

## 消费疲软继续拉低物价，政策以时间换空间等待基本面好转

### 2023年5月通胀分析

#### 核心内容：

- **居民必需品平稳，非必需品价格回落** 5月份CPI同比0.2%，环比-0.2%，CPI环比继续下行，符合季节性特点。5月份CPI商品价格回落，家庭器具、交通工具、通讯工具等价格走低，服装季节性小幅走高，说明商品价格的回落集中在工业品。服务价格小幅上行，但旅游价格回落，整体对价格的贡献度为负。
- **5月份CPI受到低基数影响** 8月份后基数水平才会开始上行，这意味着截止8月前CPI可能都显得较为疲弱。**环比来看，5月份农产品价格季节性走低，工业品和非必需类服务价格走低** (1)农产品价格季节性回落；(2)工业商品继续下滑。家用器具、交通工具下滑、通讯工具、车用燃料、水电燃料回落；(3)日用商品价格偏稳定。服装上行，医疗保健上行；(4)服务类价格小幅回落。家庭、教育价格平稳，医疗和其他服务走高，交通工具维修、通信服务回落。**同比来看，核心CPI小幅回落，主要是工业品价格回落带来的，基础消费品价格仍然上行**交通工具和通讯价格、居住、生活用品价格要低于2022年，但农产品、教育文化、医疗、衣着和其他服务业回升。
- **价格疲软贯穿全年，下半年稍有好转** 2023年全年处于低通胀水平，商品价格的不振影响了物价运行。从1-5月份来看：(1)基数水平较低；(2)疫情后需求缓慢回升，供给超过需求，对物价带来冲击；(3)服务类价格的恢复也较为缓慢，2023年很难恢复至疫情前的水平。
- **物价可能在4季度小幅回升** (1)物价的低速为货币政策开启空间，下半年货币政策仍然有所期待；(2)1季度大幅的信贷投放在下半年拉动需求。预计2季度CPI在0.2%左右运行，全年物价水平在0.6%左右。
- **原材料快速下行带动PPI继续回落** 5月份全国工业生产者出厂价格(PPI)同比-4.6%，环比下跌0.9%。生产资料中采掘价格回落速度最快，而生活资料中食品和耐用品价格回落。6月份PPI同比水平在-4.6%左右，2023年全年预计在-2.4%左右。
- **5月份PPI加速下行，上游原材料价格走低是主要原因，房地产终端需求的不振直接影响了黑色系产品价格**上游原材料价格的下行动力在5月份得以释放，6月份PPI环比波动减弱，但基数影响下PPI仍然低迷，2季度PPI处于底部区域。
- **政策以时间换空间，3季度初现曙光** CPI和PPI继续低迷，终端需求的疲弱。5月生产淡季，上中游行业价格快速回落，工业商品价格走低。政策层以时间换空间，等待居民平衡资产负债表、企业平衡生产和库存、商品平衡供给和需求、美国平衡通胀和加息。下半年政策力度可能加大。

#### 分析师

许冬石  
☎：(8610) 8357 4134  
✉：xudongshi@chinastock.com  
分析师登记编码：S0130515030003

#### 风险提示

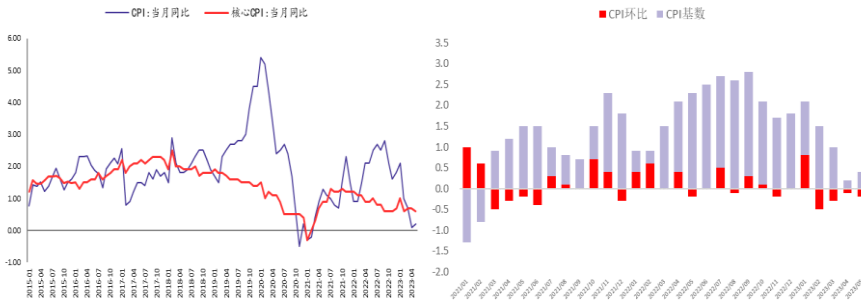
居民消费恢复不及预期的风险、房地产恢复不畅的风险、美联储继续加息的风险

## 一、居民必需品平稳，非必需品价格回落

5 月份全国居民消费价格同比（CPI）小幅回升，环比回落，核心 CPI 小幅走低。5 月 CPI 同比增速 0.2%，比 4 月份上行 0.1 个百分点。5 月份 CPI 环比下行 0.2%；其中食品价格环比下行 0.7%，非食品价格下行 0.1%。核心 CPI 同比增速 0.6%，环比保持平稳。

