

宏观点评报告

2020年6月10日

猪肉原油主导通胀，CPI 以降为主，PPI 低点已到**5月通胀点评****核心内容：****1、食品价格下行拉动通胀走低**

CPI 环比回落，核心 CPI 保持平稳，未来 CPI 走势以降为主，食品价格下行带动了 CPI 的回落。通胀环比下行，食品价格带动 CPI 走低，猪肉和蔬菜价格继续下行，其他价格基本平稳。5 月 CPI 环比下行，食品价格下跌较快：（1）猪肉价格下行 8.1%，综合畜肉类价格下行 5.7%；天气炎热影响了肉类消费，需求继续萎靡，供给方面大猪集中出栏、进口肉和国储肉扰动市场，带来了猪肉价格的回调；（2）蔬菜价格下行 12.5%，蔬菜价格基本恢复至去年同期水平；（3）非食品价格小幅波动，车用燃料价格仍然受限制，其他非食品价格保持平稳。

2、猪肉供给仍然紧平衡

猪肉价格处于消费淡季，供给稍有增加，价格随之走低。未来猪肉价格变动仍然是影响 CPI 最重要的原因。

整体来看，猪肉市场供给仍然不足，搜猪网价格显示，猪肉在经历集中出栏后，猪肉价格在 5 月下旬开始走高。需求仍然没有起色，但供给已经开始减少，加之新冠疫情影响全球畜牧业，带来进口的小幅下行。母猪存栏持续走高，我们预计生猪出栏可能在 8 月份有所上行。生猪市场仍然受到非洲猪瘟的扰动，全年供给仍然处于紧平衡，预计 4 季度猪肉价格仍然走高。

5 月份蔬菜价格下跌，天气晴好，蔬菜产季到来，蔬菜价格季节性走低。5 月份蔬菜价格已经达到历史同期水平，预计蔬菜价格在 6 月份平稳，7、8 月份小幅回升。

3、未来 CPI 以降为主

5 月份 CPI 继续回落，需求疲软限制了价格上行，物价以跌为主。5 月份市场较为平稳，猪肉价格供给增加导致价格下行，天气变暖也带动其他农产品价格走低。未来随着猪肉价格走低，我国 CPI 持续回落。

我国货币发行上行，信贷走高使得信用货币也有所上升，但整体经济仍然处于下行阶段，通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 已经连续 2 个月持续在 1.1% 的水平。

6 月份翘尾影响 2.5%，预计新涨价因素在 0.1% 左右，CPI 同比涨幅约在 2.6% 左右。我们对 2020 年 CPI 预计在 2.4% 左右运行，4 季度 CPI 较低，单月可能进入负值。

现阶段我们主要面临需求疲软的难题，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题，有效需求不足。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

4、PPI 最低点已到

工业生产者价格（PPI）下行，生产资料价格全线下跌，5 月份生产有所恢复，但原油价格仍然是 PPI 下行的主要原因。5 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比-3.7%，环比-0.4%。2020 年翘尾水平趋近于 0，PPI 变动主要受供需变化影响。

原油价格 5 月份继续走低，煤炭价格也较为疲软，原材料价格压制 PPI。未来要面临的主要问题仍然是需求不足，国内政策全力推进基建建设，货币有所放松，国外生产开始恢复，PPI 可能探底后缓步回升。原油价格 5 月继续创出新低，但 5 月下旬原油价格开始恢复，那么相关产业出厂价格未来上行。6 月上旬原油价格已经恢复正常，这是产油国限产的结果。

2020 年下半年整体需求可能好转，新冠疫情影响了短期需求，随后政府投资可能加码，加上货币政策小幅宽松，未来 PPI 可能缓步回升。但是如果全球面临通缩，那么 PPI 好转速度可能减慢，预计 2020 年 PPI 为 -1.9%。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

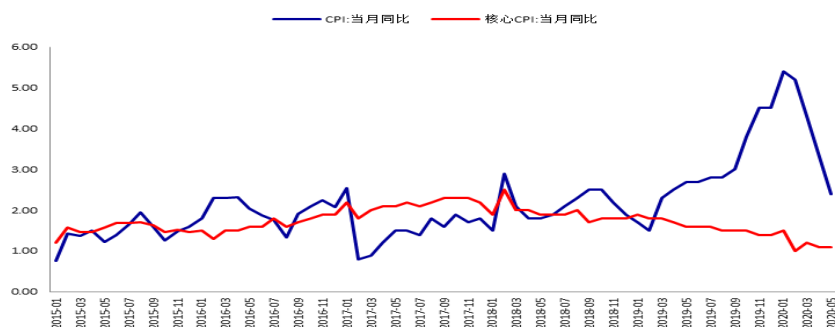
✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

