

PPI 可能触底了

——5月通胀数据点评

基本结论

- **事件：**5月份，CPI 同比上涨 2.4%，环比下降 0.8%；PPI 同比下降 3.7%，环比下降 0.4%：
- 5月 CPI 环比下降 0.8%，降幅收窄 0.1 个百分点，其中食品 CPI 环比下降 3.5%，是带动 CPI 下行的最主要因素。伴随猪肉产能进一步恢复，猪肉价格加速下行，环比降幅走扩 0.5 个百分点至 8.1%；考虑到生猪存栏量领先猪肉价格约 6 个月，预计三季度猪价将继续快速下行。鲜菜价格环比降幅显著扩大 4.5 个百分点至 12.5%，主要源于鲜菜供应季节性增加。
- 非食品价格止跌企稳。从分细项来看，交通通信环比下降 0.2%，降幅继续大幅收窄，主要源于 5 月国际油价反弹叠加居民出行差旅进一步常态化。生活用品、教育文娱和医疗保健均与上月持平。衣着价格自去年末以来首次实现上涨，环比由下降 0.1% 转为上涨 0.2%，主要得益于夏装上市以及居民消费逐渐升级。
- 供需稳步向好带动大宗商品价格回升，5 月 PPI 环比下降 0.4%，降幅显著收窄 0.9 个百分点，PPI 可能触底。其中，生产资料环比回升 1.3 个百分点至 -0.5%，采掘工业、原材料工业和加工工业环比降幅均明显收窄。受国际油价反弹所带动，石油相关行业环比回升幅度尤为明显。
- **预测：**食品项主要考虑鲜菜和猪肉价格变动的影响，6 月鲜菜价格季节性回落，近 5 年同期历史环比均值为 -5.04%，降幅小于 5 月历史均值 4.84 个百分点；考虑到猪肉产能持续修复，同时消费进入淡季，预计猪价继续加速下行，环比下拉 CPI 约 0.48 个百分点。非食品方面，发达国家经济重启叠加原油供应秩序恢复，原油价格加速回升，非食品价格继续修复。整体来看，6 月 CPI 同比或回落至 2% 附近。伴随国内供需进一步修复，积极财政推动基建投资加快落实，叠加全球经济逐步复苏带动大宗商品价格回升，6 月 PPI 环比跌幅继续收窄或触底回升。
- **债市策略：**在需求尚未完全修复和猪周期加速下行的背景下，预计 CPI 将继续走低，物价不会对债市形成负面影响。通胀对货币政策操作的限制减弱，名义利率获得更多下行空间，有利于货币政策维持宽松，为债市创造较好的流动性环境。此外，预计三季度 CPI 加速下行，可能给债市带来预期差的交易机会，重申我们认为 6 月上旬和中旬是加仓布局的时机，三季度 10Y 国债收益率有望下行至 2.5%-2.6%。
- **风险提示：**通胀超预期上升，债市波动加大。

周岳

 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
 zhoyue1@gjzq.com.cn

事件：

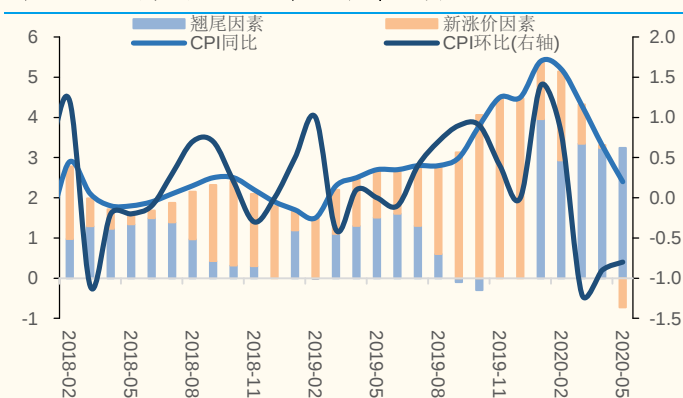
统计局公布：5 月份，CPI 同比上涨 2.4%，环比下降 0.8%；PPI 同比下降 3.7%，环比下降 0.4%。

