

固定收益点评

CPI 继续回落，PPI 拐点已现

猪肉和蔬菜价格下行拖累 CPI 继续加速下探。5 月 CPI 同比录得 2.4%，较前值回落 0.9 个百分点，低于市场预期。食品项是拖累 CPI 下行的主要因素，其中猪肉价格环比-8.1%，拖累 CPI 环比增速 0.32 个百分点。而蔬菜环比-12.5%，拖累 CPI 环比增速 0.37 个百分点。二者是拉低 CPI 下行的主要分项。但 5 月核心 CPI 同比 1.1% 与前值持平，核心 CPI 保持平稳说明内需也保持平稳。

通胀将继续下行，4 季度可能落到 1% 以下。由于去年猪肉价格大幅上行带来的高基数效应逐步显现，这将拖累 CPI 继续下探。预计 3 季度 CPI 同比中枢可能回落至 2% 以下，而 4 季度 CPI 同比可能回落至 1% 以下。需要指出的是，核心 CPI 依然保持平稳，而核心 CPI 走势与经济景气度较相关，因而随着经济逐步企稳回升，核心 CPI 将保持平稳趋升的走势。CPI 同比明显下行，并不代表经济和内需很差。

工业品价格环比跌幅收窄，去年高基数拖累同比下行。5 月 PPI 同比进一步下行至-3.7%，跌幅较前值扩大 0.6 个百分点。但 5 月 PPI 环比前值跌幅收窄 0.9 个百分点至-0.4%。去年的 PPI 基数较高并对 PPI 同比造成一定的拖累。5 月生产资料价格环比增速跌幅明显收窄 1.3 个百分点至-0.5%，但生活资料价格环比-0.3%，跌幅较前值扩大 0.2 个百分点。因而从目前 PPI 结构变化来看，上游工业生产的恢复程度要比下游需求要强，从而导致库存的被动积压，这会制约工业品价格的明显上行。分产品类型来看，原油价格环比回升是拉动 PPI 环比跌幅收窄的主要原因。

终端需求持续恢复，PPI 环比跌幅将继续收窄，同比最低点已经出现，后续 PPI 将缓慢回升。但考虑到目前库存水平较高，因而 PPI 难以明显回升，依然将处于通缩区间。基建投资在逆周期政策的推动下，将快速的回升。而地产销售回到正常区间，地产投资也将回到正常水平。短期内防疫物资的出口将保持高增，外需偏弱，出口有压力也有韧性。总体终端需求将持续恢复，并为 PPI 提供支撑。此外，信贷脉冲对 PPI 同比有较好的领先性，从中也可以看出，PPI 将企稳，跌幅也将收窄。但考虑到目前库存水平较高因而，PPI 难以出现大幅回升，年内将继续处于通缩区间。

通胀目前并非影响债市的主要因素。市场对 CPI 的下行已经有较充分的预期。而货币政策的着力点是宽信用，并关注资金空转的情况。虽然通胀下行，并可能在年底跌幅负值但这主要是因为猪肉价下行和去年高基数的拖累，核心通胀将保持平稳，因而并不一定带来央行货币政策的加码宽松。

债市短期继续震荡，压降结构性存款对债市难言利好，而后续基本面稳步回升将给债市带来压力。近期监管收紧了对结构性存款的监管。虽然结构性存款调降会降低银行负债成本，但也会减少总体资金供给，因而对债券市场来说并不是利好。经济基本面依然是决定债市趋势的主要因素。而目前经济基本面在稳步修复，并且央行货币政策也将跟随经济的企稳回升而在宽松力度上有所微调。因而后续长期利率依然有上行压力。

风险提示：猪肉价格下行速度超预期，内需恢复不及预期。

作者

分析师 杨业伟

执业证书编号：S0680520050001

邮箱：yangyewei@gszq.com

分析师 张伟

执业证书编号：S0680520040001

邮箱：zhangwei2920@gszq.com

相关研究

- 1、《固定收益点评：大型商业银行更愿持有地方债，利率债配置盘主动入场尚需等待》2020-06-09
- 2、《固定收益点评：快递核心资产，顺丰转债迎来配置窗口期》2020-06-08
- 3、《固定收益点评：经济定债市趋势，资金定债市节奏——月度基本面与流动性观察》2020-06-08
- 4、《固定收益定期：发行节奏放缓，资金该怎么配？》2020-06-08
- 5、《固定收益点评：出口保持强韧，超预期依然对债市构成压力》2020-06-07



