

2020年6月10日

金信期货研究院

通胀同比超预期下降，6月流动性或边际收紧

——5月通胀数据点评

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

内容提要

5月，CPI同比2.4%，预期2.7%，前值3.3%；PPI同比-3.7%，预期-3.2%，前值-3.1%。

1、石油产业链PPI同比大幅下跌是5月PPI同比跌幅超预期的主要原因。由于我国油价具有一定粘性，从历史数据看，布伦特原油同比变化领先我国石油产业链PPI同比1-2个月，5月和6月布伦特原油价格月化同比跌幅大幅收窄或意味着我国石油产业链PPI同比6-7月将明显回升，对PPI同比的拖累或减小。截止6月10日，6月CRB工业原料现货指数月化同比较5月跌幅收窄2.78个百分点，指向PPI同比跌幅或小幅收窄。

2、5月猪肉同比对CPI同比的拉动较4月减少0.84个百分点，是CPI同比较大幅放缓的主要原因。截止6月10日，6月全国猪肉平均批发价月化同比为86.44%，较5月下降12.53个百分点，猪价同比大幅下降或拖累食品类CPI同比，6月CPI同比继续回落的确定性高。据我们测算，6-12月CPI同比基本可以确定低于2.5%，且趋势放缓，对货币政策的制约基本消除。

3、6月中下旬资金面较6月上旬或偏紧。首先，6月总计有超万亿的公开市场操作到期回笼；其次，地方专项债在中下旬大概率集中发行对市场流动性的冲击或加大；再次，银行体系半年末考核，以及企业集中缴税，吸纳部分流动性；最后，政府强调不会搞大水漫灌，资金要直达实体，严防资金在金融体系空转，一定程度说明对资金流向的监管将加强。6月降准和调降OMO、MLF利率概率均低。

4、数据显示，6月国内疫情对我国的影响基本消除，国外复工复产加速，国内经济基本确认趋势复苏，财政政策和货币政策积极程度较5月边际收敛，使得资产定价的逻辑逐渐由政策积极推升转变为经济基本面修复。商品价格从3月低点已有较大幅度反弹，商品价格趋势上涨的概率大但结构分化或趋于明显，需密切关注各品种需求变化。

风险提示

疫情在全球超预期蔓延，中美贸易摩擦超预期升级，全球经济增长不及预期



扫码关注获取更多资讯

请务必仔细阅读正文之后的声明

统计局 2020 年 6 月 10 日公布了我国 2020 年 5 月 CPI 和 PPI 的数据,其中 CPI 同比 2.4%, 预期 2.7%, 前值 3.3%, 环比-0.8%, 前值-0.9%; PPI 同比-3.7%, 预期-3.2%, 前值-3.1%, 环比-0.4%, 前值-1.3%。

一、石油产业链拖累 PPI 同比跌幅扩大, 6 月反弹概率大

新涨价因素和翘尾因素均跌幅扩大使 PPI 同比再度下探。5 月新涨价因素拖累 PPI 同比下降 3.2 个百分点, 4 月新涨价因素拖累 PPI 同比 2.8 个百分点, 新涨价因素的拖累加大, 5 月翘尾因素拖累 PPI 同比 0.5 个百分点, 4 月翘尾因素拖累 PPI 同比 0.3 个百分点, 翘尾因素的拖累增加。

PPI 同比跌幅扩大主因生产资料 PPI 同比跌幅扩大和生活资料 PPI 同比下滑。5 月生产资料 PPI 同比为-5.1%, 较前值跌幅扩大 0.6 个百分点, 生活资料 PPI 同比为 0.5%, 较前值下滑 0.4 个百分点。生产资料中采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 同比分别较上月下滑 3.2、1.1 和 0.2 个百分点。生活资料中食品类、衣着类、一般日用品类和耐用消费品类 PPI 同比分别较上月变化-0.8、0.0、-0.1 和 0.0 个百分点。

