

2023年06月10日

消费需求有待进一步提振——5月通胀数据点评

——宏观经济点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：5月CPI同比上涨0.2%，预期0.3%，前值0.1%；PPI同比下跌4.6%，预期-4.3%，前值-3.6%。

● CPI同比涨幅下降，核心CPI环比回落

5月CPI同比上升0.1个百分点至0.2%，环比跌幅扩大0.1个百分点至-0.2%。

(1)食品项：供需基本面偏宽，蔬菜、猪肉价格降幅收窄。

5月食品项环比降幅较上月收窄0.3个百分点至-0.7%。蔬菜方面，随气温上升、生产进入旺季，而需求亦有所回升，蔬菜价格下降速度放缓；往后看，预计蔬菜价格大概率延续季节性下滑趋势，但斜率将较为平缓。猪肉方面，供给端生猪出栏压力仍大，猪肉价格继续小幅下行；往后看，前三季度供给偏宽，预计短期内猪价震荡偏弱运行，中长期仍将处于低位区间。

(2)非食品项：旅游价格带动非食品环比回落。

5月CPI非食品项环比较上月下降0.2个百分点至-0.1%。分项看，环比涨幅明显上行的行业有交通工具用燃料、衣着；涨幅较前月明显下降的行业有旅游、通信工具等。季节性上看，明显高于季节性的分项是衣着、旅游。明显低于季节性的分项是家用器具、交通工具用燃料。需要指出的是，CPI旅游项环比虽下降但仍明显高于季节性，反映5月出行消费价格主要受节后出行需求季节性回落影响，出行消费韧性仍略好于季节性。

(3)核心CPI、服务CPI环比回落。

5月核心CPI比较前值回落0.1个百分点至0.6%，环比较前值回落0.1个百分点至0%。结合5月服务业PMI较上月下降、CPI服务环比由正转负、BCI指数下降来看，服务消费、中小企业经营修复速度已放缓。需要注意的是，服务CPI环比明显低于季节性，反映总体消费修复动能相对不足，或部分受二次疫情影响，而更多是由于前期疫后场景恢复带来的消费高景气修复结束后，居民收入与信心弱修复未能驱动新一轮消费反弹，后续有待收入增长与扩大消费的相关政策发力。

● PPI同环比降幅均扩大，价格传导有所改善

5月PPI同比降幅扩大1个百分点至-4.6%，环比降幅扩大0.4个百分点至-0.9%。

(1)多重复合指标显示，原材料成本下降，价格传导有所改善。

CPI-PPI同比剪刀差扩大，PPI生活资料-生产资料同比增速差扩大；同时，上游的采掘工业、原材料工业、加工工业同比涨幅较前值继续回落，下游产品同比涨幅整体小幅回落。综合以上复合指标，企业原材料成本压力持续减小，价格传导有所改善。据我们测算的价格传导指数（CTIC指数）来看，截至4月价格传导较好的有金属制品、专用设备制造、农副食品加工、食品制造、纺织、木材加工、造纸、医药制品、橡胶和塑料制品、汽车制造。

(2)40个工业行业看，供给充足而需求释放不足，大宗商品价格普跌。

能源方面，供给实际减量偏低，而海外制造业维持低迷，带动国内油气开采业产品价格下降，PPI石油和天然气开采环比由正转负；供给端大秦线检修结束与进口煤大量补充，叠加下游需求不及预期，PPI煤炭开采和洗选业环比降幅扩大。金属方面，供给端成本下调、供应充足而需求端海内外表现不及预期，黑色、有色、非金属矿价格环比普跌。

● 预计6月CPI同比维持不变、PPI同比降幅扩大

预测6月CPI环比回升至0%左右，CPI同比涨幅维持在0.15%左右，全年同比在0%-1%之间；6月PPI环比继续下行，同比降幅扩大且触底，全年同比下修至-3%至-2%之间。5月PPI同比环比均呈现下跌态势，主要受全球经济增长放缓、国内需求弱复苏、煤炭国内供给约束放松与进口增加、同期基数较高影响。5月CPI同比读数较低、环比回落则受同期华东疫情高基数、蔬菜猪肉价格持续下跌、以及居民收入与信心恢复不足的影响。从核心CPI来看，服务消费修复速度暂时放缓，叠加地产不景气、居民信心不足导致的实物消费疲软，带来核心CPI环比回落。未来看，二次疫情影响将趋于减弱，三季度将进入传统消费旺季，近期商务部密集颁布促进汽车、家电等大宗消费的举措，政策助力下，消费有望延续修复，带动核心CPI提升。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《“填坑”效应消退，出口压力显现——5月进出口数据点评—宏观经济点评》-2023.6.7