1. CPI：食品价格继续回落，非食品止跌企稳

5 月 CPI 同比上涨 2.4%，前值 3.3%，涨幅继续回落；环比下降 0.8%，降幅较前值收窄 0.1 个百分点；核心 CPI 同比上涨 1.1%，与上月持平。从环比来看，5 月 CPI 继续下跌，其中食品 CPI 环比下降 3.5%，降幅扩大 0.5 个百分点，是带动 CPI 下行的最主要因素；非食品 CPI 停止下跌，环比与上月持平。

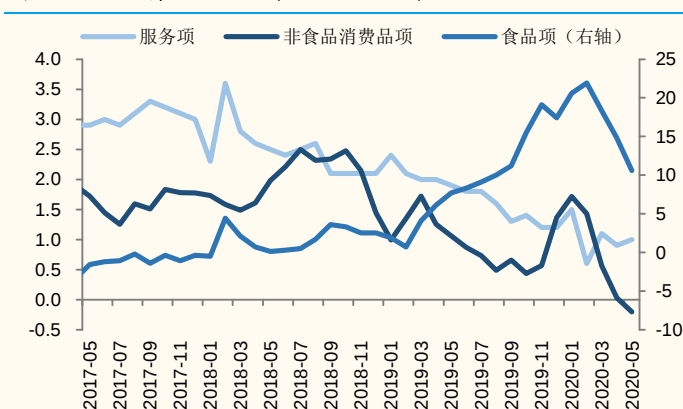
根据三分法框架，食品项同比进一步回落至 10.6%，拉动 CPI 同比上涨约 2.11 个百分点；服务项同比涨幅小幅走扩至 1%，拉动 CPI 同比上涨约 0.37 个百分点；非食品消费品项同比转负，由上月的 0.03% 下滑至 -0.21%，带动 CPI 整体下行约 0.09 个百分点。

图表 1：5 月新涨价因素已下降为负值 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：服务项CPI同比企稳回升 (%)

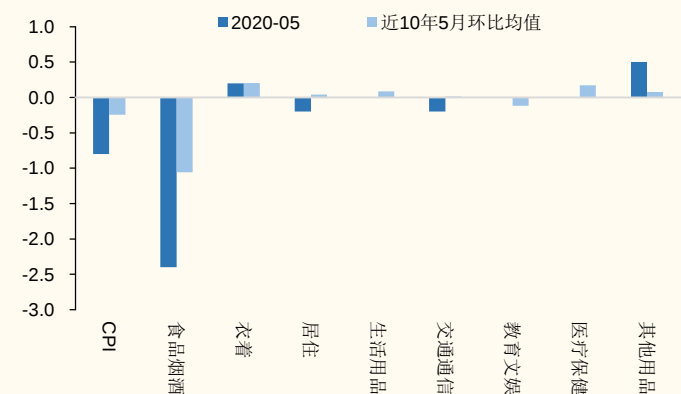


来源：Wind，国金证券研究所

伴随猪肉产能进一步恢复，各类生鲜供应充足，食品价格继续回落。从分细项来看，畜肉价格环比回落 5.7%，降幅继续走扩，其中，猪肉价格加速下行，环比降幅走扩 0.5 个百分点至 8.1%，与高频数据平均批发价表现一致，牛肉和羊肉价格分别环比降低 0.8% 和 0.7%，降幅均有所收窄。猪肉产能进一步恢复，考虑到生猪存栏量领先猪肉价格约 6 个月，因此三季度猪价将继续快速下行。鲜菜价格环比降幅显著扩大 4.5 个百分点至 12.5%，与鲜菜供应季节性增加有关。鸡蛋和鲜果供应充足，价格继续分别下降 4.8% 和 0.8%。受休渔期影响，水产品价格环比转正，由上月的 -0.1% 提升至 1.3%。