内容目录

通胀继续加速下探，但核心 CPI 保持平稳	3
PPI 已经触底，将缓慢回升	4
通胀对债市扰动有限，短期债市将保持震荡	6
风险提示	6

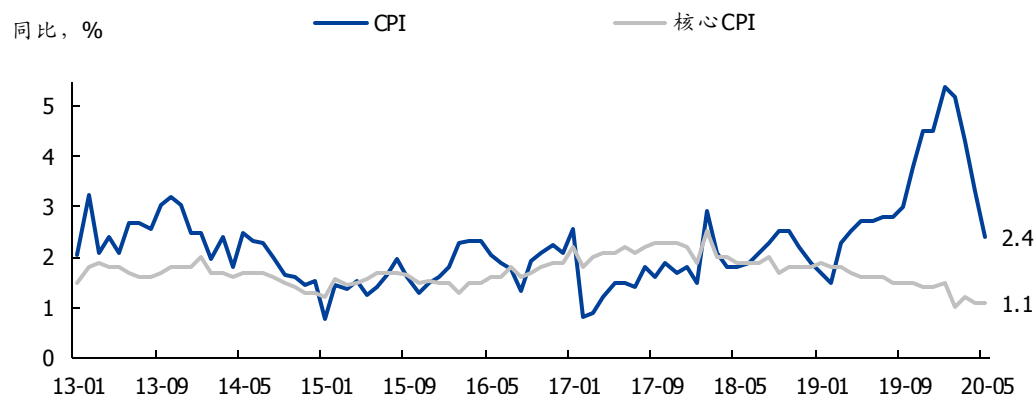
图表目录

图表 1: CPI 同比加速回落但核心 CPI 同比保持平稳	3
图表 2: 猪肉价格走势	4
图表 3: 蔬菜价格走势	4
图表 4: CPI 走势预测 (2020 年 6 月开始为预测值)	4
图表 5: 核心 CPI 将跟随经济稳中趋升	4
图表 6: 原油价格环比回升是拉动 PPI 环比跌幅收窄的主要原因	5
图表 7: 内需稳步修复将为 PPI 提供支撑	5
图表 8: 信贷脉冲对 PPI 同比有较好的领先性	5
图表 9: PPI 同比低点已过跌幅将缓慢收窄 (2020 年 6 月开始为预测值)	6

通胀继续加速下探，但核心CPI保持平稳

今日统计局公布数据显示通胀加速回落。5月CPI同比录得2.4%，较前值回落0.9个百分点，低于市场预期。5月核心CPI同比1.1%与前值持平，核心CPI保持平稳说明内需也保持平稳。5月PPI同比增速-3.7%，跌幅较4月扩大0.6个百分点，也低于市场预期。PPI同比在低位下探，但随着后续内需逐步回暖，5月将是PPI同比的低点。工业通缩压力最大的时候或许已经过去，后续PPI同比将保持在跌幅较浅的通缩区间。

图表 1: CPI同比加速回落但核心CPI同比保持平稳



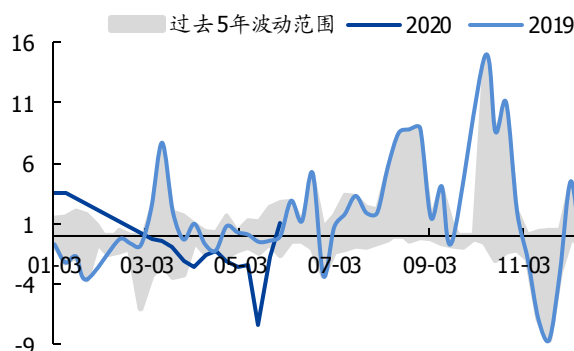
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

猪肉和蔬菜价格依然是拖累CPI下行的主要因素。5月CPI同比继续加速下行，并低于市场预期。其环比增速为-0.8%，跌幅较前值收窄0.1个百分点。拆分来看，食品价格环比-3.5%，跌幅较前值扩大0.5个百分点，拉低CPI环比增速0.78个百分点是拖累CPI环比下行的主要因素。其中猪肉产能继续修复，而气温升高带来猪肉需求减弱，因而猪肉价格环比-8.1%，跌幅较前值扩大0.5个百分点，拖累CPI环比增速0.32个百分点。而蔬菜供给增加带来蔬菜价格环比跌幅较前值扩大4.5个百分点至-12.5%，拖累CPI环比增速0.37个百分点。二者是拉低CPI下行的主要分项。