从高频数据来看, CRB 现货指数工业原料 5 月同比较 4 月跌幅收窄 4.49 个百分点, 与 PPI 同比变化方向不同。截止 6 月 10 日, 6 月 CRB 工业原料现货指数月化同比较 5 月跌幅收窄 2.78 个百分点, 指向 PPI 同比跌幅或小幅收窄。布伦特原油价格 6 月月化同比较 5 月跌幅收窄 17.79 个百分点, 对生产资料 PPI 同比形成支撑。随着全球主要经济体加快复工复产, 6 月 PPI 同比跌幅收窄的确定性高。

从行业分类看, 石油和天然气开采业、石油加工、炼焦及核燃料加工业 PPI 同比均低于-24%, 且这两个行业 PPI 同比较上月跌幅明显扩大, 是 5 月 PPI 同比跌幅超预期的主要原因。我国石油产业链 PPI 同比与国际原油价格同比走势背离, 布伦特原油 5 月月化同比较 4 月跌幅收窄 8.92 个百分点, 由于我国油价具有一定粘性, 从历史数据看, 布伦特原油同比变化领先我国石油产业链 PPI 同比 1-2 个月, 5 月和 6 月布伦特原油价格月化同比跌幅大幅收窄或意味着我国石油产业链 PPI 同比 6-7 月将明显回升, 我国 PPI 同比有望反弹。

其他工业大类中, 有色金属矿采选业、非金属矿采选业、化学纤维制造业、有色金属冶炼及压延加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业和燃气生产和供应业 PPI 同比是已出数据的 30 个行业 PPI 同比中回升行业, 建议关注。

根据我们测算, 5 月 PPI 同比或为阶段性低点, 6-9 月 PPI 同比大概率趋势回升, 但 6 月 PPI 同比大概率仍落在-3.0%下方, 通缩压力仍大。

二、猪价同比下行拉低 CPI 同比, 6-11 月 CPI 同比或趋势下行

5 月新涨价因素快速回落是 CPI 同比大幅下滑的主要原因, 翘尾因素位于高位或使 CPI 同比 6-7 月维持 2%以上的增速。5 月新涨价因素对 CPI、食品类 CPI、非食品类 CPI 同比增长的贡献分别为-0.8、-2.3 和-0.4 个百分点, 4 月新涨价因素分别贡献 0.1、1.7 和-0.4 个百分

点，新涨价因素对 CPI 同比由支撑转为拖累。5 月翘尾因素对 CPI、食品类 CPI、非食品类 CPI 同比分别贡献了 3.2、12.9 和 0.8 个百分点，4 月分别贡献 3.2、13.1 和 0.8 个百分点，显示翘尾因素对 CPI 同比的影响与上月持平。CPI 同比翘尾因素 6-7 月分别为 3.3% 和 2.9%，或将支撑 CPI 同比 6-7 月维持 2% 以上的增速。

食品类 CPI 同比大幅下滑使 CPI 同比较大幅下跌，非食品类 CPI 同比平稳。5 月食品类 CPI 同比 10.6%，较前值下滑 4.2 个百分点，非食品类 CPI 同比 0.4%，与前值持平，核心 CPI 同比 1.1%，与前值持平，不含鲜菜和鲜果的 CPI 同比 3.2%，较前值下降 0.6 个百分点。

5 月食品类 CPI 同比放缓主因猪肉 CPI 同比放缓，鲜菜 CPI 和鲜果 CPI 同比跌幅扩大，其中猪肉同比对 CPI 同比的拉动较 4 月减少 0.84 个百分点，是 CPI 同比较大幅度放缓的主要原因。5 月食品烟酒价格同比上涨 8.5%，较前值下跌 2.8 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.55 个百分点（前值为上涨 3.39 个百分点）。其中，猪肉价格上涨 81.7%，较前值下降 15.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.98 个百分点（前值为上涨 2.36 个百分点）。鲜菜 CPI 同比下降 8.5%，较前值跌幅扩大 4.8 个百分点，影响 CPI 下降约 0.22 个百分点（前值为下降 0.10 个百分点）。鲜果 CPI 同比下降 19.3%，较前值跌幅扩大 8.8 个百分点，影响 CPI 下降约 0.43 个百分点（前值为下降 0.21 个百分点），蛋类价格下降 12.3%，跌幅较前值扩大 9.6 个百分点，影响 CPI 下降月 0.08 个百分点。