《矛盾的就业数据或驱使联储6月“按兵不动”——美国5月非农就业数据点评—宏观经济点评》-2023.6.3

《ESG视角下央企估值回归的合理性探究—宏观经济专题》-2023.6.2

目 录

1、 CPI 同比涨幅下降，核心 CPI 环比回落.....	3
1.1、 食品项：供需基本面偏宽，蔬菜、猪肉价格降幅收窄.....	3
1.2、 非食品项：旅游价格带动非食品环比回落.....	4
1.3、 核心 CPI、服务 CPI 环比回落.....	4
2、 PPI 同环比降幅均扩大，价格传导有所改善.....	5
2.1、 多重复合指标显示，原材料成本下降，价格传导有所改善.....	5
2.2、 供给充足而需求释放不足，大宗商品价格普跌.....	5
3、 后续通胀预测：6 月 CPI 同比维持不变、PPI 同比降幅扩大.....	7
3.1、 CPI 预测：预计 6 月 CPI 同比维持不变.....	7
3.2、 PPI 预测：预计 PPI 同比降幅扩大.....	7
3.3、 期待政策助力消费回暖.....	7
4、 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 2023 年 5 月 CPI 同比回升.....	3
图 2： 2023 年 5 月食品价格环比降幅收窄.....	3
图 3： 2023 年 5 月旅游 CPI 环比回落.....	4
图 4： 2023 年 5 月旅游价格环比好于季节性.....	4
图 5： 2023 年 5 月核心 CPI、服务 CPI 同比回落.....	5
图 6： 2023 年 5 月服务业 PMI 与 BCI 指数环比有所回落.....	5
图 7： 截至 2023 年 4 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数.....	6
图 8： 受 2022 年高基数影响，PPI 同比持续下滑.....	7
图 9： PPI 重点工业品环比价格下跌.....	7
图 10： CPI 和 PPI 预测.....	8
图 11： CPI-PPI 预测.....	8

5月CPI同比上涨0.2%，预期0.3%，前值0.1%；PPI同比下跌4.6%，预期-4.3%，前值-3.6%。

1、CPI同比涨幅下降，核心CPI环比回落

5月CPI同比涨幅上升0.1个百分点至0.2%，环比跌幅扩大0.1个百分点至-0.2%。CPI数据显示5月出行消费修复有所放缓，带动非食品CPI环比回落。食品CPI环比降幅收窄，主因蔬菜、猪肉价格下降速度放缓。服务CPI环比年初以来首次明显低于季节性，反映总体消费修复动能相对不足，或部分受二次疫情影响，而更多是前期疫后场景恢复带来的消费高景气修复结束后，居民收入与信心弱修复未能驱动新一轮消费反弹，后续有待收入增长与扩大消费的相关政策发力。

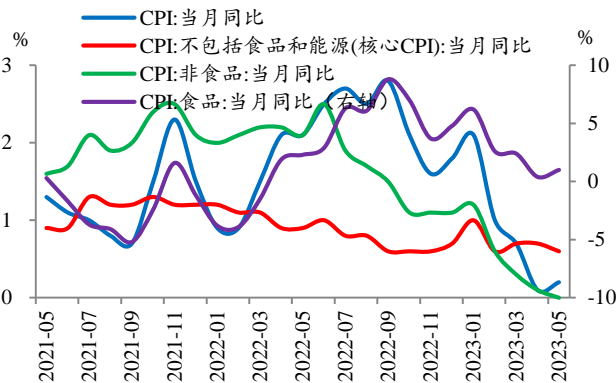
1.1、食品项：供需基本面偏宽，蔬菜、猪肉价格降幅收窄

5月食品项环比降幅较上月收窄0.3个百分点至-0.7%。蛋类价格环比降幅扩大，水产品价格环比涨幅收窄，猪肉、鲜菜、鲜果价格环比降幅较上月收窄。

蔬菜方面，随气温回升，蔬菜进入生产旺季，而需求有所回升，蔬菜价格下降速度放缓，5月CPI鲜菜环比跌幅较上月收窄2.7个百分点至-3.4%。往后看，6月蔬菜仍处供给旺季，蔬菜价格大概率延续季节性下滑趋势，但斜率将较为平缓。高频指标看，截至6月8日的28种重点监测蔬菜平均批发价环比下跌1%。

