



中航证券研究所

分析师：符昉

证券执业证书号：S0640514070001

分析师：刘庆东

证券执业证书号：S0640520030001

邮箱：liuqd@avicsec.com

国内通胀依然不是主要矛盾 ——2022年5月通胀数据点评

2022年6月10日

➤ 事件：

2022年5月，CPI同比+2.1%，与上月相同，环比-0.2%，核心CPI同比+0.9%，环比0；PPI同比+6.5%，较上月-1.6PCTS，环比+0.1%，PPIRM同比+9.1%，环比+0.5%。

➤ 核心观点：

➤ CPI环比略强于季节性，同比与上月相同：

5月疫情较4月缓和，物流堵点逐渐疏通，在食品价格上也有所体现：4月价格上行较快的蛋类、鲜果、水产等食品在5月出现了价格下行或涨幅趋缓，此外5月蔬菜价格较4月下行较多，下行幅度明显较4月加深。总体来看，2022年5月CPI呈现环比略强于季节性、同比走势平稳的态势，前者主要系部分食品（猪肉、食用油、蛋、奶）价格超季节性上行所致，后者主要缘于：1、食品项中猪肉价格对CPI同比拖累作用的减弱和蔬菜等对CPI上行带动作用减弱形成了对冲。2、非食品项各项同比相比上月有升有降，总体上同比和上月相同。

往后看：1、猪价对CPI同比的拖累或很快会结束。2、6月物流继续改善，蔬菜鲜果等食品同比涨幅有望继续下降。3、地缘冲突目前仍在持续，欧盟最新一轮制裁已经涵盖俄罗斯原油，短期内能源价格预计继续高位震荡，仍将持续推高CPI同比。

总体上，随着猪肉价格对CPI拖累作用的快速消退（猪价可能最快在6月即实现同比为正）、能源价格短期内的持续高位震荡，叠加6月、7月和8月CPI翘尾因素较总体上较1-5月的走高，6月开始CPI同比或开启持续上行通道。但另一方面，考虑到经济总体的下行压力下，需求端对CPI的拉动作用有限，而核心CPI的走势也相对平稳，CPI同比突破3%的概率预计仍然不大。预计6月CPI同比或上行至+2.5%以上。下一阶段，对国内货币政策来说，主要矛盾依然是稳增长而不是控通胀。

➤ PPI环比、同比均回落：

5月从行业角度，多数行业出厂价格同比上行，调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有37个。但上游行业价格涨幅出现趋缓，下游制造业成本压力持续上行的趋势的到一定遏制。分上中下游来看，同比方面，2022年5月PPI采掘工业同比+29.7%，较上月-8.6PCTS，PPI原材料工业同比+15.1%，较上月-2.3PCTS，PPI加工工业同比+3.2%，较上月-1.6PCTS。环比来看，2022年5月PPI采掘工业、原材料工业和加工工业分别为-0.1%（较上月-2.1PCTS）、+0.1%（较上月-1.3PCTS）和+0.1%（较上月-0.3PCTS）。目前来看，地缘冲突仍在持续，欧盟继煤炭之后，已将俄罗斯原油纳入制裁范围，国际大宗商品价格短期内预计仍将高位震荡。展望后市，我们认为基于翘尾因素，PPI同比仍将继续下行，考虑到6月翘尾因素较5月降幅相比前5个月每月的降幅有所收窄，预计6月PPI同比可能在5月基础上略微降至6.0%左右。

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

1、CPI 环比略强于季节性，同比与上月相同

2022 年 5 月 CPI 环比-0.2%，强于近 5 年历史同期均值的-0.26%，CPI 食品项环比-1.3%，略强于近五年均值的-1.4%，非食品项环比 0.1%，同样略强于近五年均值的 0.06%，扣除食品和能源后，5 月核心 CPI 环比 0，略弱于近 5 年历史均值的+0.04%。食品价格超季节性上行是推动 5 月 CPI 环比超季节性的主要力量，虽然鲜菜（5 月环比-15.0%，5 年均值-7.35%）、水产（5 月环比-1.0%，5 年均值+0.87%）、羊肉（5 月环比-1.4%，5 年均值-0.1%）价格超季节性下行，但猪肉（5 月环比+5.2%，5 年均值-5.18%）、食用油（5 月环比+0.7%，5 年均值-0.1%）、蛋类（5 月环比+1.4%，5 年均值+0.63%）和奶类（5 月环比+0.4%，5 年均值-0.04%）价格超季节性上行。

2022 年 5 月 CPI 同比+2.1%，与上月相同，略低于市场预期的+2.2%，核心 CPI 同比+0.9%，与上月相同。分食品和非食品看，食品项同比+2.3%，较上月+0.4PCTS，非食品项同比+2.1%，较上月-0.1PCTS。**食品项同比较上月上行：**虽然鲜菜类（5 月同比+11.6%，4 月为+23.0%）和蛋类（5 月同比+10.6%，4 月为+12.1%）对 CPI 同比上行的带动作用较上月减弱，且水产（5 月同比-1.6%，4 月为+2.4%）和羊肉（5 月同比-6.2%，4 月为-5.2%）对 CPI 拖累作用较上月加深，但猪肉类（5 月同比-21.1%，4 月为-33.3%）对 CPI 的拖累作用明显较上月明显减弱，且鲜果类（5 月同比+19.0%，4 月为+14.1%）对 CPI 上行的带动作用较上月增强。非食品项表现较平稳，同比较上月略降，其中衣着、医疗保健同比与上月相同，居住、交通通信、教育文化和娱乐同比分别较上月-0.2PCTS、-0.3PCTS 和-0.2PCTS，生活用品及服务同比较上月+0.2PCTS。非食品中，燃料价格同比仍然录得高增长，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 27.6%、30.1%和 26.9%。

5 月疫情较 4 月缓和，物流堵点逐渐疏通，在食品价格上也有所体现：4 月价格上行较快的蛋类、鲜果、水产等食品在 5 月出现了价格下行或涨幅趋缓，此外 5 月蔬菜价格较 4 月下行较多，下行幅度明显较 4 月加深。总体来看，2022 年 5 月 CPI 呈现环比略强于季节性、同比走势平稳的态势，前者主要系部分食品（猪肉、食用油、蛋、奶）价格超季节性上行所致，后者主要缘于：1、食品项中猪肉价格对 CPI 同比拖累作用的减弱和蔬菜等对 CPI 上行带动作用减弱形成了对冲。2、非食品项各项同比相比上月有升有降，总体上同比和上月相同。

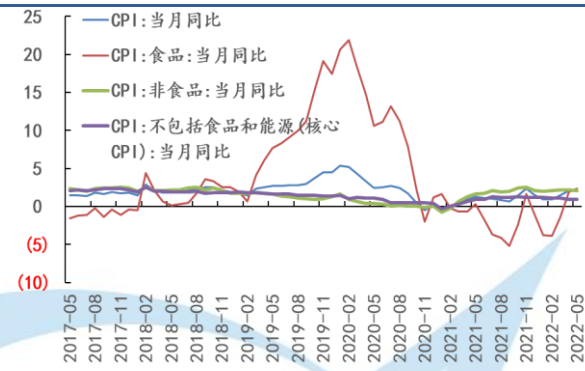
往后看：1，猪价对 CPI 同比的拖累或很快会结束。5 月猪肉价格较 4 月加速上行，6 月初至今猪肉价格上行仍在持续，至 6 月 10 日已经为 21.2 元/公斤（去年同日为 24.0 元/公斤）。目前猪肉价格与历史价格相比仍然较低，且能繁母猪存栏变化率连续 10 个月为负，短期内猪肉价格或有波动，但即使下探，幅度也比较有限，总体看上行概率大于下行概率。考虑到去年 6 月初至 10 月中下旬，猪肉价格一路从 24 元/公斤左右下降到 20 元/公斤左右，如果今年 4 月、5 月连续 2 个月猪肉价格上行的趋势在 6 月之后得到延续，则猪肉价格可能很快会上行到去年同期价格之上，猪价对 CPI 同比的拖累可能最快在 6 月即会结束。

2，6 月物流继续改善，蔬菜鲜果等食品同比涨幅有望继续下降。5 月疫情好转、物流恢复，但全月经济运行仍然受到疫情拖累。展望 6 月，在疫情不出现大的突发恶化的情况下，预计物流将较 5 月有明显好转，对食品价格的扰动将显著减弱。考虑到部分食品前期价格已处相对高位，6 月价格同比可能仍然为正，但

涨幅有望较 5 月继续下行。3，地缘冲突目前仍在持续，欧盟新一轮制裁已经涵盖俄罗斯原油，短期内能源价格预计继续高位震荡，仍将持续推高 CPI 同比。

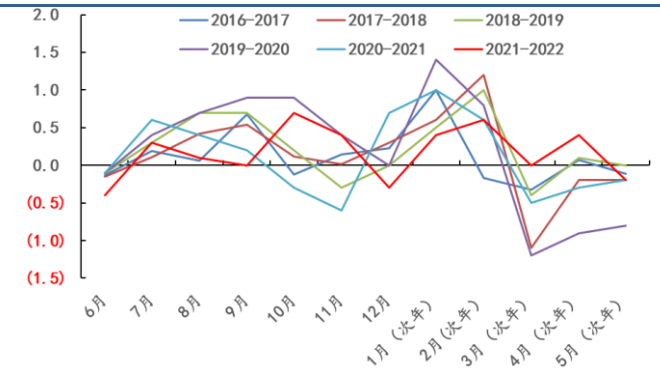
总体上，随着猪肉价格对 CPI 拖累作用的快速消退（猪价可能最快在 6 月即实现同比为正）、能源价格短期内的持续高位震荡，叠加 6 月、7 月和 8 月 CPI 翘尾因素较总体上较 1-5 月的走高，6 月开始 CPI 同比或开启持续上行通道。但另一方面，考虑到经济在疫情冲击后弱复苏的现状，需求端对 CPI 的拉动作用有限，而核心 CPI 的走势也相对平稳，CPI 同比突破 3% 的概率预计仍然不大。预计 6 月 CPI 同比或上行至 +2.5% 以上。下一阶段，对国内货币政策来说，主要矛盾依然是稳增长而不是控通胀。

图表 1: CPI 同比走势 (%)



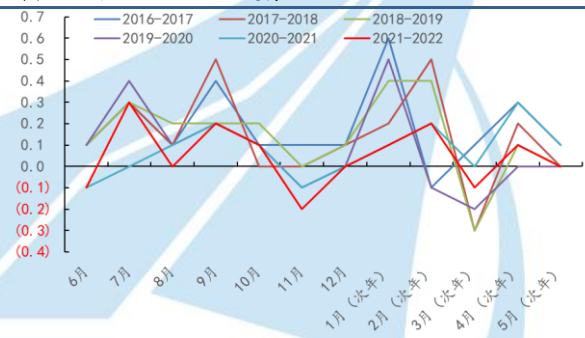
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 2: CPI 环比走势 (%)



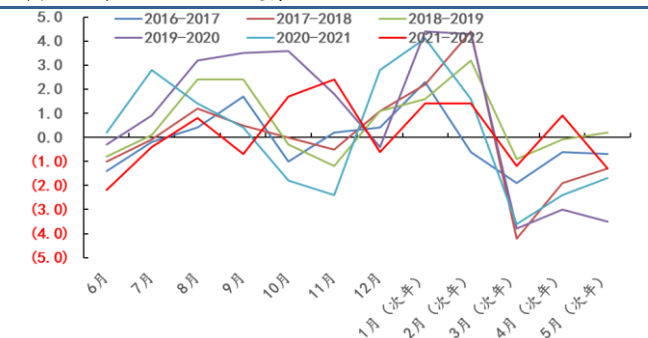
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 3: 核心 CPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 4: 食品 CPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 1: CPI 分项目同比和环比情况 (%)

| | 2022-05 | 2022-04 | 2022-03 | 2022-02 | 2022-01 | 2021-12 | 2021-11 | 2021-10 | 2021-09 | 2021-08 | 2021-07 | 2021-06 | 2021-05 |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CPI: 当月同比 | 2.10 | 2.10 | 1.50 | 0.90 | 0.90 | 1.50 | 2.30 | 1.50 | 0.70 | 0.80 | 1.00 | 1.10 | 1.30 |
| CPI: 食品烟酒: 当月同比 | 2.10 | 1.90 | -0.30 | 1.80 | 1.80 | -0.10 | 1.70 | -0.90 | -2.80 | -2.00 | -1.80 | -0.40 | 0.80 |
| CPI: 衣着: 当月同比 | 0.50 | 0.50 | 0.60 | 0.60 | 0.60 | 0.60 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.40 | 0.40 | 0.40 |
| CPI: 居住: 当月同比 | 1.00 | 1.20 | 1.30 | 1.40 | 1.40 | 1.60 | 1.70 | 1.70 | 1.30 | 1.10 | 1.10 | 0.90 | 0.70 |
| CPI: 生活用品及服务: 当月同比 | 1.40 | 1.20 | 0.90 | 0.60 | 0.40 | 0.80 | 0.50 | 0.90 | 0.50 | 0.60 | 0.30 | 0.30 | 0.20 |
| CPI: 交通和通信: 当月同比 | 5.20 | 5.50 | 5.80 | 5.50 | 5.20 | 5.00 | 7.60 | 7.00 | 5.80 | 5.90 | 6.90 | 5.80 | 5.50 |
| CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比 | 1.80 | 2.00 | 2.60 | 2.50 | 2.90 | 3.10 | 3.00 | 2.90 | 3.20 | 3.00 | 2.70 | 1.50 | 1.50 |
| CPI: 医疗保健: 当月同比 | 0.70 | 0.70 | 0.70 | 0.60 | 0.60 | 0.70 | 0.60 | 0.60 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.30 | 0.20 |
| CPI: 其他用品和服务: 当月同比 | 1.80 | 1.70 | 2.10 | 0.30 | -0.10 | -0.50 | -0.60 | -0.50 | -2.80 | -3.90 | -1.30 | -0.90 | -0.90 |
| CPI: 环比 | -0.20 | 0.40 | 0.00 | 0.60 | 0.40 | -0.30 | 0.40 | 0.70 | 0.00 | 0.10 | 0.30 | -0.40 | -0.20 |
| CPI: 食品烟酒: 环比 | -0.90 | 0.70 | -0.90 | 1.20 | 1.10 | -0.30 | 1.60 | 1.20 | -0.40 | 0.50 | -0.20 | -1.40 | -1.00 |
| CPI: 衣着: 环比 | 0.40 | -0.20 | 0.40 | -0.30 | -0.50 | 0.10 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | -0.10 | -0.40 | -0.20 | 0.30 |
| CPI: 居住: 环比 | -0.10 | -0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.00 | -0.10 | 0.00 | 0.40 | 0.20 | 0.10 | 0.20 | 0.10 | 0.10 |
| CPI: 生活用品及服务: 环比 | 0.20 | 0.60 | 0.20 | 0.20 | -0.10 | 0.30 | -0.40 | 0.30 | -0.10 | 0.10 | 0.40 | -0.20 | -0.10 |
| CPI: 交通和通信: 环比 | 0.10 | 1.10 | 1.60 | 1.40 | 1.10 | -1.30 | 0.30 | 1.00 | -0.20 | -0.60 | 1.50 | 0.10 | 0.40 |
| CPI: 教育文化和娱乐: 环比 | 0.10 | 0.10 | -0.30 | 0.40 | 0.20 | 0.00 | -0.50 | 0.20 | 0.70 | 0.00 | 1.00 | -0.20 | 0.30 |
| CPI: 医疗保健: 环比 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.00 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.10 | 0.00 | 0.00 |
| CPI: 其他用品和服务: 环比 | 0.60 | 0.00 | 1.00 | 0.10 | 0.90 | -0.10 | -0.50 | 0.10 | 0.30 | -0.90 | 0.20 | 0.10 | 0.60 |

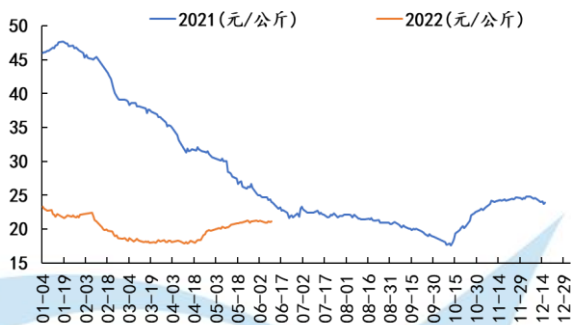
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: CPI 分项目季节性比较 (%)

| | 近五年均值 | 2022-05 | 2021-05 | 2020-05 | 2019-05 | 2018-05 | 2017-05 |
|-------------------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| GPI: 环比 | -0.26 | -0.20 | -0.20 | -0.80 | 0.00 | -0.20 | -0.11 |
| GPI: 食品烟酒: 环比 | -0.91 | -0.90 | -1.00 | -2.40 | 0.10 | -0.80 | -0.43 |
| GPI: 衣着: 环比 | 0.19 | 0.40 | 0.30 | 0.20 | 0.10 | 0.20 | 0.15 |
| GPI: 居住: 环比 | 0.02 | -0.10 | 0.10 | -0.20 | 0.00 | 0.10 | 0.11 |
| GPI: 生活用品及服务: 环比 | 0.04 | 0.20 | -0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.10 | 0.18 |
| GPI: 交通和通信: 环比 | 0.06 | 0.10 | 0.40 | -0.20 | 0.00 | 0.40 | -0.31 |
| GPI: 教育文化和娱乐: 环比 | -0.04 | 0.10 | 0.30 | 0.00 | -0.20 | -0.20 | -0.12 |
| GPI: 医疗保健: 环比 | 0.13 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.10 | 0.20 | 0.37 |
| GPI: 其他用品和服务: 环比 | 0.13 | 0.60 | 0.60 | 0.50 | 0.00 | -0.20 | -0.23 |

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 7: 2021 年和 2022 年猪肉价格走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 8: 能繁母猪存栏变化率 (环比增减) 走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

2、PPI 环比、同比均回落

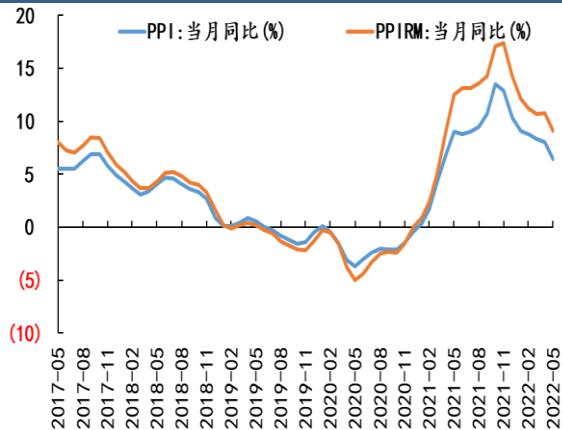
2022 年 5 月 PPI 同比+6.4%，较上月-1.6PCTS，基本符合市场预期的 6.3%，环比+0.1%，较上月-0.5PCTS。

2022 年 5 月 PPIRM 同比+9.1%，较上月-1.7PCTS，环比+0.5%，较上月-0.8PCTS。

5 月，无烟煤、普通混煤、1/3 焦煤等煤种价格继续同比上涨，但涨幅较上月普遍下降，螺纹钢、线材、普通中板等钢材价格同比下行，下行幅度较上月加深，国际油价继续同比上行，上行幅度略强于上月。5 月从行业角度，多数行业出厂价格同比上行，调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 37 个。但上游行业价格涨幅出现趋缓，下游制造业成本压力持续上行的趋势得到一定遏制，如：开采和洗选业上涨 37.2%，回落 16.2 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业上涨 10.4%，回落 6.4 个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业上涨 34.0%，回落 4.7 个百分点；化学原料和化学制品制造业上涨 13.6%，回落 1.3 个百分点。分上中下游来看，同比方面，2022 年 5 月 PPI 采掘工业同比+29.7%，较上月-8.6PCTS，PPI 原材料工业同比+15.1%，较上月-2.3PCTS，PPI 加工工业同比+3.2%，较上月-1.6PCTS。环比来看，2022 年 5 月 PPI 采掘工业、原材料工业和加工工业分别为-0.1%（较上月-2.1PCTS）、+0.1%（较上月-1.3PCTS）和+0.1%（较上月-0.3PCTS）。

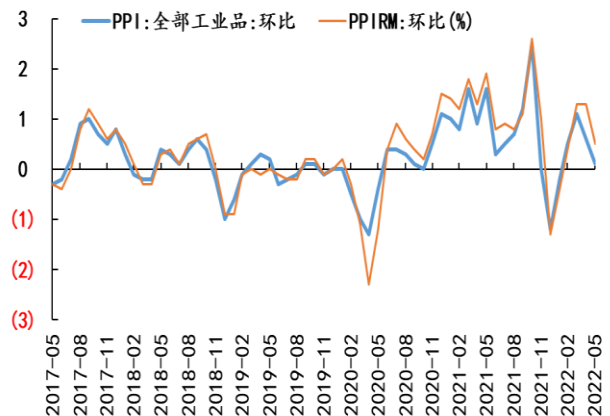
目前来看，地缘冲突仍在持续，欧盟继煤炭之后，已将俄罗斯原油纳入制裁范围，国际大宗商品价格短期内预计仍将高位震荡。展望后市，我们认为基于翘尾因素，PPI 同比仍将继续下行，考虑到 6 月翘尾因素较 5 月降幅相比前 5 个月每月的降幅有所收窄，预计 6 月 PPI 同比可能在 5 月基础上略微降至 6.0% 左右。

图表 9: PPI 和 PPIRM 同比走势



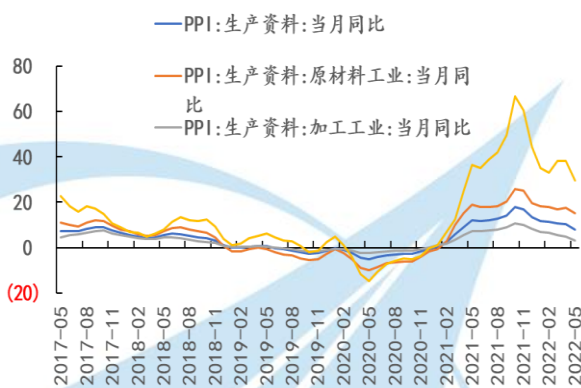
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: PPI 和 PPIRM 环比走势



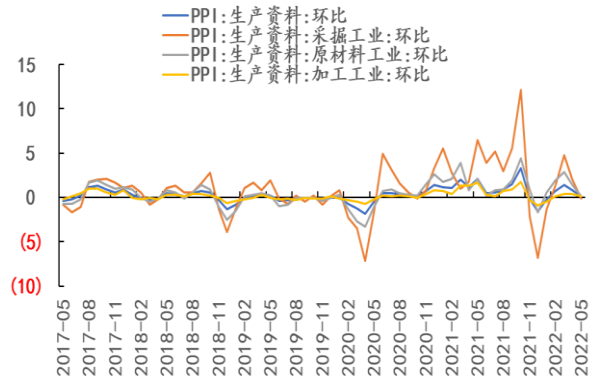
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 上中下游 PPI 同比走势 (%)



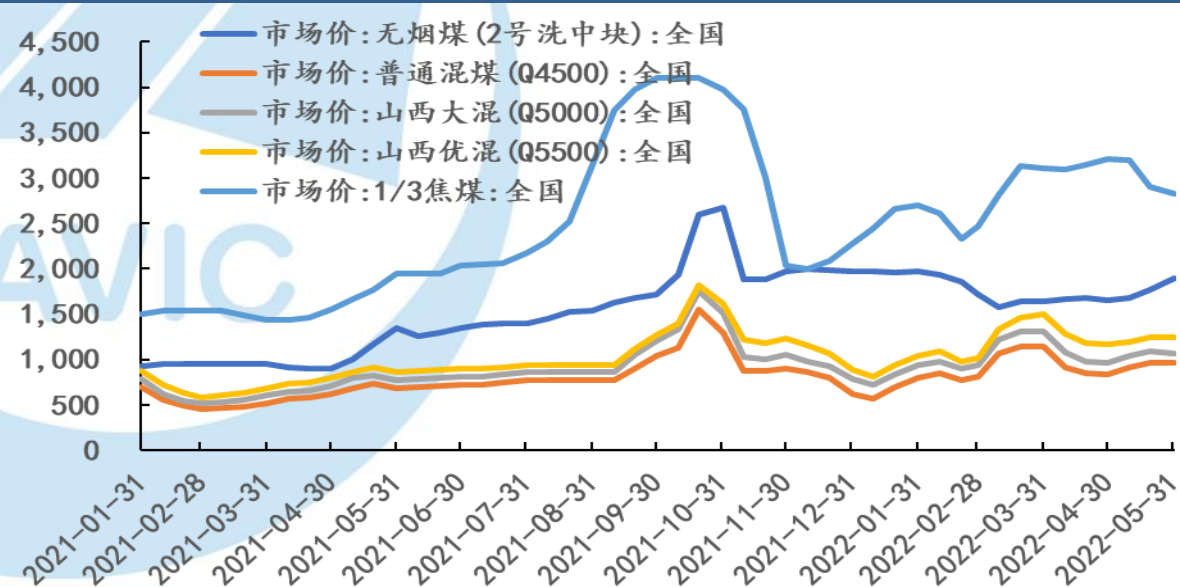
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 12: 上中下游 PPI 环比走势 (%)



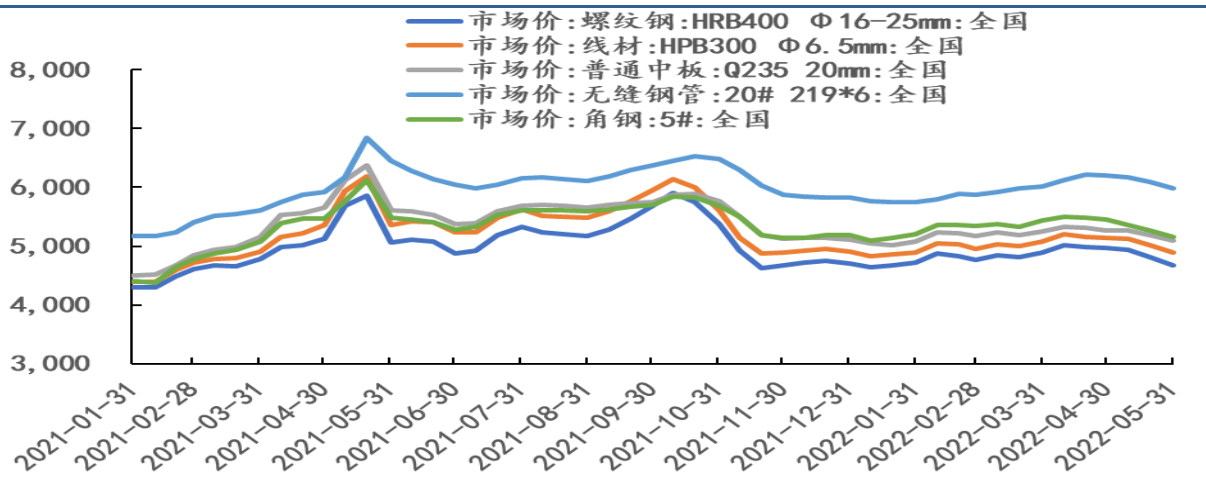
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 13: 煤炭价格走势 (元/吨)



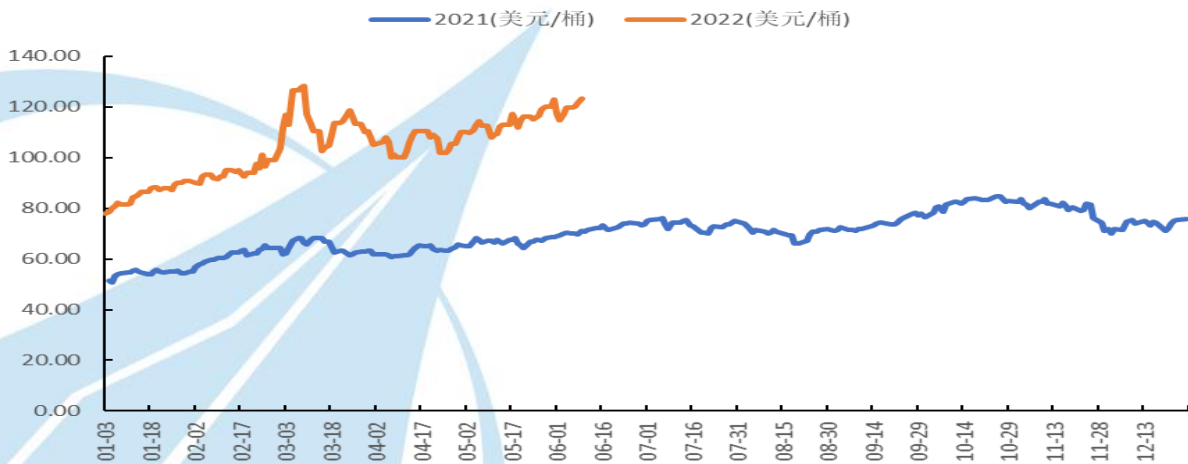
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 14: 钢材价格走势 (元/吨)



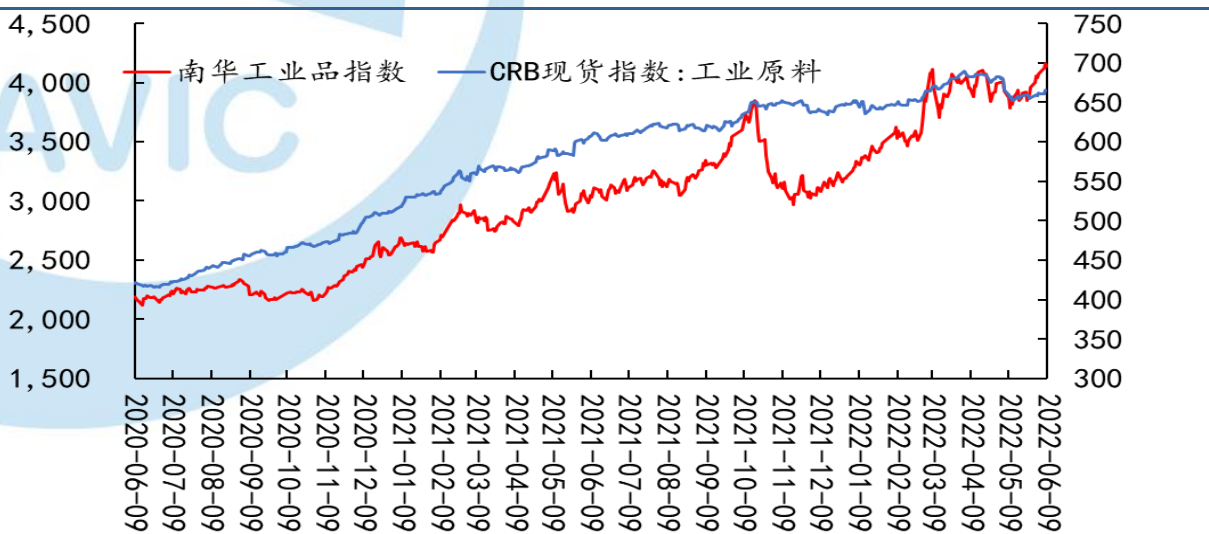
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 15: 原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 16: 南华工业品指数和 CRB 现货指数走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

符昀（证券执业证书号：S0640514070001），中航证券首席宏观分析师。

刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），中航证券宏观分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。