5 月非食品类分项 CPI 同比涨跌分化。衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健的 CPI 同比分别为：-0.4%、-0.5%、0.1%、-5.1%、2.2% 和 2.1%，较前值分别变化 0.0、-0.2、0.0、-0.2、0.2 和 -0.1 个百分点。

从高频数据看，6 月 CPI 同比继续回落的确定性高。截止 6 月 10 日，6 月全国猪肉平均批发价月化同比为 86.44%，较 5 月下降 12.53 个百分点，猪价同比在 6 月延续放缓态势。猪价同比大幅下降或拖累食品类 CPI 同比，6 月 CPI 同比继续回落的确定性高。

据我们测算，6-7 月 CPI 同比趋势小幅放缓，8-11 月 CPI 同比或较快速趋势性放缓，6-12 月 CPI 同比基本可以确定低于 2.5%，且趋势放缓，对货币政策宽松的制约基本消除。

三、6 月资金面或偏紧，商品价格或趋势上涨但结构分化

6 月中下旬资金面较 6 月上旬或偏紧。首先，6 月总计有超万亿的公开市场操作到期回笼；其次，地方专项债在中下旬大概率集中发行对市场流动性的冲击或加大；再次，银行体系半年末考核，以及企业集中缴税，吸纳部分流动性；最后，政府强调不会搞大水漫灌，资金要直达实体，严防资金在金融体系空转，一定程度说明对资金流向的监管将加强。6 月降准和调降 OMO、MLF 利率概率均低。

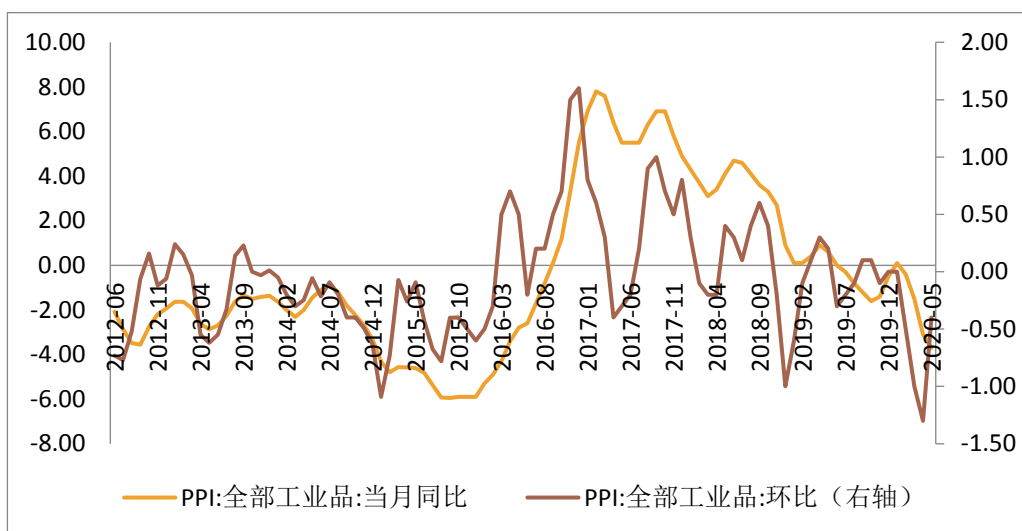
我们认为，进入 6 月，国内疫情对我国的影响基本消除，国外复工复产加速，国内经济基本确认趋势复苏，财政政策和货币政策适度积极但较 5 月边际收敛，使得资产定价的逻辑逐渐由政策积极推升转变为经济基本面修复。截止 6 月 5 日，6 月全国 100 个大中城市拥堵延时指数均值为 2016-2019 年四年均值的 100.6%，达到近年平均水平，快于 5 月的 94.1%，显示疫情对我国城市经济活动的制约基本消除。

