

## 5月CPI涨幅继续保持温和水平，PPI同比连续7个月收窄

——2022年5月物价数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

**事件：**根据国家统计局公布数据，2022年5月，CPI同比2.1%，涨幅与上月持平；PPI同比6.4%，涨幅较上月回落1.6个百分点。

**基本观点：**5月CPI同比继续处于温和水平，下半年涨幅上行突破3.0%的可能性不大，与美欧高通胀形成鲜明对比。这是国内与境外经济基本面的最大区别，也为接下来货币政策在稳增长方向继续发力提供空间。上年高基数叠加保供稳价政策效应，5月PPI同比大幅收窄，预计6月PPI环比涨幅将有所走阔，支撑同比涨幅暂时企稳，但下半年、特别是四季度有望持续较快下行。

一、5月CPI环比下降0.2个百分点，符合季节性规律，也与疫情缓解后市场供应充足、需求较为温和有关。当月CPI同比为2.1%，与上月持平，继续保持在温和状态。但对CPI影响较大的几类商品价格波动明显。其中，5月猪肉价格出现本轮猪周期价格下跌阶段以来的首次明显回升，环比上涨5.2%，较上月加快3.7个百分点，标志着猪周期价格上行拐点已经确立。这也导致5月猪肉价格同比降幅大幅收窄。但伴随供应旺季到来叠加物流逐步畅通，5月蔬菜价格下跌明显，同比涨幅也有大幅回落。另外，受乌克兰危机影响，国际粮价高位运行，5月国内面粉、粮食制品和食用植物油价格分别上涨0.8%、0.8%和0.7%，当月粮食价格同比涨幅扩大到3.2%，较上月加快0.5个百分点。综合以上主要影响因素，5月食品价格同比上涨2.3%，比上月扩大0.4个百分点，继续处于温和水平。

非食品价格方面，5月受欧盟酝酿限制俄罗斯原油进口影响，国际原油价格走高，国内上调汽、柴油价格。但受上年同期价格基数抬高影响，国内汽、柴油价格同比涨幅略有收窄，这也直接带动5月交通和通讯CPI同比由上月的6.5%降至6.2%。同时，疫情期间线下服务消费减少，电影及演出票、宾馆住宿价格环比分别下降2.6%和0.7%，同比也分别下降7.4%和2.4%。总体上看，受需求偏弱影响，5月非食品价格变化不大，同比涨幅也保持在2.1%的温和水平，涨幅较上月回落0.1个百分点。

5月扣除食品和燃料、更能反映物价整体水平的核心CPI同比仅为0.9%，与上月持平，继续处于明显偏低水平。

展望未来，6月CPI同比有望继续在当前水平附近保持稳定，下半年消费品价格上涨幅度可控。就6

月而言，由于上年同期价格基数走低，加之当前猪肉价格边际上行，预计猪肉价格同比降幅会继续收窄；与此同时，供应旺季会继续推动蔬菜价格下行，6月菜价同比涨幅有望由正转负。不过，在国际油价走高背景下，国内汽、柴油价格会进一步上调。另外，在消费修复背景下，服务价格有可能小幅上行。综合以上，我们判断6月CPI同比涨幅不会有明显变化。

展望下半年，伴随猪肉价格进入上行期，CPI同比有一定上行趋势，但整体涨幅突破3.0%控制目标的可能性较小。主要原因在于，因缺乏猪瘟等疫情催化因素，本轮猪周期价格上行过程会比较平缓。另外，乌克兰危机对国际油价的推高效应在前期已有充分体现，下半年国际油价再次大幅冲高的可能性不大。这样来看，下半年“猪油共振”大幅推高CPI的风险可控。其他方面，预计接下来国内商品和服务市场供给偏强、需求较弱的格局会延续下去，扣除食品和能源的核心CPI涨幅会继续处于低位。由此，下半年物价有望整体保持温和走势，这是国内与境外经济基本面的最大差别所在，也将为下半年货币政策稳增长提供操作空间。我们判断，接下来除支持小微企业等结构性政策继续发力外，三季度降息降准等总量型货币政策也有可能加大实施力度。

二、5月PPI环比涨势进一步减弱，涨幅从上月的0.6%收窄至0.1%，与当月制造业PMI中的两个价格指数均续降相印证。同比来看，5月PPI环比延续上涨，推动当月PPI新涨价因素较上月继续上扬0.2个百分点，而因基数垫高，翘尾因素大幅走低1.7个百分点。由此，5月PPI同比涨幅延续了去年11月以来的高位回落过程，较上月下滑1.6个百分点至6.4%，下滑幅度较上月明显加大。

在当月国际油价受欧盟酝酿禁止俄罗斯原油进口影响而出现上行的背景下，5月PPI环比涨势明显减弱的主要原因是国内煤、钢保供稳价政策持续发力，加之疫情扰动下投资增速放缓、抑制需求，共同压制国内工业品价格。反映到细分行业价格走势上，5月国际油价震荡上行，布油现货价均值环比上扬8.5%，带动当月石油和天然气开采业PPI环比涨幅较上月加快0.1个百分点至1.3%；而随着先进煤炭产能有序释放，各地多措并举保障煤炭供应，5月煤炭价格稳中有降，煤炭开采业PPI从上月的上涨2.5%转为下降1.1%。另外，受投资增速放缓抑制需求等因素影响，5月钢铁、有色金属、非金属矿物制品等行业PPI环比均现一定幅度下跌，同时上游的铁矿石和有色金属开采业PPI环比涨幅也有所收敛。

分大类看，5月生产资料PPI环比涨势大幅放缓至0.1%，同比涨幅因基数走高下滑2.2个百分点至8.1%，生活资料PPI环比涨幅则小幅加快至0.3%，同比涨幅加快0.2个百分点至1.2%。不过，5月生活资料PPI涨幅扩大主要受食品和衣着涨价带动，日用品和耐用消费品价格涨势依然低迷，整体价格涨幅依然明显偏低，折射终端消费较弱。可以看到，近几个月，随生产资料PPI涨势回落以及生活资料PPI涨势缓慢加速，生产资料和生活资料PPI之间的剪刀差已明显收敛，中下游企业面临的原材料成本上涨压力得到

一定缓解。但随着国际能源价格重拾涨势，加之国内需求端可能出现投资热、消费冷的局面——这将加剧产业链上下游价格的不均衡上涨，后续多处中下游的小微企业仍然面临较大经营压力，仍需政策层面加力扶持。

展望6月，受地缘政治因素刺激和供给趋紧影响，国际油价延续涨势，6月9日布油现货价已飙升至129美元/桶，油价上涨对相关中下游行业价格的推升作用也将加速显现，再加上随着上海等地全面复工复产、稳增长政策加码，工业生产改善和投资回升将带动国内原材料和工业品需求回暖，我们判断，6月PPI环比涨幅将有明显扩大。同时考虑到6月翘尾因素较上月下滑幅度收窄，当月PPI同比涨幅或将止住此前连续7个月的回落势头，且不排除出现小幅反弹的可能性。我们预计，6月PPI同比涨幅将在6.5%左右。展望下半年，在价格基数抬高，保供稳价政策发力（特别是在煤炭等领域）支撑下，PPI同比还将保持下行势头，其中四季度涨幅下行幅度会比较明显。

#### 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。