

2022年5月物价数据简评

通胀远忧未减

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项:

2022年5月CPI同比2.1%，PPI同比为6.4%。

平安观点:

- 5月CPI同比增速持平于上月，但环比略强于季节性。背后原因有三：1) 粮油、猪肉价格超季节性上行，抵消了蔬菜价格大幅下跌的影响；2) 国际能源价格继续上涨；3) PPI向CPI的价格传导也有助推。**剔除食品和能源的核心CPI同比增速持平**，体现出经济下行压力加大、就业偏弱抑制居民非必需消费需求，疫情防控进一步冲击线下服务需求。
- 5月PPI同比增速继续回落，环比涨幅收窄。分行业看，5月PPI环比增速下行的原因有三点：一是，国内经济基本面疲弱，内需相关黑色金属及部分化工原料行业涨幅回落；二是，煤炭保供稳价措施积极推进，煤炭开采、加工行业PPI环比增速回落；三是，国际有色金属价格下跌，有色矿采选、有色加工、金属制品业PPI环比增速回落。不过，国际油价继续攀升、中下游行业受上游价格传导而涨价，仍是PPI环比增速的支撑因素。
- 5月PPI向下游行业及CPI传导的迹象依然较多。一是，PPI生产资料中，加工工业价格的回落幅度最小，环比增速仍有0.1%，PPI生产资料向生活资料的传导仍在持续；二是，PPI生活资料价格环比增速上行了0.2个百分点，并未跟随生产资料收窄，同比增速也相比上月提升；三是，PPI生活资料中的衣着分项和CPI中的衣着分项环比分别上涨0.5%、0.4%，原油价格上行推升纺织行业的原材料成本，PPI向CPI传导有所加快。
- 展望下半年，受翘尾因素影响，PPI同比增速的中枢或继续下移，但CPI同比增速的中枢或将明显抬升，成为国内通胀的主要风险点。下半年CPI受三方面因素扰动：一是，国际粮食、原油价格的中枢明显抬升，且不排除后续进一步上行的可能性；二是，PPI向CPI的传导仍在继续；三是，新一轮猪周期渐行渐近，9月CPI单月同比增速破“3”的可能性较大。
- 当前看，结构性通胀压力仍是总量性货币政策操作面临的约束之一，人民币汇率波动和国际资本流出的潜在压力也依然存在。尽管MLF降息是降低社会融资成本最为直接有效的措施，但需直面物价与汇率两大掣肘。我们认为，后续货币政策或更倾向于，以改革的方式降低实体经济综合融资成本，其中的关键在于打通“MLF利率→LPR→贷款利率”传导路径中的堵点，在MLF政策利率相对稳定的基础上，推动贷款利率更大幅度地“非对称”下行。

一、CPI 环比强于季节性

5月CPI同比上涨2.1%，持平于上月。其中，CPI食品项同比2.3%，相比上月抬升0.4个百分点；非食品项同比2.1%，较上月下行0.1个百分点；剔除食品和能源的核心CPI同比增速0.9%，持平于上月。**5月CPI环比增速-0.2%，略强于-0.28%的季节性规律，主要受猪肉、粮油、能源等分项的上行推动，核心CPI环比涨幅弱于季节性。**具体看：

一是，猪肉、粮油价格超季节性上行带动CPI食品分项强于季节性规律。

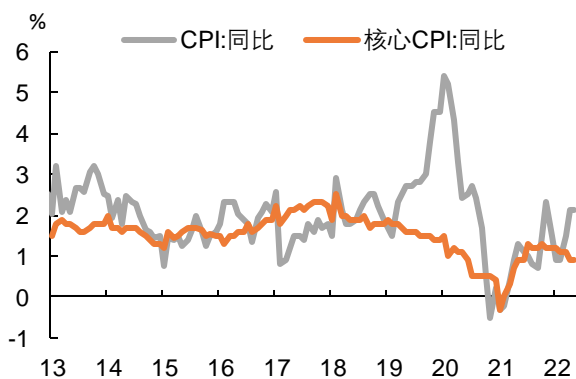
- **猪周期启动在即。**由于部分养殖户看好后市延迟生猪出栏，叠加猪肉收储提振信心、华南地区生猪调运政策调整的影响，猪肉批发价自4月中下旬起逐渐上涨。往后看，猪肉供需缺口或在7、8月份的消费旺季进一步凸显。
- **国际粮价上涨继续向国内传导。**5月CPI粮食分项、食用油分项环比分别上行0.5、0.7个百分点，皆强于季节性规律。5月国际CBOT小麦、玉米和豆油期货均价环比分别上涨6.7%、0.2%、4.4%，对应的国内现货商品均价5月环比分别上涨0.3%、2.0%、4.4%，后续国际粮价还可能继续向国内传导。
- **不过，鲜菜价格是食品价格分项表现的拖累因素。**5月鲜菜CPI分项环比下行15%，强于9.6%左右的下行季节性规律。疫情对物流运输的阻碍是推动3、4月份鲜菜价格表现强于季节性表现的重要原因之一。5月以来，疫情防控压力趋缓，物流运输瓶颈缓解，且蔬菜上市旺季供给增加，鲜菜价格较快下行，逐步向过去三年同期的均值水平回归。