6 月全球复工复产很大概率延续 5 月的加速，全球需求有望较快速回升，货币政策和财政政策或积极但边际收敛，商品价格从 3 月低点已有较大幅度反弹，商品价格趋势上涨的概

率大但结构分化或趋于明显，需密切关注各品种需求变化。市场避险情绪趋于下降，黄金价格趋势小幅下行的确定性较高。

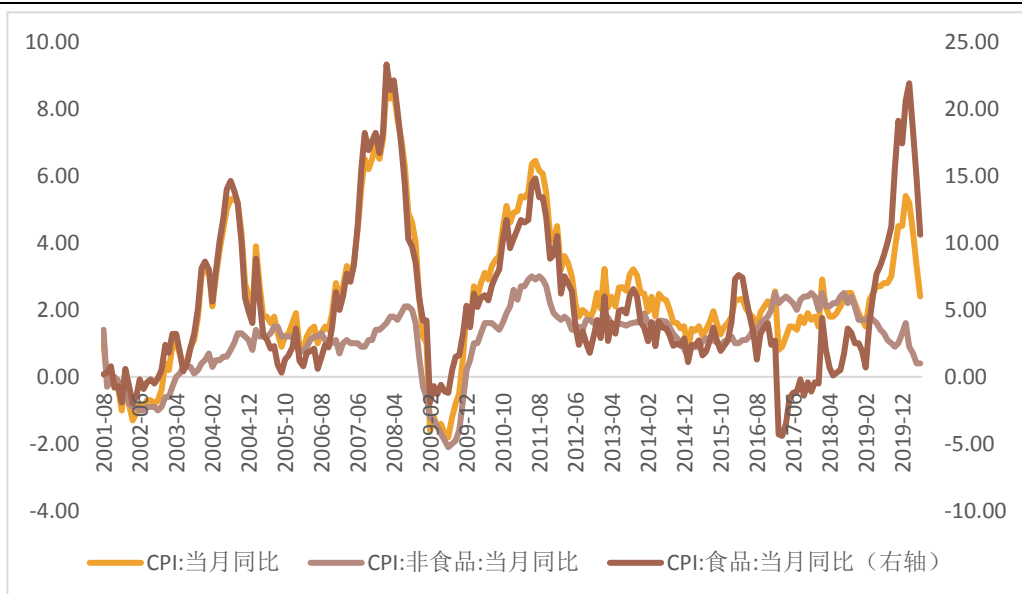
需警惕中美贸易摩擦陡然升级，美国经济数据不及预期、疫情在欧、美、印度、巴西和非洲的超预期爆发风险。当前商品市场对负面消息高度敏感，需警惕黑天鹅事件的冲击，关注短期利率变化。

图 1: PPI 同比与环比: 单位: %



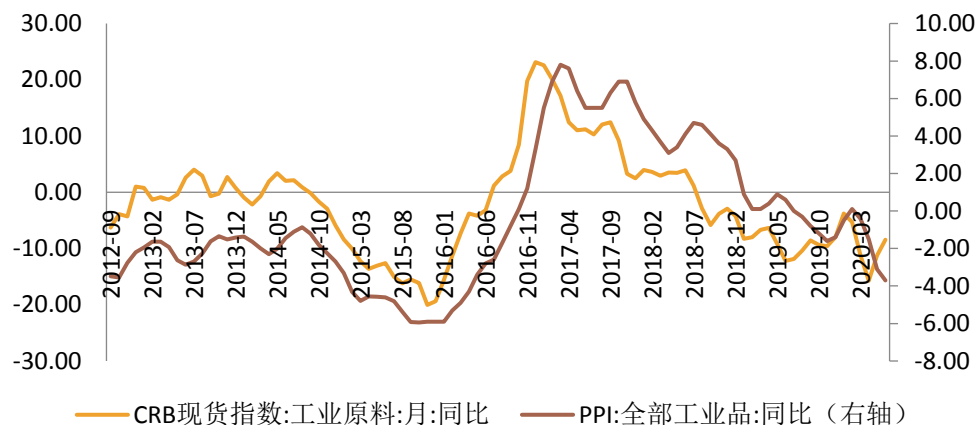
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 2: CPI、非食品 CPI、食品 CPI 同比: 单位: %



