个月大幅回落进入“2时代”，非食品价格持续低位运行，表明全面复工后市场需求不足现象较为突出。

5月CPI同比上涨2.4%，涨幅较上月大幅回落0.9个百分点，为连续三个月大幅下行，且已显著低于今年两会确定的3.5%的控制目标。从结构上来看，5月食品价格同比上涨10.6%，虽然仍是CPI上涨的主要拉动因素，但涨幅较上月下行4.2个百分点，延续近三个月快速回落态势。5月非食品价格同比仅上涨0.4%，与上月持平，表明食品之外的CPI涨幅很低，意味着在前期复工基本完成之后，终端消费需求偏弱现象较为突出。

图1 CPI增速：当月同比 %

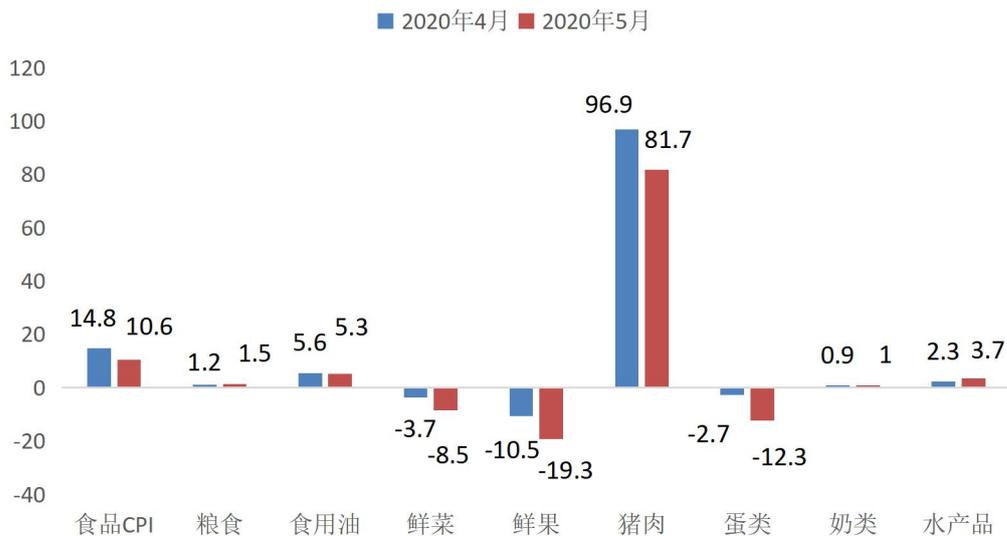


数据来源：WIND

食品价格方面，5月在CPI中权重较大的猪肉、蔬菜价格下行加快，加上去年同期价格基数小幅抬高，带动本月食品价格涨幅快速回落。猪肉和蔬菜价格是当前食品CPI中权重最高、波动最大的两个品种。数据显示，近期生猪存栏环比正在显著改善，加上高利润引导出栏增速加快，当月猪肉价格环比下降8.1%，降幅比上月加快0.5个百分点——这也意味着5月复工复产尚未对猪肉供需平衡带来显著影响。此外，上年同期猪肉价格曾出现跳升，基数垫高也推动今年5月猪肉价格同比涨幅大幅回落15.2个百分点。当月蔬菜价格比上月下降12.5%，主要原因是鲜菜供应量上升，这也带动菜价同比下降8.5%，降幅较上月明显扩大。此外，受供应充足及需求增长有限影响，5月鸡蛋和水果价格比上月均有所下降，同比降幅则分别显著扩大至-12.3%和-19.3%。当月水产品价格在休渔期来临带动下，价格环比和同比涨幅有所扩大。值得一提的是，5月粮食价格环比上涨0.3%，同比涨幅也扩大至1.5%，均属近年来的较高水平，后期粮价走势需要进一步关注。

整体上看，5月食品价格环比下降3.5%，降幅较上月扩大0.5个百分点，加之上年价格基数抬高，同比涨幅回落至10.6%，延续了近三个月快速下行势头，是本月CPI同比进入“2时代”的主要原因。