二是，能源价格继续上行。5月能源相关的交通工具用燃料价格分项环比上涨0.6%，而布油价格5月震荡上行8.5%，主因国内成品油价格的调整略滞后于市场变化。自5月31日起，汽、柴油价格较5月17日分别上调4.0%、4.3%，6月国际原油价格上行对CPI的助推作用或更突出。

三是，部分消费品价格上行，或受上游价格的传导。5月消费品价格环比强于季节性。一方面，CPI衣着分项受国际原油价格持续上涨的影响，纺织服装相关原材料成本持续攀升，5月在换季衣着购置需求的带动下，对居民消费端的传导有所增强。另一方面，生活用品及服务、其他用品及服务两分项分别超季节性0.17、0.46个百分点。

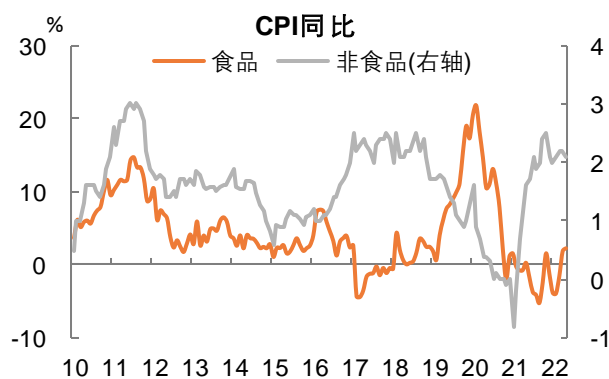
不过，服务价格依然低迷，环比持平于季节性。国家统计局解读表明，疫情期间线下服务消费减少，线上服务消费需求增加，电影及演出票、宾馆住宿价格分别下降2.6%和0.7%，网络文娱服务价格上涨2.4%。

图表1 5月CPI、核心CPI同比增速皆持平于上月



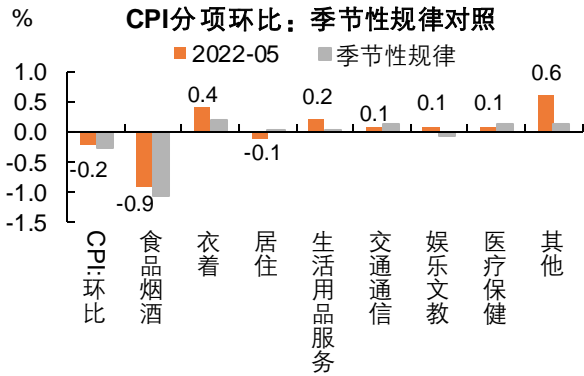
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 5月CPI食品项上行、非食品项小幅回落



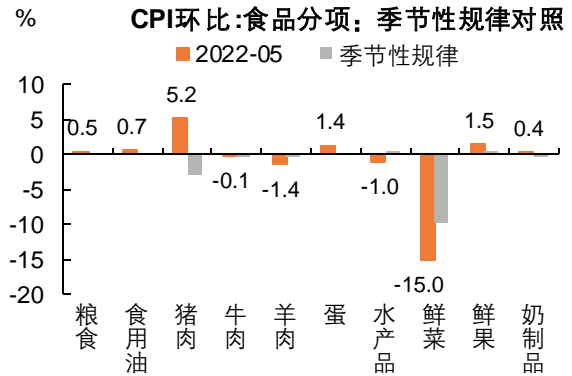
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 5月CPI环比略强于季节性规律