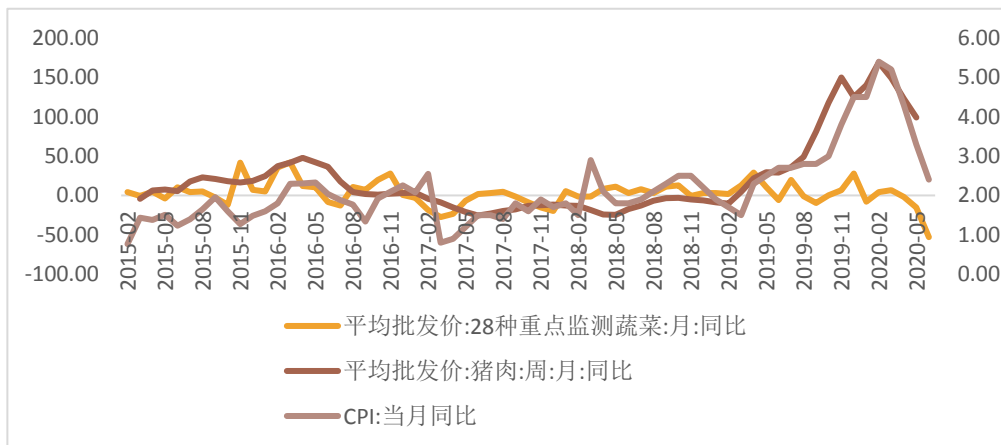
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 3：CRB 工业原料同比与 PPI 同比：单位：%



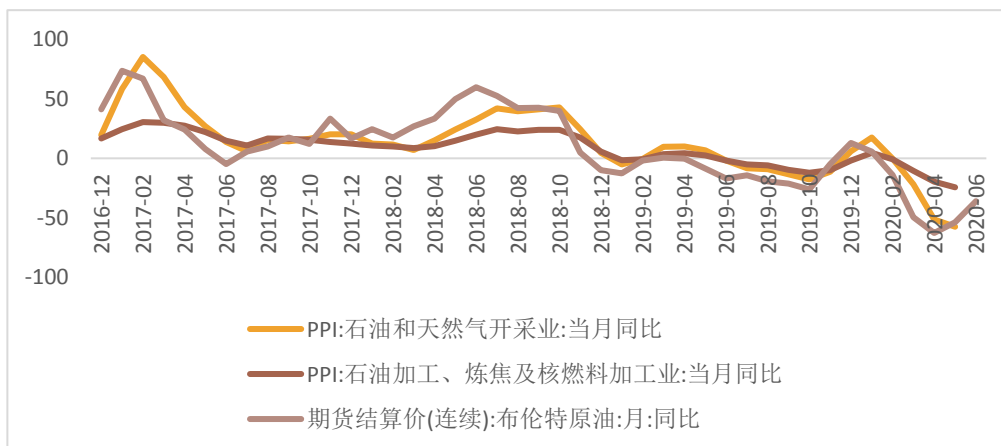
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 4：CPI 同比、猪价同比与蔬菜价格同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 5：我国石油产业 PPI 同比与布伦特原油价格同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

四、 风险提示

疫情在全球超预期蔓延，中美贸易摩擦超预期升级，全球经济增长不及预期。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。