图2 食品类各分项CPI同比增速 %

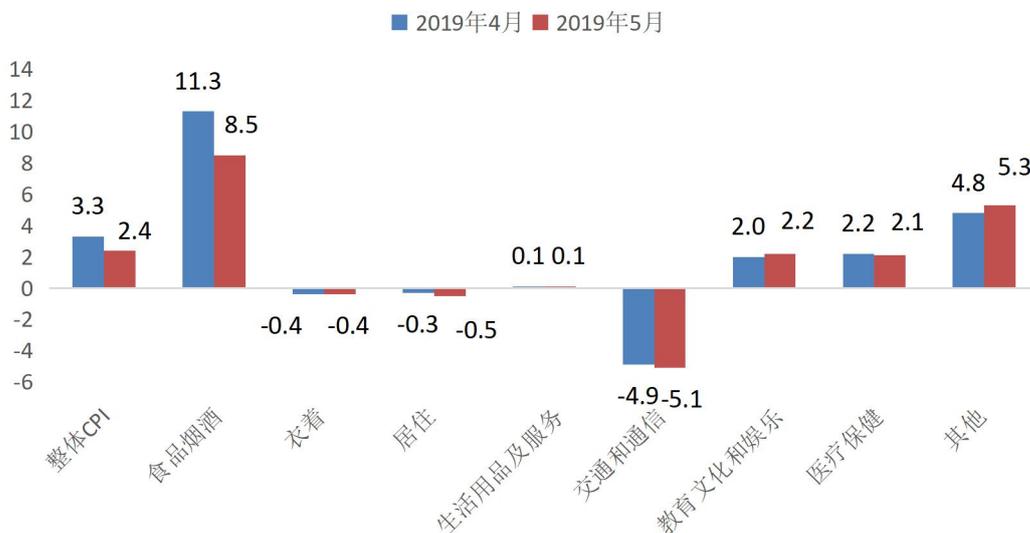


数据来源：WIND

非食品价格方面，5月国际油价上扬，前期带动国内交通通信价格较快下滑的因素消退，当月非食品价格环比与上月持平，同比涨幅则延续0.4%的低位。5月国际油价上涨约36%。受此影响，前期国内汽油、柴油和液化石油气价格大幅下跌的势头得到明显缓和，当月交通和通信价格仅比上月下降0.2%，同比降幅也仅加大0.2个百分点。这是本月非食品价格变化不大的主要原因。其他商品和服务价格方面，疫情冲击下居民收入增速下滑较快，市场需求总体受到一定抑制，除服装外多数商品和服务价格均比上月有所回落。

5月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.1%，涨幅与上月持平，继续处于偏低水平。这表明当前缺乏物价普遍上涨的基础，未来需求不足可能引发通缩的风险值得关注。