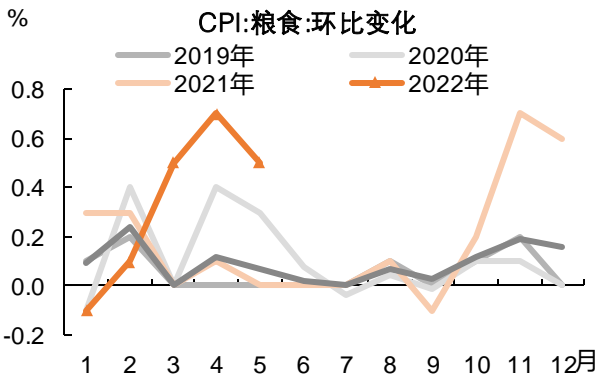
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 5月猪肉、粮油、鸡蛋、鲜果等超季节性走强,但鲜菜价格大幅下跌



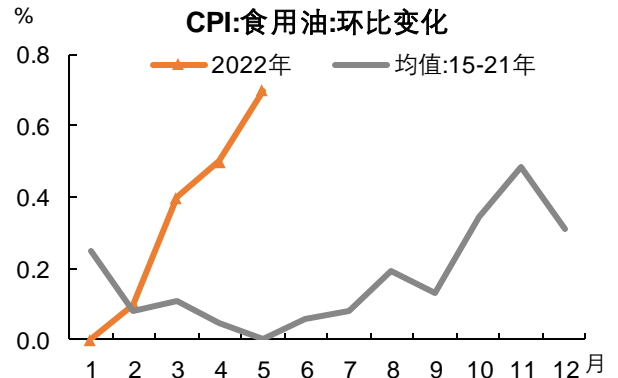
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 5月CPI粮食分项环比表现超季节性



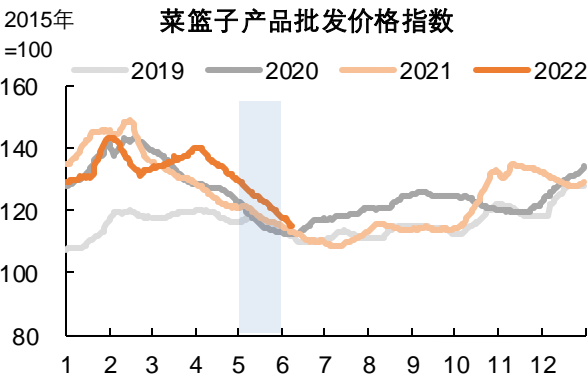
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 5月CPI食用油分项环比进一步上行



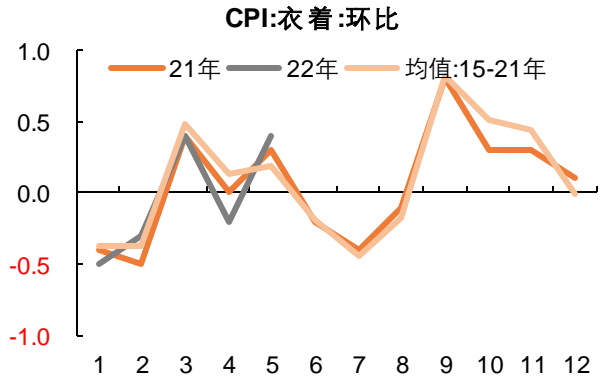
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 5月以来,蔬菜价格高位下滑,向过去三年均值水平回归



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 5月CPI衣着分项环比上行幅度较大

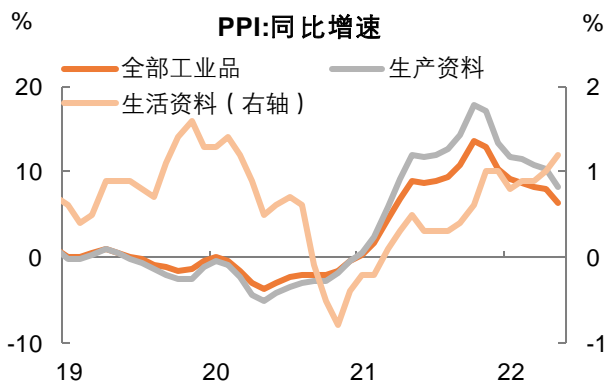


资料来源:wind, 平安证券研究所

二、PPI 环比涨幅收窄

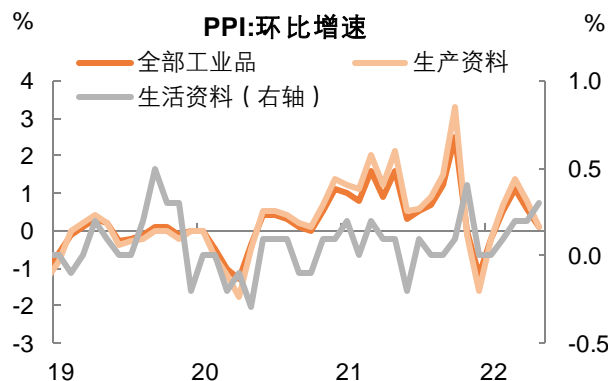
5月 PPI 同比增速继续回落，环比涨幅收窄。PPI 同比上涨 6.4%，自历史高位已连续 7 个月回落；环比涨幅 0.1%，比上月收窄 0.5 个百分点。