图 1: CPI 同比下行 (%)

图 2: CPI 环比季节性回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

5 月份 CPI 环比回落，符合季节性特点，并且其环比回落的幅度仍然在历史区间范围之内。5 月份基数的影响仍然较强，这种高基数的影响到今年 8 月份才会逐步回落。5 月份 CPI 变化较小，商品价格回落显示我国消费仍然较为低迷，家庭器具、交通工具、通讯工具等工业品价格继续回落，服装季节性小幅走高，说明商品价格的回落集中在工业品。服务价格小幅上行，但旅游价格回落，但整体对价格的贡献度为负。本月通胀变化显示几个特点：

**第一，5 月份 CPI 仍然受到低基数影响。**CPI 环比下行 0.2%，5 月翘尾水平 0.4%，基数处于弱势波动阶段。自 4 月份起 CPI 的基数都属于弱势波动，8 月份后基数水平才会开始上行，这意味着截止 8 月前 CPI 可能都显得较为疲弱。

**第二，5 月份农产品价格季节性走低，非食品中工业商品和非必需类服务价格走低。**5 月天气晴好，受到季节性影响 5 月食品全线走低。5 月份蔬菜价格下行 3.4%，鲜果下行 0.3%，鸡蛋下行 1.3%，天气状况较好，农产品供应较为充足。5 月份猪肉价格继续下行 2.0%，猪肉仍然处于供给充足以及需求疲弱的状态，但猪肉价格已经处于底部区域。非食品价格小幅回落：

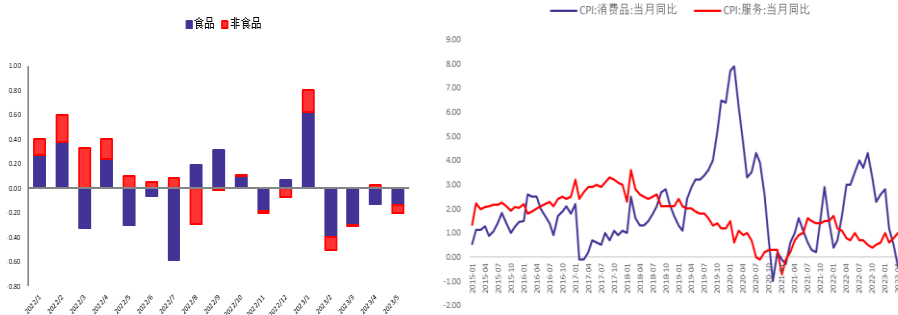
(1) 工业类商品继续下滑。家用器具下滑 0.6%，交通工具下滑 0.4%，通讯工具下滑 0.8%，车用燃料和水电燃料价格分别下行 0.2 个百分点。(2) 日用型商品价格偏稳定。服装价格上行 0.4%，符合季节性特征；医疗保健价格上行 0.1%。(3) 服务类价格小幅回落。家庭、教育等服务价格平稳，医疗和其他服务价格走高，但交通工具维修、通信服务等价格回落。

从食品和非食品价格变化中可以看到，农产品价格随季节性波动，必需品的价格仍然平稳，但非必需品以及工业类商品价格疲软。

**第三，消费品下滑幅度减弱，服务类回落，整体物价恢复并不顺畅。**5 月份服务类价格环比下行 0.1%，同比上行 0.9%，服务类价格小幅回落。消费品价格 5 月份环比下行 0.2%，消费品价格下跌幅度 5 月份有所减弱，但整体仍疲软。

图 3: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)

图 4: CPI 中商品和服务价格变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

第四, 5月核心CPI小幅回落, 主要是工业品价格回落带来的, 基础消费品价格仍然上行。从同比来看, 食品烟酒同比上行, 本年度农产品价格比上年度要高, 主要是食用油、鲜果、烟草酒类、粮食带来的, 鲜菜和猪肉价格下行。交通工具和通讯价格、居住、生活用品价格要低于2022年, 但教育文化、医疗、衣着和其他服务业回升。可以看到, 核心CPI的回落主要是工业品价格回落带来的, 我国居民基础消费品价格仍然在上行。

