

## 价格在变平：5月物价数据印象

### 报告要点：

#### ● CPI被食品价格扳回一城，才没有陷入同比负增长：

- 1) CPI与核心CPI因食品价格而暂时分化，5月CPI同比+0.2%，较上月提高0.1个百分点；核心CPI同比+0.6%，较上月下降0.1个百分点；
- 2) 其实食品里上涨的主要是鲜菜，鲜菜价格之前跌到了偏深的位置，于是这一次菜价出现了一些回暖。鲜菜的供应弹性很大，我们把鲜菜当作一个波动项去看就好，没必要研究过细。

#### ● 但从趋势上，CPI看起来还是在往下走：

- 1) 猪肉价格正式进入同比负增长，原油价格也在进一步下跌；
- 2) 消费复苏也在收尾，衣着项结束了节后的回暖，旅游项同比涨幅显著收窄。

#### ● CPI是否会陷入通缩，关键看“通胀-需求”的负向循环到什么时候能止住：

- 1) 如果把粮食、猪肉及其他食品价格结合看，目前食品价格是需求问题；
- 2) 这种在食品层面的消费降级，是我们之前始料未及的，这说明大家的财富幻觉的破灭非常快速；
- 3) 如果这种深化到食品层面的降级持续，不排除CPI后续会进入负增长。

#### ● 但外围的通缩环境可能会变稳定一些，虽然本期PPI数据还是低于预期：

- 1) 5月PPI为2016年初以来的最大降幅；
- 2) 越靠近上游的价格表现越弱，即采掘工业弱于原材料工业再弱于加工工业，这个结构也是正常结构，说明此次PPI通缩还是因金融属性重估了上游资源所致。

#### ● 在这次下行后，PPI继续下行的空间已不大，但这并不意味着新一轮商品周期的启动：

- 1) 从全球货币量推算，当前PPI已探到本轮周期的底部，也许6月会迎来最后一跌；
- 2) 但PPI探底后也是缺乏弹性的，经验上，货币已经变成商品弹性的最大矛盾，即使供需关系有改善，但货币条件变化不大时，商品上行的弹性也是非常有限的；
- 3) 归根来说，全球必须摆脱高利率环境，否则PPI即使见底，也是L型平底。

#### ● PPI逐步变平会带来两个变化：

- 1) 下半年企业利润受PPI下行的重估压力会逐步变轻，经济也可能会逐步变平；
- 2) 如果油价接近底部的话，将会在一定程度上使CPI摆脱猪油双杀的局面，CPI即使后续会探到负增长，给市场的感受是可控的。

#### ● 总环境其实没有变化，货币政策还需要宽松，风险偏好仍然在下降，但从加速度上，应该最疾风暴雨的时刻正在过去：

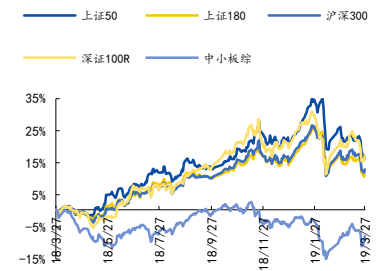
- 1) 基本面和风险偏好的变平不意味着情况会很快好转，但意味着情况变差的速度在变缓，在这个过程中，即使占优的纯债资产，其收益空间也是不大的；
- 2) 资产配置也许会逐步进入一个混沌期，在此期间，各个大类资产不会有太显著的波动及收益，在流动性这个线索带来的收益明显变窄之后，我们还是推荐大家更多关注剩余流动性逻辑：适度参与超长期利率债、博弈A股市场中短时难以证伪的AI产业链及高股息机会。

**风险提示：**宏观政策落地不及预期，海外风险超预期。

### 主要数据：

上证综指：	3213.59
深圳成指：	10722.87
沪深300：	3820.19
中小盘指：	3922.42
创业板指：	2123.96

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

- 《国元总量：大城小债的那些事儿 20230526-20230602》2023.06.04
- 《关于宏大叙事的周期》2023.06.04

### 报告作者

分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

## 投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188