图表9 5月 PPI 同比增速继续下行



资料来源: wind, 平安证券研究所

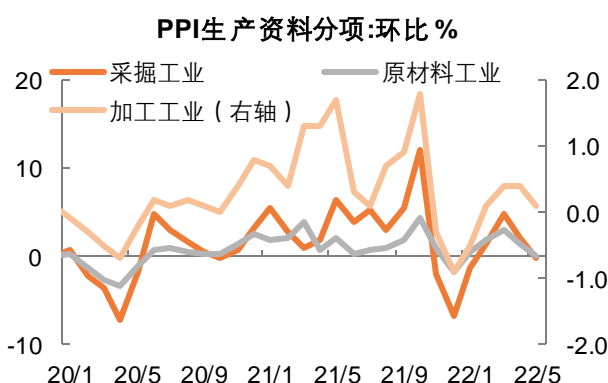
图表10 5月 PPI 生活资料环比增速上行



资料来源: wind, 平安证券研究所

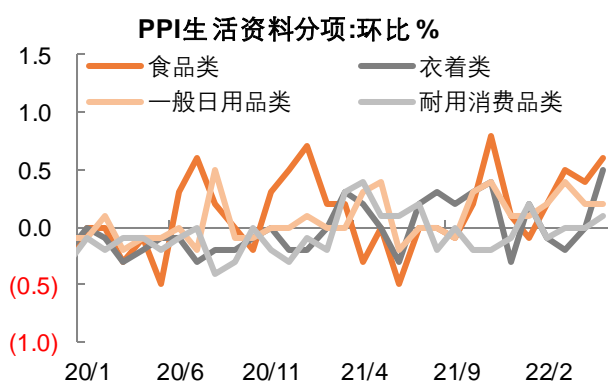
从分项看，5月 PPI 中上游生产资料价格涨幅收窄，但向生活资料价格及 CPI 传导的迹象依然较多。生产资料环比上涨 0.1%，相比上月下滑 0.7 个百分点。其中，采掘、原材料和加工工业的 PPI 环比涨幅相比上月分别收窄 2.1、1.3 和 0.3 个百分点。加工工业连接生产资料价格和生活资料价格，5月环比增速为 0.1%，是各分项中收窄幅度最小的一个，PPI 生产资料向生活资料的传导依然存在。生活资料环比增速上行了 0.2 个百分点，并未跟随生产资料价格收窄，同比增速也相比上月提升，其中食品、衣着和耐用消费品三个分项环比增速均有提升，仅一般日用品类增速持平于上月。此外，CPI 中的衣着分项环比也上涨了 0.4%，相比 2015 至 2021 年同期均值高出 0.2 个百分点，盖因原油价格上行推升纺织行业的原材料成本，PPI 向 CPI 传导有所加快。

图表11 5月 PPI 生产资料各分项环比增速回落



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 5月 PPI 生活资料中多数分项环比增速提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

分行业看，5月 PPI 环比增速下行，主要是滞后反映了内需的疲弱，而国内保供稳价推进、国际有色金属价格下行也有贡献。不过，国际油价继续攀升、中下游行业受上游价格传导而涨价，仍是 PPI 环比增速的支撑因素。