1、食品价格下行拉动通胀走低

CPI 环比回落，核心 CPI 保持平稳，未来 CPI 走势以降为主，食品价格下行带动了 CPI 的回落。5 月份全国居民消费价格同比上行 2.4%，环比下行 0.8 个百分点；其中食品价格下行 3.5%，非食品价格保持平稳。核心 CPI 同比增速 1.1%，环比增速不变，核心 CPI 连续 2 个月持平。

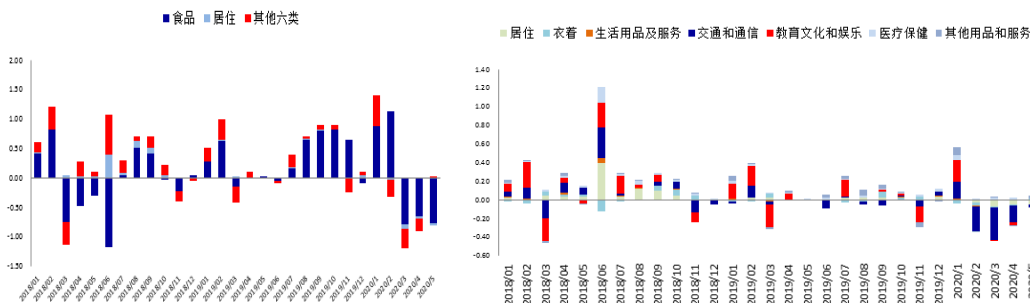
图 1: CPI 同比下行 (%)



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

通胀环比下行，食品价格带动 CPI 走低，猪肉和蔬菜价格继续下行，其他价格基本平稳。5 月 CPI 环比下行，食品价格下跌较快：（1）猪肉价格下行 8.1%，综合畜肉类价格下行 5.7%；天气炎热影响了肉类消费，需求继续萎靡，供给方面大猪集中出栏、进口肉和国储肉扰动市场，带来了猪肉价格的回调；（2）蔬菜价格下行 12.5%，蔬菜价格基本恢复至去年同期水平；（3）非食品价格小幅波动，车用燃料价格仍然受限制，其他非食品价格保持平稳。

图 2: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

数据来源: Wind 中国银河证券研究院

2、猪肉供给仍然紧平衡

猪肉价格处于消费淡季，供给稍有增加，价格随之走低。未来猪肉价格变动仍然是影响CPI最重要的原因。

整体来看，猪肉市场供给仍然不足，搜猪网价格显示，猪肉在经历集中出栏后，猪肉价格在5月下旬开始走高。需求仍然没有起色，但供给已经开始减少，加之新冠疫情影响全球畜牧业，带来进口的小幅下行。母猪存栏持续走高，我们预计生猪出栏可能在8月份有所上行。

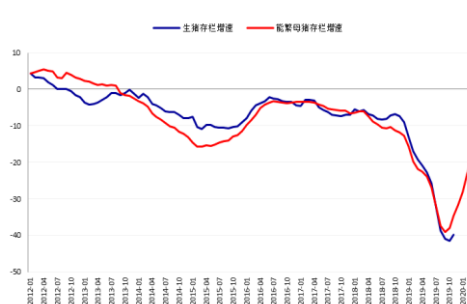
生猪市场仍然受到非洲猪瘟的扰动，全年供给仍然处于紧平衡，预计4季度猪肉价格仍然走高。

图 3: 猪肉价格回落 (元/公斤)



数据来源：搜猪网 中国银河证券研究院

图 4: 母猪存栏持续回升 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

5月份蔬菜价格下跌，天气晴好，蔬菜产季到来，蔬菜价格季节性走低。5月份蔬菜价格已经达到历史同期水平，预计蔬菜价格在6月份平稳，7、8月份小幅回升。

图 5: 蔬菜价格指数下跌



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

3、未来 CPI 以降为主

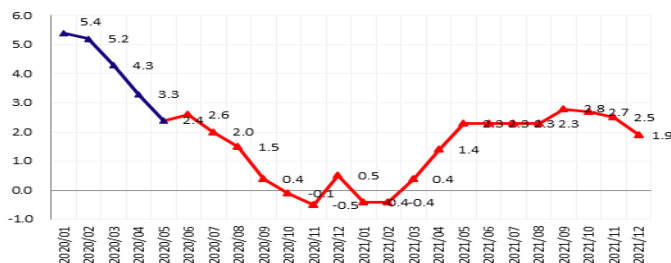
5 月份 CPI 继续回落，需求端疲软限制了价格上行，物价以跌为主。5 月份市场较为平稳，猪肉价格供给增加导致价格下行，天气变暖也带动其他农产品价格走低。未来随着猪肉价格走低，我国 CPI 持续回落。