表1: CPI各部门价格同比变化

近四个月同比 (%)	大类				交通和通信								教育文化和娱乐		
	CPI	食品	非食品	核心CPI	↓ 交通工具	交通工具用燃料	交通工具使用维修	通信工具	通信服务	邮政服务	↓ 教育服务	旅游	↓ 教育服务	旅游	
2023-05	0.2	1.0	0.0	0.6	-3.9	-4.2	-11.1	0.5	-2.1	-0.3	0.2	1.7	1.2	8.0	
2023-04	0.1	0.4	0.1	0.7	-3.3	-4.0	-10.4	0.6	-2.3	-0.2	0.2	1.9	1.1	9.1	
2023-03	0.7	2.4	0.3	0.7	-1.9	-3.3	-6.4	0.9	-2.2	-0.2	0.2	1.4	1.1	5.3	
2023-02	1.0	2.6	0.6	0.6	0.1	-1.8	0.5	0.5	-1.2	-0.2	0.1	1.2	1.3	3.0	
近四个月同比 (%)	食品烟酒														
↓	粮食	食用油	鲜菜	高肉类	猪肉	牛肉	羊肉	禽肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果	烟草	酒类	
2023-05	1.2	0.5	3.6	-1.7	-1.0	-3.2	-1.9	0.0	0.0	-1.5	0.6	3.4	1.4	1.0	
2023-04	0.8	1.1	4.8	-13.5	2.2	4.0	-1.1	-2.9	0.0	-0.9	1.2	5.3	1.3	0.9	
2023-03	2.1	2.0	5.8	-11.1	4.6	9.6	-0.3	-2.8	0.0	-0.2	7.8	1.1	11.5	1.3	
2023-02	2.1	2.7	6.4	-3.8	1.9	3.9	-1.0	-4.1	0.0	-1.5	7.8	1.5	8.5	1.3	
近四个月同比 (%)	衣着			居住		生活用品及服务			医疗保健			其他用品和服务			
↓	服装	加工服务	鞋类	↓ 房租	水电燃料	↓ 家用器具	家庭服务	↓ 中药	西药	医疗服务	其他用品和服务				
2023-05	0.9	1.0	0.0	0.8	-0.2	-0.3	-0.4	-0.1	-1.8	1.9	1.1	4.4	0.3	1.1	
2023-04	0.9	0.9	0.0	0.8	-0.2	-0.3	-0.2	0.1	-1.2	1.9	1.0	4.1	0.4	1.0	
2023-03	0.8	0.9	0.0	0.5	-0.3	-0.5	-0.1	0.7	-0.2	2.0	1.0	4.1	0.5	0.9	
2023-02	0.7	0.8	0.0	0.1	-0.1	-0.5	0.7	1.4	-0.6	1.9	1.0	4.0	0.4	1.0	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、价格疲软贯穿全年, 下半年稍有好转

5月份CPI环比回落, 整体回落幅度符合历史规律, 但由于基数较低, 5月份CPI同比仍然较低。2023年5月份终端需求仍然显得疲弱, 商品价格下行, 服务价格略有回落。5月份价格出现分化, 农产品价格季节性走低, 符合历史规律, 居民必需品消费仍然上行, 但工业产品价格下行, 居民非必需消费疲软。总体来讲, 5月份CPI的运行显示居民消费疲软, 等待居民消费恢复需要时间。

2023年6月份翘尾水平在0.2%。6月份天气炎热, 不利于蔬菜等农产品生长, 蔬菜价格可能止跌, 猪肉价格由于供给减少可能小幅回升。非食品价格方面, 商品类价格可能继续回落, 服务类价格上行。6月份预计CPI环比小幅波动, 6月份同比预计在0.3%左右运行。

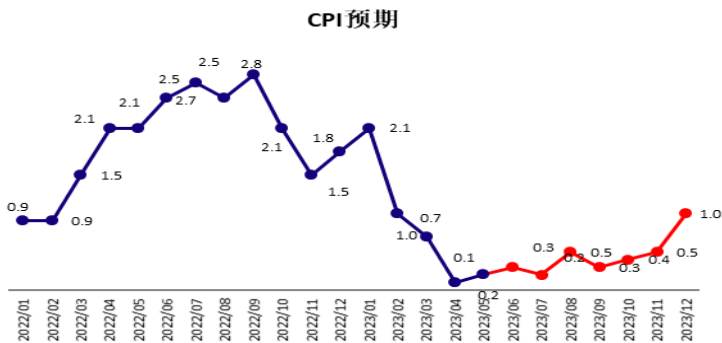
2023年全年物价低位运行, 物价可能在4季度回升, 预计2季度CPI在0.2%左右运行, 全年物价水平在0.6%左右。