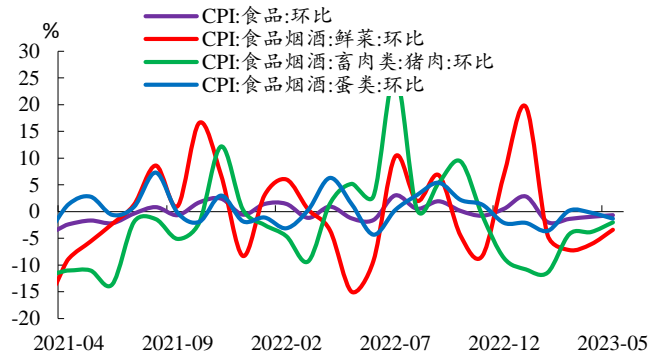
猪肉方面，供给端生猪出栏压力仍大，猪肉价格继续小幅下行，5月CPI猪肉环比跌幅收窄1.8个百分点至-2%。长期看，能繁母猪存栏量于2022年4月至12月连续上升8个月，前三个季度供给偏宽；短期看，一方面，产能较为充裕，猪价仍有下行压力；另一方面，猪肉消费恢复速度偏慢，需求端支撑动能有限。总体看，预计短期内猪价震荡偏弱运行，中长期仍将处于低位区间。

图1：2023年5月CPI同比回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023年5月食品价格环比降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

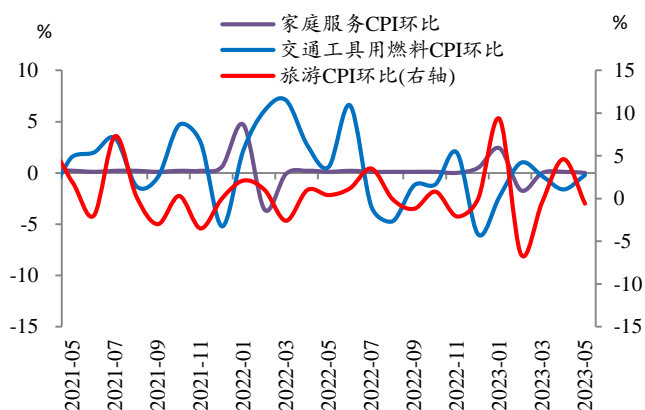
1.2、非食品项：旅游价格带动非食品环比回落

5月CPI非食品项环比较上月下降0.2个百分点至-0.1%。分项看，环比回落主要源于旅游价格下降。

(1) 与上月相比，环比涨幅明显上行的行业有交通工具用燃料（环比降幅收窄，较上月上升1.4个百分点至-0.2%）、衣着（环比由负转正，较上月上升0.5个百分点至0.4%）。涨幅较前月明显下降的行业有旅游（环比由正转负，较上月下降5.2个百分点至-0.6%）、通信工具（环比较上月下降0.4个百分点至-0.8%）等。

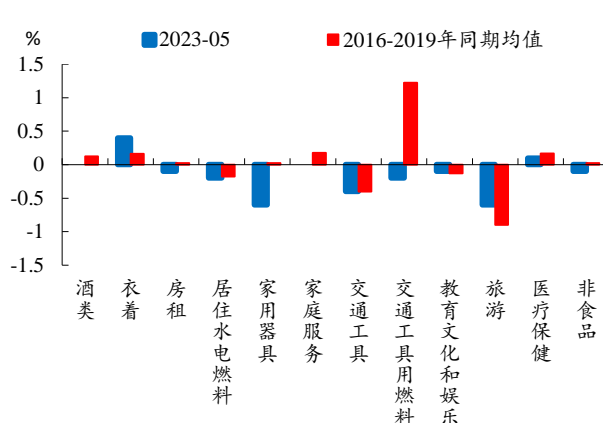
(2) 与环比的季节性规律（指疫情前2016-2019年同期均值，下同）相比，明显高于季节性的分项是衣着、旅游。明显低于季节性的分项是家用器具、交通工具用燃料。需要指出的是，CPI旅游项环比虽下降但仍明显高于季节性，反映5月出行消费价格主要受节后出行需求季节性回落影响，出行消费韧性仍略好于季节性。此外，CPI家用器具价格明显低于季节性反映大宗实物消费仍有待进一步修复。