我国货币发行上行，信贷走高使得信用货币也有所上升，但整体经济仍然处于下行阶段，通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 已经连续 2 个月持续在 1.1% 的水平。

6 月份翘尾影响 2.5%，预计新涨价因素在 0.1% 左右，CPI 同比涨幅约在 2.6% 左右。我们对 2020 年 CPI 预计在 2.4% 左右运行，4 季度 CPI 较低，单月可能进入负值。

现阶段我们主要面临需求疲软的难题，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题，有效需求不足。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

图 6: 2020-2021 年 CPI 预测 (%)



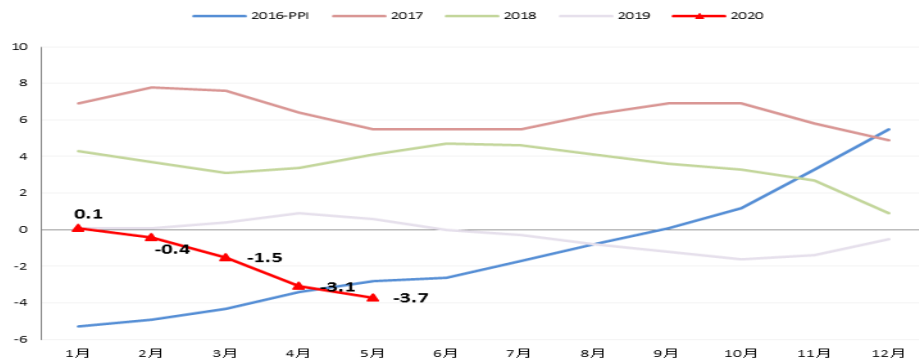
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

4、PPI 最低点已过

工业生产者价格 (PPI) 下行，生产资料价格全线下跌，5 月份生产有所恢复，但原油价格仍然是 PPI 下行的主要原因。5 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-3.7%，环比-0.4%。2020 年翘尾水平趋近于 0，PPI 变动主要受供需变化影响。

原油价格 5 月份继续走低，煤炭价格也较为疲软，原材料价格压制 PPI。未来要面临的主要问题仍然是需求不足，国内政策全力推进基建建设，货币有所放松，国外生产开始恢复，PPI 可能探底后缓步回升。石油天然气开采业环比下跌 9.1%，石油、煤炭及其他燃料加工业下跌 4.0%。房地产仍然受到调控的影响，新冠疫情下地方基建加码需要看落实程度，2020 年下半年如果基建推进，需求端可能好转，未来主要原材料价格需要看需求恢复速度。

图 7: 5 月份 PPI 回落 (%)

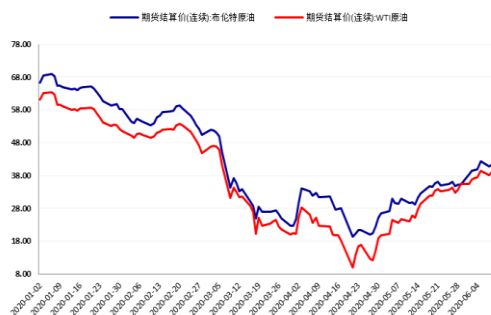


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

原油价格 5 月继续创出新低，但 5 月下旬原油价格开始恢复，那么相关产业出厂价格未来上行。6 月上旬原油价格已经恢复正常，这是产油国限产的结果。

图 8：原油价格上行（美元/桶）

图 9：山东地炼价格（元）

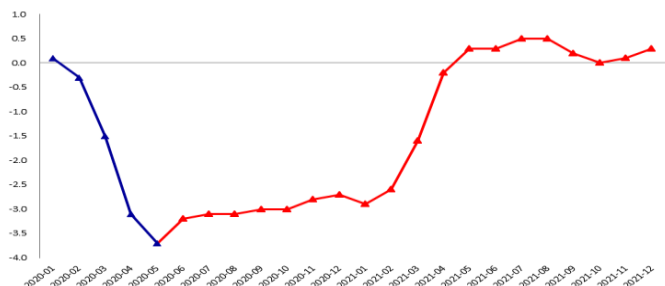


数据来源：WIND 中国银河证券研究院（剔除了 4 月 20 日的极值价格）

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

2020 年下半年整体需求可能好转，新冠疫情影响了短期需求，随后政府投资可能加码，加上货币政策小幅宽松，未来 PPI 可能缓步回升。但是如果全球面临通缩，那么 PPI 好转速度可能减慢，预计 2020 年 PPI 为 -1.9%。

图 9：PPI 预期（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐 谨慎推荐 中性 回避

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_4622