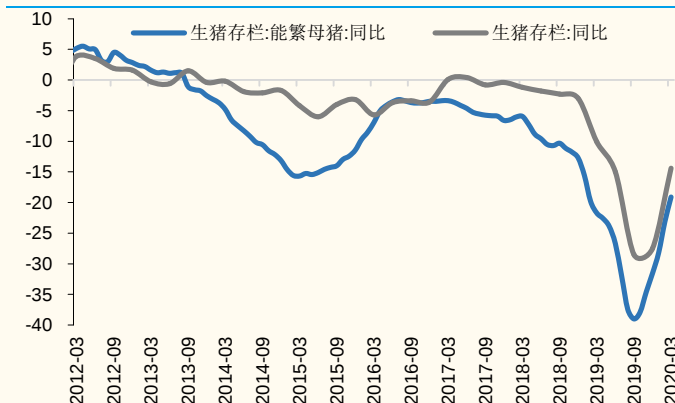
居民消费和出行逐渐回归正轨，叠加国际油价反弹，非食品价格环比止跌企稳。5 月服务 CPI 继续持平，反映出国内服务业稳步复苏。从分细项来看，交通通信环比下降 0.2%，降幅继续显著收窄，主要源于 5 月国际油价反弹叠加居民出行差旅进一步常态化。生活用品、教育文娱和医疗保健均与上月持平。衣着价格自去年末以来首次实现上涨，环比由下降 0.1% 转为上涨 0.2%，主要原因在于夏装上市以及居民消费逐渐升级。

图表 3：食品价格继续回落，带动CPI整体下行(%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：生猪存栏同比自去年9月起触底反弹(%)



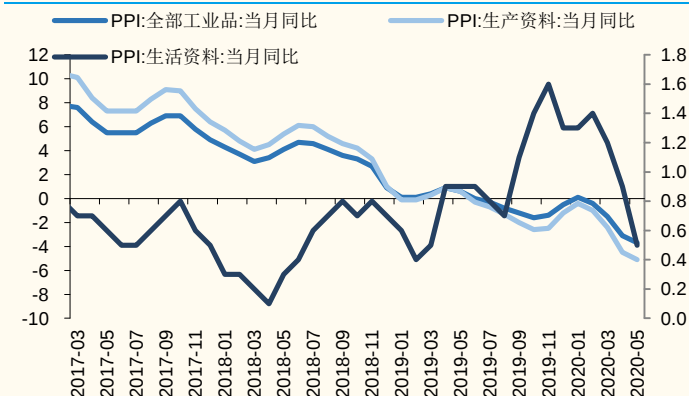
来源：Wind，国金证券研究所

2. PPI：环比降幅明显收窄，可能触底

5月PPI同比下降3.7%，降幅较上月扩大0.6个百分点；PPI环比下降0.4%，回落速度明显放缓。其中，生活资料环比回落0.3%，降幅有所扩大；生产资料环比下降0.5%，降幅显著收窄1.3个百分点。采掘工业、原材料工业和加工工业环比降幅均明显收窄，其中采掘工业环比大幅回升5.5个百分点至下降1.7%，与近期国际油价反弹有关。

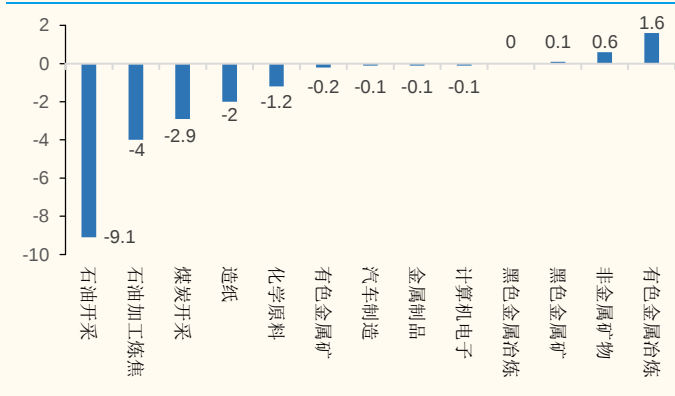
产销稳步向好带动大宗商品价格回升，PPI可能触底。分行业来看，虽然石油相关行业降幅依然显著高于其他行业，但纵向对比来看，石油开采和石油加工炼焦环比分别回升26和5个百分点至-9.1%和-4%，受国际油价回升带动，降幅明显收窄；有色金属冶炼和非金属矿物分别环比上涨0.6%和1.6%。伴随经济确定性回暖，生产需求不断改善，大宗商品价格呈稳步上涨趋势，多数行业PPI环比得到回升。