图3：2023年5月旅游CPI环比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

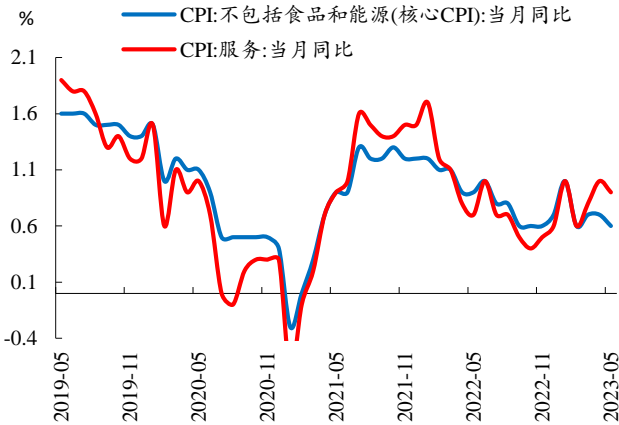
图4：2023年5月旅游价格环比好于季节性



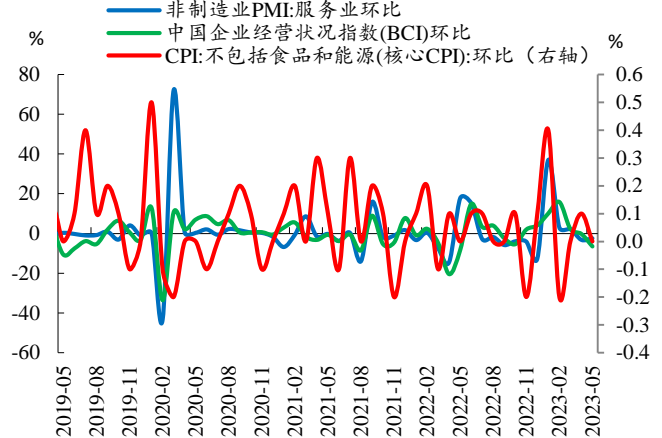
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、核心CPI、服务CPI环比回落

5月剔除食品和能源的核心CPI同比较前值回落0.1个百分点至0.6%，环比较前值回落0.1个百分点至0%。结合5月服务业PMI较上月下降1.3个百分点至53.8%，CPI服务环比下降0.4个百分点至-0.1%，中国企业经营状况指数（BCI）下降3.8个百分点至55%来看，服务消费、中小企业经营修复速度有所放缓。需要注意的是，核心CPI环比低于季节性，其中服务CPI环比明显低于季节性，反映总体消费修复动能相对不足，或部分受二次疫情影响，而更多是前期疫后场景恢复带来的消费高景气修复结束后，居民收入与信心弱修复未能驱动新一轮消费反弹，后续有待收入增长与扩大消费的相关政策发力。我们关注到，6月8日，商务部发布组织开展汽车促消费活动的通知，计划开展“百城联动”汽车节和“千县万镇”新能源汽车消费季活动；6月9日，商务部发布关于做好2023年促进绿色智能家电消费的通知，提出扎实推进绿色智能家电下乡。

图5：2023年5月核心CPI、服务CPI同比回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023年5月服务业PMI与BCI指数环比有所回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、PPI 同环比降幅均扩大，价格传导有所改善

5月PPI同比降幅扩大1个百分点至-4.6%，环比降幅较上月扩大0.4个百分点至-0.9%。

2.1、多重复合指标显示，原材料成本下降，价格传导有所改善

(1) CPI-PPI 同比剪刀差扩大，5月较前值上升1.1个百分点至4.8%，指向上游价格回落带来成本下降。PPI 生活资料-生产资料同比增速差扩大 0.7个百分点至5.8%；PPI-PPIRM 同比增速差较上月上升0.5个百分点至0.7%；同时，受2022年同期高基数影响，上游的采掘工业、原材料工业、加工工业同比涨幅较前值回落，且更接近原料端的采掘工业与原材料工业同比回落幅度更大，下游产品同比涨幅整体小幅回落。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游原材料成本下降速度快于下游消费品，企业原材料成本压力持续减小，价格传导有所改善。

(2) 根据我们测算的价格传导指数（CTIC 指数）来看，中下游行业价格传导较上月整体有所改善，但仍有一部分行业价格传导受阻。截至4月，价格传导较好的有金属制品、专用设备制造、农副食品加工、食品制造、纺织、木材加工、造纸、医药制品、橡胶和塑料制品、汽车制造。其余中下游行业则价格传导仍然存在一定梗阻。