非食品环比持平，较前值回升了0.2个百分点。其中原油价格虽然处于低位，但环比出现回升并带动交通工具用燃料价格和水电燃料价格环比跌幅分别收窄7.3和0.3个百分点至0和-0.4%。此外，衣着价格环比上涨强于往年，5月环比录得0.2%，较前值回升0.3个百分点。服务项环比继续持平，随着经济逐步向正常水平回归，就业压力边际上有所缓解，从而带来服务项价格保持平稳。具体来看，教育服务和旅游服务价格环比均有所回升。

图表 2: 猪肉价格走势

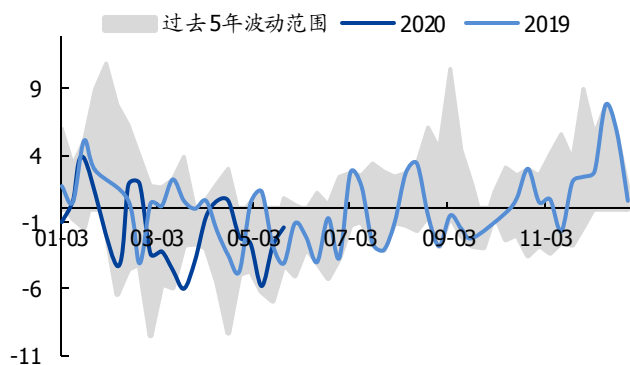
商务部猪肉价格指数（周度环比变化率，%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 蔬菜价格走势

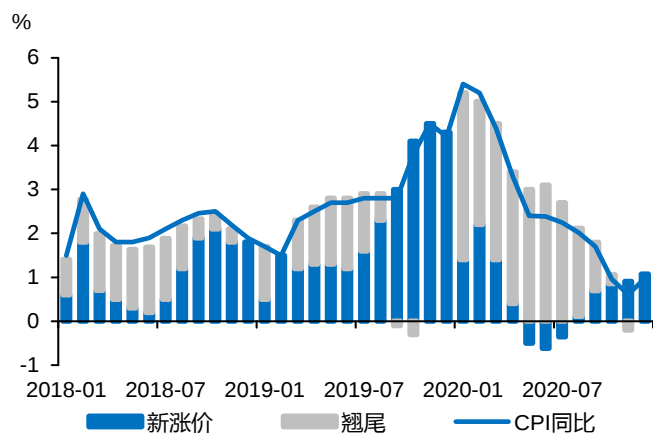
商务部蔬菜价格指数（周度环比变化率，%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

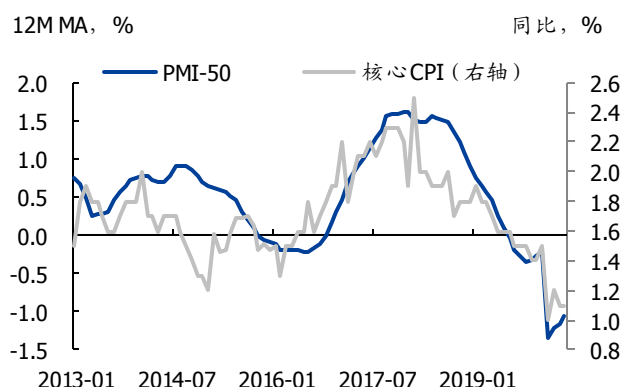
通胀将震荡下行，4 季度可能落到 1% 以下。由于去年猪肉价格大幅上行带来的高基数效应逐步显现，这将拖累 CPI 继续下探。预计 3 季度 CPI 同比将回落至 2% 以下，而 4 季度 CPI 同比可能回落至 1% 左右。需要指出的是，CPI 同比下行主因猪肉价格和原油价格波动导致，剔除食品和能源外的核心 CPI 依然保持平稳，而核心 CPI 走势与经济景气度较相关，因而随着经济逐步企稳回升，核心 CPI 将保持平稳趋升的走势。CPI 同比明显下行，并不代表经济和内需很差。

图表 4: CPI 走势预测（2020 年 6 月开始为预测值）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 核心 CPI 将跟随经济稳中趋升