图表 5：生产资料价格下降速度放缓(%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：大多数行业PPI环比回升(%)



来源：Wind，国金证券研究所

3. 预测

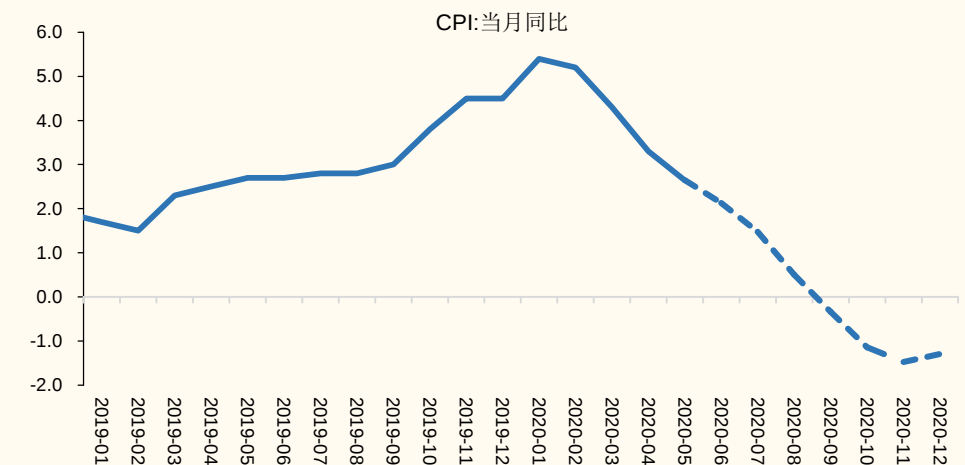
6月CPI翘尾影响为3.34%，较5月小幅回升。食品方面主要考虑鲜菜和猪肉价格变动影响，6月鲜菜价格季节性回落，近5年同期历史环比均值为-5.04%，降幅小于5月历史均值4.84个百分点；考虑到猪肉产能持续修复，叠加消费进入淡季，预计6月猪价继续加速下行，环比下拉CPI约0.48个百分点。

根据谷歌活动指数显示，截止5月末美国和德国人员活动已恢复至正常情况的6成至7成，疫情增速放缓后欧美国家逐渐复工，再参考5月我国出口数据超

预期，说明全球总需求或有所好转。发达国家经济重启叠加原油供应秩序恢复，预计 6 月原油价格加速回升。整体来看，食品价格加速下行，非食品价格继续修复，6 月 CPI 同比或回落至 2% 附近。

伴随国内供需进一步修复，积极财政推动基建投资加快落实，叠加全球经济逐步复苏带动大宗商品价格回升，6 月 PPI 环比跌幅继续收窄或实现回升，通缩担忧得到缓解。

图表 7：预测三季度 CPI 同比加速下行，9 月或下降至负值 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

4. 债市策略

在需求尚未完全修复和猪周期加速下行的背景下，预计 CPI 将继续走低，物价不会对债市形成负面影响。通胀对货币政策操作的限制减弱，名义利率获得更多下行空间，有利于货币政策维持宽松，为债市创造较好的流动性环境。此外，预计三季度 CPI 加速下行，可能给债市带来预期差的交易机会，重申我们认为 6 月上旬和中旬是加仓布局的时机，三季度 10Y 国债收益率有望下行至 2.5%-2.6%。

5. 风险提示

通胀超预期上升，债市波动加大。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4586