2.2、供给充足而需求释放不足，大宗商品价格普跌

(1) 能源方面，原油供给实际减量偏低，而海外制造业维持低迷，带动国内油气开采业产品价格下降，PPI石油和天然气开采环比由正转负；煤炭供给端大秦线检修结束与进口煤大量补充，叠加下游需求不及预期，PPI煤炭开采和洗选业环比降幅扩大。

5月OPEC+开始减产，但俄油出口仍维持高位，美国产量回升，供给实际减量偏低，需求端海外制造业景气度维持低迷，国内经济温和复苏，布伦特原油期货价格5月环比回落-9.5%，WTI原油期货环比回落9.8%，带动国内油气开采业产品价

格下降。PPI 石油和天然气开采业环比由正转负，较上月下降 2.6 个百分点至-2.1%，石油加工、化学制品等石油链产品价格环比均有明显下降。

煤炭价格环比继续回落。动力煤方面，大秦线检修结束与进口煤大量补充，叠加下游需求不及预期，煤价承压下行，秦皇岛动力末煤 5 月期货价格环比下降 7.3%，供给同比宽松，当前偏弱运行；焦煤方面，供给端维持宽松，价格继续下行，但下游阶段性补库需求支撑下，产地煤矿出货压力有所缓解，价格大概率已到阶段性底部区间。总体看，PPI 煤炭开采和洗选业环比降幅较上月扩大 1.2 个百分点至-5.2%。

(2) 金属方面，供给端成本下调、供应充足而需求端海内外表现不及预期，黑色、有色、非金属矿价格环比普跌。

黑色方面，供给端原料价格下调带来成本大幅松动，需求端海外经济景气度低迷，国内需求表现平淡，螺纹钢价格持续下跌，PPI 黑色金属矿采选业环比降幅扩大，较上月下降 3.8 个百分点至-3.9%，PPI 黑色金属冶炼及压延加工业环比较上月下降 3.2 个百分点至-4.2%。

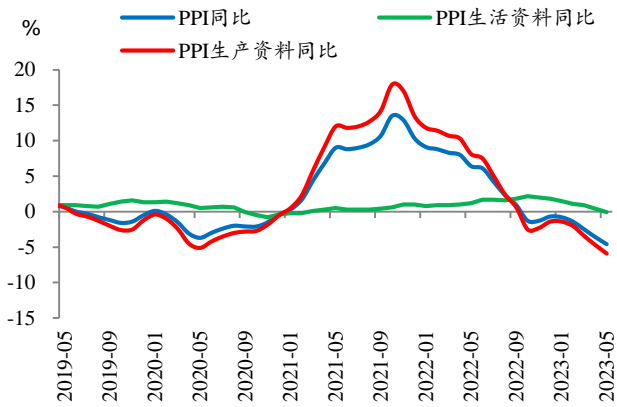
有色方面，上游秘鲁 Las Bambas 铜矿恢复满负荷运转，而下游铜材开工不及预期，铝加工企业订单下滑，终端汽车消费疲软，工厂开工下滑，有色价格下跌，国际铜月均期货价环比回落 5.2%，铝月均期货价环比回落 3.2%，PPI 有色金属矿采选业环比较上月下降 0.4 个百分点至-1%，PPI 有色金属冶炼及压延加工业环比较上月回落 1.3 个百分点至-1.1%。

非金属矿方面，成本端煤炭价格持续下行，旺季需求释放不足，5 月水泥价格回落，带动 PPI 非金属矿物制品业环比较上月下降 0.8 个百分点至-0.9%。

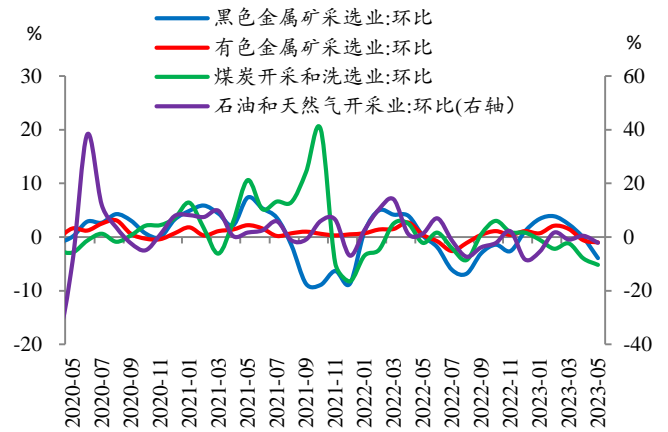
图7：截至 2023 年 4 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数