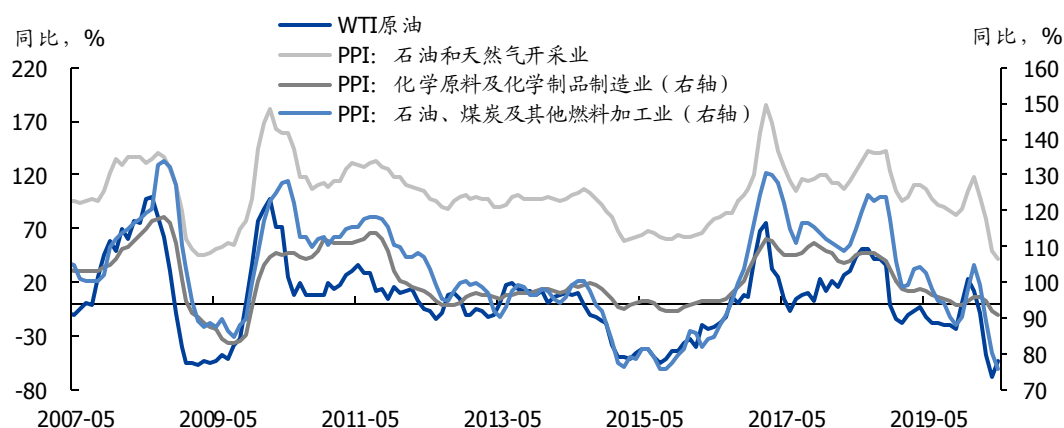
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

PPI 已经触底，将缓慢回升

工业品价格环比跌幅收窄，去年高基数拖累同比下行。5 月同比进一步下行至 -3.7%，跌幅较前值扩大 0.6 个百分点。但 5 月 PPI 环比较前值跌幅收窄 0.9 个百分点至 -0.4%。从中可以看出，去年的 PPI 基数较高并对 PPI 同比造成一定的拖累。5 月生产资料价格环比增速跌幅明显收窄 1.3 个百分点至 -0.5%，其中采掘工业价格环比跌幅收窄最明显。因而我们也能看到但生活资产价格环比 -0.3%，跌幅较前值扩大 0.2 个百分点，其中食品类价格环比跌幅最大。因而从目前 PPI 结构变化来看，上游工业生产的恢复程度要比下游需求要强，从而导致库存的被动积压，这会制约工业品价格的上行。

分产品类型来看，原油价格环比回升是拉动 PPI 环比跌幅收窄的主要原因。5 月 WIT 原油期货价格环比增长 72%，油价的环比回升带来相关工业品价格出现跌幅收窄，其中石油和天然气开采业；石油、煤炭及其他燃料加工业；化学原料和化学制品制造业环比增速分别为-9.1%、-4%和-1.2%，跌幅较前值分别收窄了 26.6、5 和 1.8 个百分点。三者对 PPI 环比的拖累较 4 月减少了 0.52 个百分点。此外，钢铁和有色金属冶炼环比增速也较 4 月也出现回升。

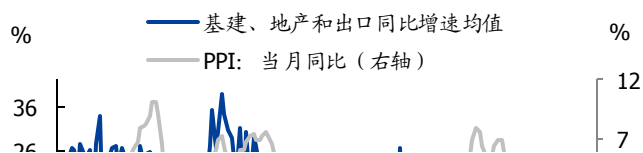
图表 6: 原油价格环比回升是拉动 PPI 环比跌幅收窄的主要原因



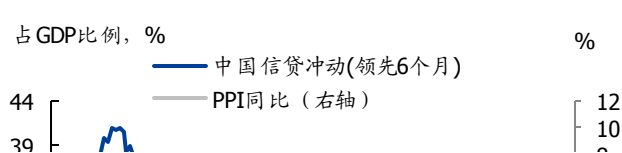
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

终端需求持续恢复，PPI 环比跌幅将继续收窄，同比最低点已经出现，后续 PPI 将缓慢回升。但考虑到目前库存水平较高，因而 PPI 难以出现大幅上行，依然将处于通缩区间。基建投资在逆周期政策的推动下，将快速的回升。而地产销售回到正常区间，地产投资也将回到正常水平。短期内防疫物资的出口将保持高增，外需偏弱，出口有压力也有韧性。总体终端需求将持续恢复，并未 PPI 提供支撑。此外，信贷脉冲对 PPI 同比有较好的领先性，从中也可以看出，PPI 将企稳，跌幅也将收窄。但考虑到目前库存水平较高因而，PPI 难以出现大幅回升，年内将继续处于通缩区间。

图表 7: 内需稳步修复将为 PPI 提供支撑



图表 8: 信贷脉冲对 PPI 同比有较好的领先性



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_4603