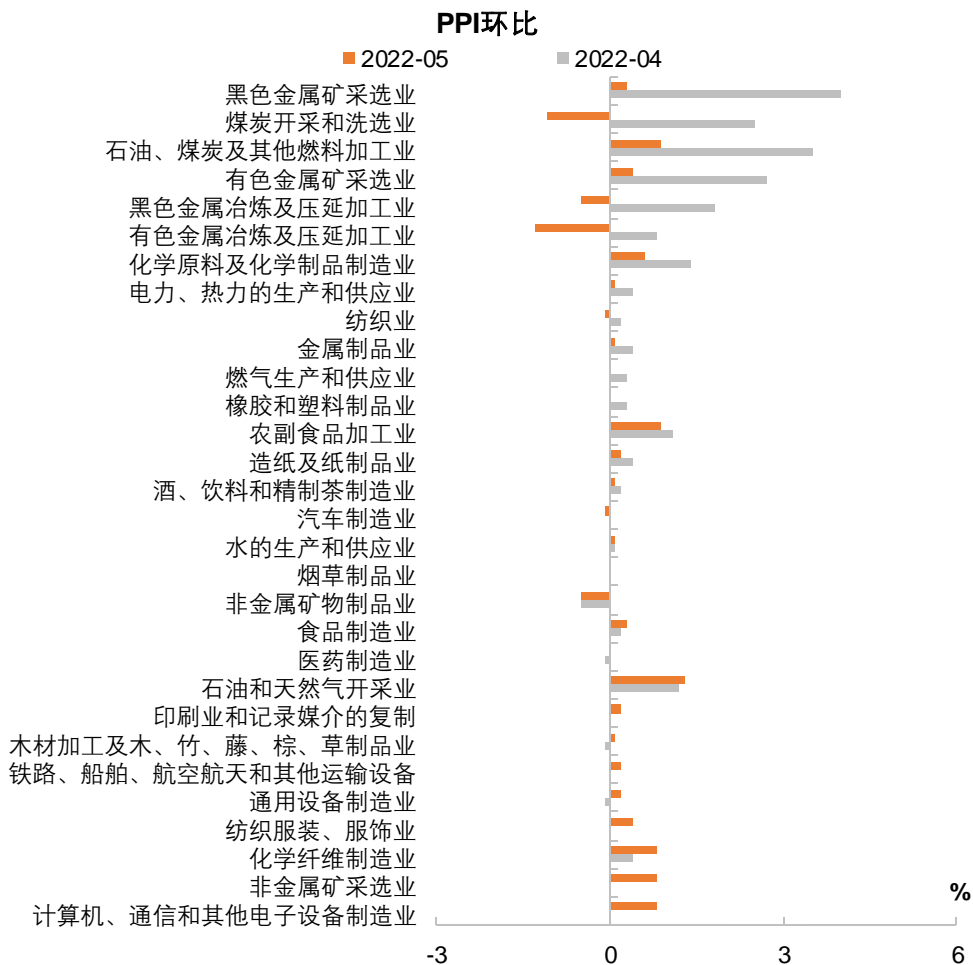
PPI环比增速继续下行，受三条主线影响：一是，国内经济基本面疲弱，内需相关黑色金属及部分化工原料行业价格涨幅回落。3月以来，国内疫情风险抬头，对国内工业生产、房地产和下游消费需求均有明显冲击，螺纹钢库存水平也持续高于过去几年同期。5月中下游需求的疲弱滞后反映到了上游采掘和原材料相关行业的价格水平上，黑色矿采选、黑色加工、化学原料及制品行业的 PPI 环比增速较上月分别下滑 3.7、2.3、0.8 个百分点。

二是，煤炭保供稳价措施积极推进。国家发展改革委 2 月 24 日发布的《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》和 4 月 30 日印发的《关于明确煤炭领域经营者哄抬价格行为的公告》明确了煤炭现货交易的合理价格区间、界定哄抬价格行为，均于 5 月 1 日起实施。在保供稳价措施的影响下，5 月煤炭开采和洗选业的 PPI 环比增速转为-1.1%，较上月回落 3.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 环比增速 0.9%，较上月回落了 2.6 个百分点。

三是，国际有色金属价格下跌。因 4 月中旬以来海外有色金属价格下跌，5 月有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业的 PPI 环比增速分别较上月回落 2.3、2.1、0.3 个百分点。不过，由于人民币汇率贬值幅度较大，国内有色金属价格的下跌幅度弱于海外。

而 PPI 环比增速的支撑因素有二：一是，国际油价继续攀升，5 月石油和天然气开采业价格环比涨幅扩大。**二是，上游原材料价格高位对中下游行业的价格传导增强**。这从中下游行业 PPI 环比增速多数上行中即可窥见一斑。5 月中游制造及下游制造共 15 个行业中，有 10 个价格环比增速上行，其中，计算机通信电子，纺织服装，通用设备制造业环比增速较 4 月分别上行 0.8、0.4、0.3 个百分点。

图表13 5月上游采掘及原材料行业 PPI 环比涨幅多数收窄



资料来源: wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033