历史分位数 (2003年以来)	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	迷你图
上游																	
煤炭开采和洗选产品	68.80%	65.80%	73.20%	74.60%	72.20%	70.60%	73.30%	76.70%	84.40%	77.80%	65.00%	26.50%	2.40%	2.40%	19.60%	42.40%	
石油和天然气开采产品	71.30%	74.40%	81.40%	81.90%	84.10%	87.20%	88.50%	92.40%	95.70%	98.30%	99.50%	0.40%	1.60%	44.40%	83.10%	73.40%	
黑色金属矿采选产品	8.00%	7.90%	7.80%	12.30%	1.50%	1.40%	94.10%	88.40%	87.10%	81.60%	80.50%	91.70%	85.10%	68.00%	51.30%	46.70%	
有色金属矿采选产品	50.00%	52.30%	54.60%	55.30%	54.50%	44.70%	42.60%	42.00%	44.20%	87.30%	94.40%	90.40%	95.90%	98.60%	6.50%	25.90%	
非金属矿采选产品	46.00%	46.30%	45.20%	43.30%	46.10%	48.00%	57.60%	67.00%	87.80%	96.80%	97.90%	95.00%	99.10%	2.40%	5.30%	7.70%	
石油、煤炭及其他燃料加工业	64.70%	56.70%	53.40%	70.80%	60.20%	51.40%	53.80%	48.50%	43.60%	32.20%	35.00%	73.80%	95.40%	4.50%	22.10%	60.00%	
化学原料及化学制品制造业	61.20%	53.90%	28.10%	21.50%	24.20%	25.30%	22.00%	7.20%	5.70%	98.50%	93.00%	97.20%	90.50%	89.30%	80.20%	75.30%	
化学纤维制造业	12.90%	9.50%	4.60%	10.60%	11.90%	11.70%	11.70%	8.60%	28.50%	47.80%	70.80%	73.90%	62.10%	16.00%	18.40%	10.30%	
非金属矿物制品业	61.70%	60.60%	57.70%	48.40%	44.00%	34.80%	36.40%	35.40%	3.30%	97.40%	97.50%	97.90%	97.10%	96.70%	93.00%	84.80%	
黑色金属冶炼及压延加工业	53.20%	44.40%	29.60%	24.60%	15.10%	5.90%	95.50%	91.30%	92.90%	92.90%	94.40%	95.80%	93.20%	92.00%	67.10%	62.30%	
有色金属冶炼及压延加工业	48.30%	49.20%	49.60%	24.60%	16.60%	14.90%	102.0%	4.80%	95.70%	91.50%	91.60%	93.10%	90.50%	89.30%	84.20%	90.50%	
废弃资源及废旧材料回收加工业	51.90%	51.80%	51.40%	50.20%	48.00%	47.30%	0.40%	95.30%	90.80%	81.30%	77.30%	78.80%	75.60%	73.00%	68.60%	63.30%	
电力、热力生产和供应	66.90%	72.70%	69.30%	70.80%	81.60%	84.20%	86.40%	93.60%	96.20%	97.90%	97.00%	95.80%	93.80%	94.60%	0.80%	7.30%	
燃气生产和供应	64.70%	64.00%	73.20%	78.90%	79.40%	77.80%	80.50%	82.20%	82.30%	89.50%	90.80%	82.10%	95.00%	0.40%	12.70%	16.30%	
水的生产和供应	35.60%	33.70%	35.30%	35.60%	35.00%	32.70%	34.70%	38.80%	39.40%	41.40%	47.50%	69.20%	16.90%	23.00%	28.20%	28.50%	
中游																	
金属制品业	91.30%	90.00%	91.80%	92.20%	94.80%	95.70%	3.30%	16.00%	23.90%	29.20%	62.50%	71.30%	74.70%	81.80%	77.00%	73.40%	
通用设备制造业	72.90%	72.30%	70.90%	67.20%	81.70%	83.40%	96.00%	16.10%	20.60%	20.40%	22.50%	29.80%	25.90%	23.50%	22.60%		
专用设备制造业	79.50%	75.50%	78.20%	80.00%	82.50%	88.10%	96.00%	13.90%	18.40%	31.20%	23.40%	27.00%	41.00%	27.40%	41.10%	51.80%	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	78.20%	84.40%	88.30%	89.20%	94.80%	96.10%	97.40%	98.70%	7.90%	13.30%	12.00%	5.80%	9.90%	13.10%	22.90%	29.70%	
电气机械及器材制造业	72.60%	74.00%	76.20%	76.80%	79.00%	80.40%	86.80%	1.20%	5.00%	0.40%	52.90%	4.10%	2.90%	6.10%	11.40%	14.20%	