图3 八类商品与服务CPI同比增速 %



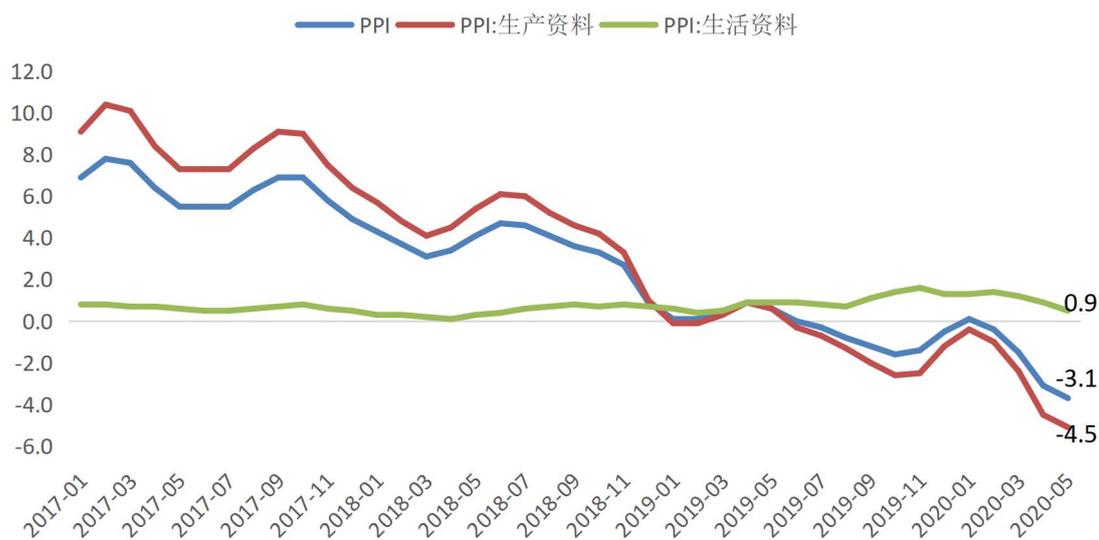
数据来源：WIND

二、主因翘尾因素减弱，前期国际油价剧烈下跌带来的滞后影响，以及终端需求不振拖累生活资料价格涨幅放缓，5月PPI同比跌幅进一步加深。

5月以来，供需两端积极因素带动国际原油价格反弹，供给端OPEC+执行减产且力度加码、美国页岩油产量收缩，需求端中国内需渐进修复、欧美陆续开始重启经济，需求前景有所改善；同时，国内基建、地产等相关建筑链条景气度回升支撑工业品价格回暖。由此，PPI边际下行趋势放缓，当月PPI环比下跌0.4%，跌幅较上月收窄0.9个百分点。但在国际油价大幅回升，国内工业品价格整体修复的情况下，5月PPI环比延续下跌，同比跌幅超预期加深——当月PPI同比下跌3.7%，跌幅较上月扩大0.6个百分点，低于市场普遍预期，除受翘尾因素减弱影响外，主要原因有二：

一是我国原油进口依赖度较高，受运输时滞影响，国际油价变动传导至国内PPI存在一定时间差，因此，前期国际油价剧烈下跌对5月PPI造成滞后影响，这体现于当月石油相关行业PPI同比跌幅的普遍扩大；二是5月生活资料PPI环比加速下跌，同比涨势放缓，这在一定程度上反映了中上游价格走低正在向下游传导，但更为重要的是，国内经济自3月重启后，生产端恢复速度快于需求端，社零等消费指标显示终端需求依然偏弱，这对PPI产生抑制作用。

图4 PPI增速：当月同比 %



数据来源：WIND

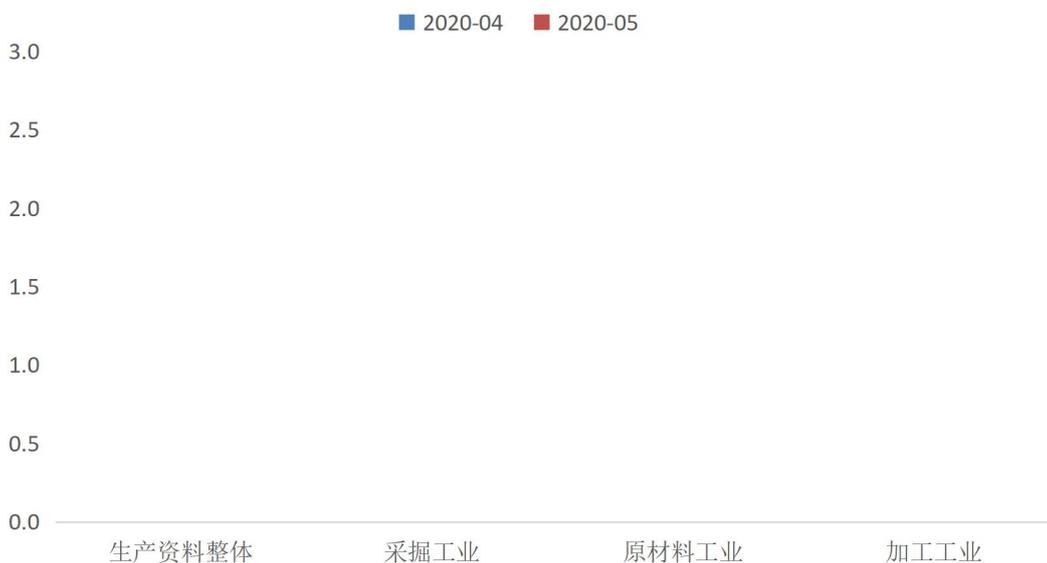
图5 国际油价变动向国内PPI传导存在一定滞后性



数据来源：WIND

分大类看，5月生产资料PPI环比下跌0.5%，跌幅较上月收窄1.3个百分点，同比跌幅则较上月扩大0.6个百分点至-5.1%，与PPI整体走势一致。各分项中，采掘工业、原材料工业和加工工业PPI环比分别下跌1.7%、1.1%和0.2%，跌幅较上月分别收窄5.5、2.2和0.5个百分点；同比分别下跌14.8%、9.9%和2.4%，跌幅较上月分别扩大3.2、1.1和0.2个百分点。可见，5月采掘工业PPI在各分项中下滑幅度最大，前期原油价格暴跌影响显著。

图6 生产资料各项PPI同比增速 %

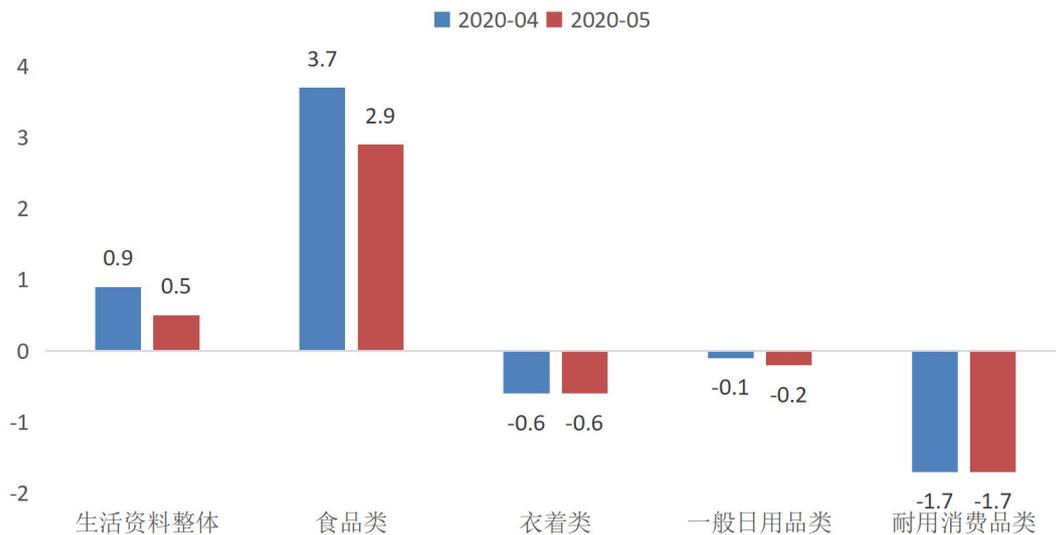


数据来源：WIND

5月生活资料PPI环比下跌0.3%，跌幅较上月扩大0.2个百分点。在上游价格下跌向下游传导以及终端需求偏弱影响下，当月生活资料各分项价格环比均为负增，其中食品和耐用消费品PPI环比跌幅扩大。同比来看，5月生活资料PPI同比涨幅较上月下滑0.4个百分点

至 0.5%，已为连续第三个月放缓；各分项中，食品类 PPI 同比涨幅较上月下滑 0.8 个百分点至 2.9%，其他分项同比则均为负增。

图 7 生活资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

从细分行业来看，除煤炭开采业，农副食品加工业，计算机、通信和其他电子设备制造业等少数行业 PPI 环比跌幅扩大外，多数行业 PPI 环比涨幅/跌幅或与上月持平，或有所加快/收敛。其中，石油和天然气开采业 PPI 环比下跌 9.1%，跌幅较上月收窄 26.6 个百分点。同比来看，5 月石油、煤炭等相关行业 PPI 同比跌幅扩大明显，其中，煤炭开采业 PPI 同比下跌 8.8%（前值为-5.4%），石油和天然气开采业 PPI 同比下跌 51.4%（前值为-21.7%），石油、煤炭和其他燃料加工业 PPI 同比下跌 19.8%（前值为-10.6%）。

三、6 月 CPI 涨幅有望结束近三个月以来的快速下行局面，同比将保持在 2.4% 左右。PPI 方面，近期供需两端积极因素带动国际油价反弹，国内基建、地产等相关建筑链条景气度回升支撑工业品价格回暖，预示 6 月 PPI 同比降幅有望收窄。但市场需求不足意味着短期内工业品通缩局面难以扭转。

6 月餐饮业将进入全面恢复阶段，市场对猪肉、鲜菜、鸡蛋等的需求有望显著增加，食品价格快速下行的势头将阶段性缓解。不过，就整体消费市场而言，终端需求不足问题仍会比较突出，物价缺乏全面回升基础，6 月 CPI 将大概率维持在 2.4% 左右。综合未来物价走势及上年基数变化，预计 CPI 有可能在 8 月之后再度出现较快下行势头。PPI 方面，伴随国际油价反弹向国内传导，以及工业品需求回升、库存开始逐步去化，6 月 PPI 同比跌幅有望收

窄。不过，当前需求端整体依然偏弱，国际油价的持续回升也面临需求萎缩的制约，短期内 PPI 仍将延续通缩状态。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。