2023 年全年处于低通胀水平，商品价格的不振影响了物价运行，而需求的疲软对商品价格的支持有限。从 2023 年 1-5 月份来看：(1) 2023 年基数水平较低；(2) 疫情后收入预期恢复需要时间，需求缓慢回升，供给超过需求，对物价带来冲击；(3) 1-5 月份显示服务类价格的恢复也较为缓慢，2023 年很难恢复至疫情前的水平；(4) 房地产仍然处于观察阶段，房价-房租-工资螺旋在 2023 年仍然难以建立，对物价推动有限。

物价可能在 4 季度小幅回升：(1) 央行在观察稳增长的效果，物价的低迷为货币政策开启空间，下半年货币政策仍然有所期待；(2) 1 季度大幅的信贷投放可能会缓慢见效，继而在下半年影响需求。

现阶段，货币政策的效果、需求的恢复速度是关注的重点，但 2 季度的需求恢复偏缓，物价回升速度也偏缓。综合来看，2 季度后物价偏弱运行，全年物价可能均处于较低的状态。

图 5：2023 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 三、原材料快速下行带动 PPI 继续回落，2 季度是出厂价格低点

5 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-4.6%，环比下跌 0.9%。PPI 生产资料和生活资料环比下行；其中生产资料中采掘价格回落速度最快，而生活资料中食品和耐用品价格回落。

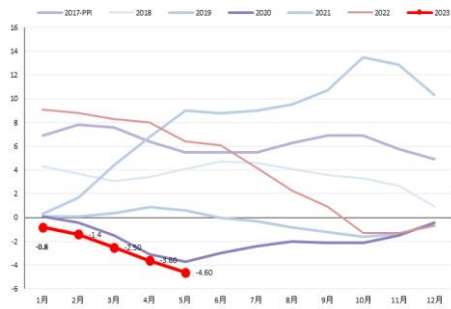
5 月份 PPI 环比下行，能源品价格全线走低：(1) 国际原油价格 5 月份回落，国内油品相关出厂价格下跌；布伦特和 WTI 原油期货价格 5 月份分别上行 9.0%和 9.5%；石油和天然气开采业价格下行 2.1%；(2) 煤炭期货价格回落，但煤炭出厂价格大幅走低。煤炭开采和洗选业价格下行 5.2%，5 月份焦煤期货价格下行 16.3%，焦炭价格下行 11.0%；(3) 黑色系价格下跌，铁矿石价格回落，下游需求较弱使得钢材价格走低。黑色金属采矿业环比下行 3.9%，黑色压延加工下行 4.2%；(4) 下游价格回落。计算机通讯和电子产品价格下行 0.3%，食品制造业下行 0.2%，农副食品加工价格下行 0.7%，汽车下行 0.2%。

5 月份 PPI 加速下行，上游原材料价格走低是主要原因，房地产终端需求的不振直接影响了黑色系产品价格。上游原材料价格的下行动力在 5 月份得以释放，6 月份 PPI 环比波动减弱，但基数影响下 PPI 仍然低迷，2 季度 PPI 处于底部区域。

另一方面，下半年 PPI 回升：(1) 下游开工稍有好转，黑色系产品价格可能有所回升；(2) 国内需求缓慢上行，国内政策持续支持，带动终端产品价格小幅上行，这种影响更可能在下半年到来。

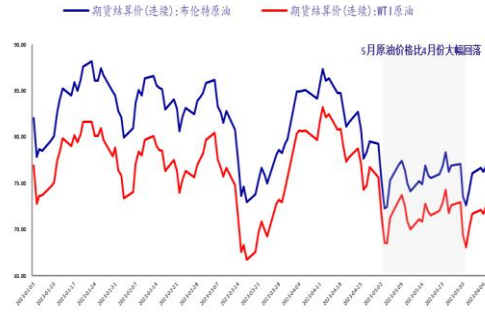
预计 2023 年 6 月份原油和煤炭价格平稳，其他价格弱势，PPI 环比波动减弱，6 月份 PPI 同比水平在-4.6%左右。2023 年 PPI 受到基数影响，预计在-2.4%左右。

图 6: 5 月份 PPI 同比低位运行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 原油期货价格 (美元/桶)



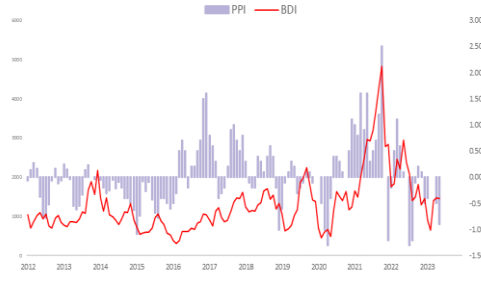
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 物流指数平稳 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tanganling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tanganling_bj@chinastock.com.cn)