仪器仪表、通信和其他电子设备制造业	25.20%	25.90%	23.70%	21.80%	23.50%	25.10%	20.30%	5.00%	1.20%	92.80%	78.30%	74.20%	2.80%	30.00%	20.90%	28.50%	
橡胶业	75.60%	74.40%	68.10%	75.10%	82.90%	89.00%	90.20%	94.00%	99.50%	1.20%	0.40%	99.50%	2.00%	4.80%	5.70%	9.30%	
其他制造业	41.20%	43.30%	49.00%	46.80%	50.40%	57.30%	61.70%	88.70%	99.00%	4.60%	9.20%	7.30%	13.30%	15.90%	25.00%	30.30%	
金属制品、机械和设备修理业	33.60%	30.80%	32.20%	28.60%	66.60%	77.90%	91.40%	95.30%	2.30%	12.20%	9.80%	5.20%	8.20%	13.30%	16.90%	20.40%	
下游																	
农副食品加工业	14.50%	12.60%	21.80%	40.00%	45.40%	53.70%	57.30%	60.80%	62.80%	67.60%	69.40%	68.40%	70.20%	73.30%	84.20%	97.40%	
食品制造业	88.70%	93.60%	87.50%	61.50%	56.00%	50.70%	45.50%	43.40%	38.50%	36.60%	33.30%	26.00%	21.60%	1.80%	1.30%	98.70%	
酒、饮料和精制茶制造业	17.70%	14.20%	20.30%	24.60%	24.20%	23.80%	17.60%	39.10%	44.20%	63.30%	75.00%	78.00%	87.80%	90.60%	1.30%	3.80%	
烟草制品业	66.10%	66.60%	67.10%	67.60%	65.10%	61.10%	64.70%	71.00%	71.40%	4.10%	12.30%	2.70%	6.60%	14.40%	16.80%		
纺织业	69.10%	70.50%	76.70%	76.30%	71.30%	68.00%	70.70%	72.50%	47.40%	36.80%	73.30%	86.70%	90.00%	92.50%	83.10%	83.60%	
纺织服装服饰业	27.40%	26.90%	20.30%	23.00%	36.30%	70.10%	76.40%	89.80%	94.20%	98.50%	4.10%	4.10%	8.10%	9.30%	9.20%	7.70%	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	41.90%	41.20%	35.90%	26.10%	31.80%	47.70%	50.00%	68.10%	74.20%	77.40%	88.80%	89.00%	90.50%	96.00%	98.60%	3.80%	
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	58.00%	57.10%	64.00%	64.60%	66.60%	64.10%	63.20%	78.20%	85.70%	2.80%	41.60%	36.90%	68.90%	80.00%	69.70%	45.40%	
家具	48.30%	52.30%	50.00%	50.70%	72.70%	82.00%	83.80%	86.90%	95.70%	4.20%	11.10%	13.60%	17.50%	18.60%	18.40%	22.00%	
造纸和纸制品业	17.70%	9.50%	7.80%	9.20%	7.50%	8.90%	14.70%	20.20%	5.70%	16.90%	34.70%	39.70%	35.10%	37.30%	39.40%	48.00%	
印刷和记录媒介复制业	77.40%	79.30%	82.80%	81.50%	66.60%	79.10%	79.40%	86.90%	94.20%	2.80%	11.10%	17.80%	37.80%	58.60%	34.20%	33.70%	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	72.50%	77.70%	87.50%	86.10%	87.80%	92.50%	92.60%	95.60%	98.90%	21.10%	22.20%	15.90%	18.90%	26.60%	32.80%	35.00%	
医药制造业	40.30%	46.00%	46.80%	46.10%	45.40%	48.20%	50.00%	49.20%	55.70%	12.60%	58.30%	54.70%	9.40%	34.60%	44.70%	42.80%	
橡胶和塑料制品业	38.70%	38.00%	34.30%	29.20%	28.70%	25.30%	20.50%	11.50%	10.00%	92.90%	94.40%	94.50%	94.50%	92.00%	89.40%	86.30%	
汽车制造业	50.00%	57.10%	62.50%	63.00%	63.60%	58.20%	70.50%	33.30%	61.40%	50.70%	63.80%	65.70%	67.50%	72.00%	71.00%	68.80%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：受 2022 年高基数影响，PPI 同比持续下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：PPI 重点工业品环比价格下跌


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续通胀预测：6 月 CPI 同比维持不变、PPI 同比降幅扩大

3.1、CPI 预测：预计 6 月 CPI 同比维持不变

高频数据看，截至 6 月 9 日农产品批发价格 200 指数较上月总体有所下滑，环比回落 0.9%，蔬菜价格环比略有回落，猪肉价格环比继续下降，未来食品 CPI 或将小幅下降；国内消费快速修复期接近尾声，非食品按略等于季节性（2015-2019 年同期均值）假设，考虑成品油、猪肉价格 6 月的调整，初步预测 6 月 CPI 环比回升至 0% 左右，带动 CPI 同比涨幅持平在 0.15% 左右。再往后，猪价下半年难有大幅上涨，下游接触性服务消费平缓修复，核心通胀将继续温和回升，非食品消费表现可能与季节性相似，后续 CPI 同比预计先下后上，受基数因素等影响，全年预测 CPI 同比在 0%-1% 之间。

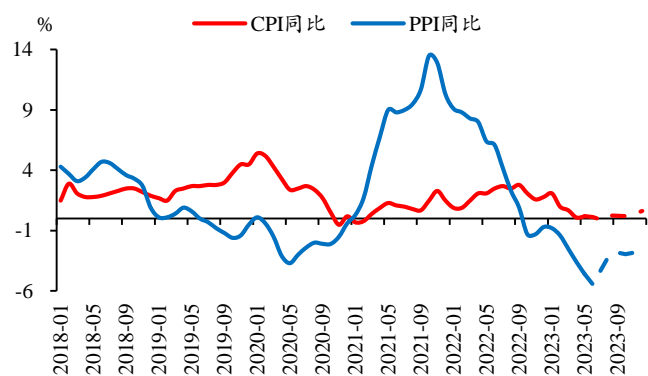
3.2、PPI 预测：预计 PPI 同比降幅扩大

高频数据看，6 月上旬海内外大宗商品价格涨跌分化，截至 6 月 8 日的 CRB 现货指数较上月环比上升 0.4%，截至 6 月 9 日的南华工业品指数环比较上月下滑 0.3%，而国内截至 6 月 2 日的生产资料价格指数环比下跌 2.2%，以此推断 6 月 PPI 环比继续下行，叠加 2022 年同期基数较高，预计 PPI 同比降幅扩大。往后看，受高基数与全球经济增长放缓影响，全年 PPI 同比可能整体处于通缩区间。全年同比下修至 -3% 至 -2% 之间。

3.3、期待政策助力消费回暖

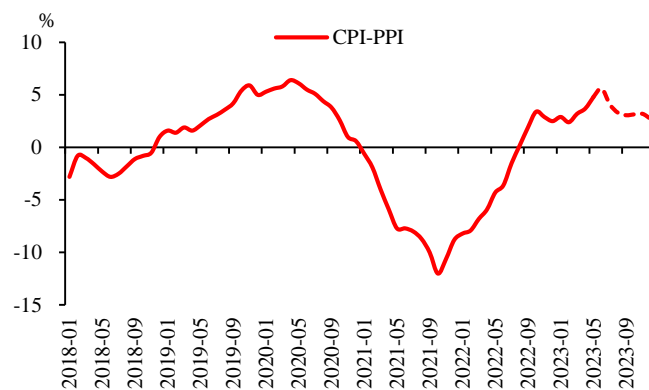
5 月 PPI 同比环比均呈现下跌态势，主要受全球经济增长放缓、国内需求弱复苏、煤炭国内供给约束放松与进口增加、同期基数较高影响。5 月 CPI 同比读数较低、环比回落则受同期华东疫情高基数、前期疫后消费恢复或有透支、蔬菜猪肉价格持续下跌、以及居民收入与信心恢复不足等影响。从核心 CPI 来看，服务消费修复速度暂时放缓，叠加地产不景气、居民信心不足导致的实物消费疲软，带来核心 CPI 环比回落，往后看，二次疫情影响将趋于减弱，三季度将进入传统消费旺季，近期商务部密集颁布促进汽车、家电等大宗消费的举措，政策助力下，消费有望延续修复，带动核心 CPI 提升。

图10: CPI和PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: CPI-PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期; 疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn