

平稳的背后，关注结构性变化 ——5月通胀数据点评

点评

- **CPI 环比下降，食品与非食品走势分化。** 同比来看，5月，需求及猪周期带动下，食品价格延续上行，大宗商品价格波动持续影响，非食品价格涨幅小幅下滑，CPI同比涨幅与上月持平为2.1%。其中，食品价格同比涨幅较上月扩大0.4个百分点至2.3%，影响CPI上涨约0.42个百分点；非食品价格同比上涨2.1%，涨幅较上月收窄0.1个百分点，增长幅度波动较小，影响CPI上涨约1.68个百分点；**环比来看**，物流状况逐渐转好，消费市场供应充足，CPI由上月环比上涨0.4%转为回落0.2%。部分产品供应较充足，物流情况有所好转，食品价格由上月上涨0.9%转为回落1.3%；防疫政策对非食品需求有所影响，非食品价格涨幅继续回落0.1个百分点至0.1%，5月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比与上月持平，为0.9%。
- **鲜菜与猪肉价格走势分化，粮油价格同比涨幅扩大。** 同比来看，5月畜肉类价格下降12.9%，降幅较上月收窄6.7个百分点，减弱对食品价格上涨的压制。其中猪肉价格同比下降21.1%，降幅继续收窄12.2个百分点，猪肉产能调减效应开始显现，玉米、豆粕等涨价也在推升养殖成本，另外，国家发改委年初至今共进行了11批冻猪肉收储工作，传达政府托底稳市场的信心。运输成本仍高，加上低基数效应，鲜菜价格同比上涨11.6%，但由于此前物流不畅问题逐步改善，天气回暖蔬菜供应量上升，鲜菜价格同比涨幅较上月大幅收窄12.4个百分点。在疫情导致囤货需求上升、时节交替的季节性影响下，鲜果价格同比上升19%，涨幅继续扩大4.9个百分点。此外，受国际粮价高位运行影响，粮食和食用油价格同比涨幅分别扩大0.5和0.3个百分点至3.2%和3.8%。**环比来看**，除鲜菜、水产品 and 酒类价格环比下行，卷烟价格环比持平，其余六类价格均上升。畜肉类价格由上月涨幅扩大1.5个百分点至1.9%，其中，由于产能下降效果显现、国家频繁收储以及养殖成本上行，猪肉价格环比涨幅扩大3.7个百分点至5.2%。5月份随着保通保畅工作成效显现，疫情形势逐步好转，物流堵点得到打通，再加上天气转暖使得蔬菜供应上升，鲜菜价格环比下降15.0%，降幅增大11.5个百分点。囤货需求边际有所回落，水果产量稳步提升，鲜果价格环比涨幅收窄3.7个百分点至1.5%，蛋类价格环比涨幅也回落4.9个百分点至1.4%。另外，国内面粉、粮食制品和食用植物油价格分别环比上涨0.8%、0.8%和0.7%。新一轮“猪周期”起点已现，国家收储工作继续开展，粮食价格推升养殖成本，猪价有望继续回升。随着复工复产进度加快，囤货需求继续下行，物流状况持续好转，再加上蔬菜供应量季节性上升，夏季时令水果上市，预计鲜菜价格继续走弱，鲜果价格进入下行区间。**6月，高频数据显示28种重点监测蔬菜价格同比增速由涨转降，7种重点监测水果价格同比涨幅扩大，但环比下降，猪肉价格同比降幅较大程度收敛，再加上基数回落，预计6月食品CPI同比延续升势。**
- **燃料价格继续回落，疫情影响线上消费需求增多。** 5月，非食品中七大类价格同比均上涨，生活用品及服务和其他用品及服务价格同比涨幅扩大，医疗保健和衣着价格同比持平，居住、交通通信及教育文化娱乐三类同比涨幅均

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：刘彦宏
电话：010-57631106
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

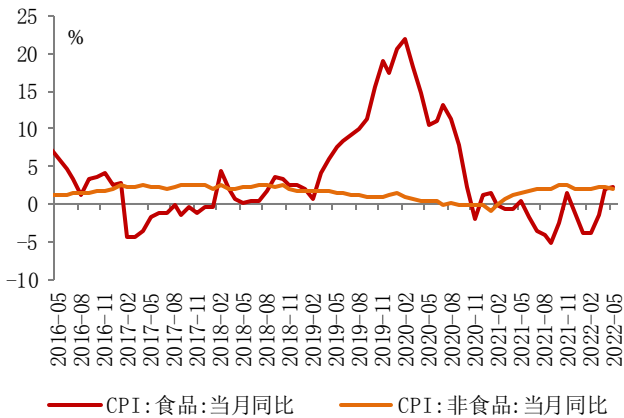
1. 绿债或迎机会，欧洲紧缩将开启 (2022-06-10)
2. 疫情边际好转作用于外贸，后劲看什么？——5月贸易数据点评 (2022-06-10)
3. 国内复苏渐启航，海外症结在通胀 (2022-06-03)
4. 守云开，见月明——2022年下半年宏观经济与政策展望 (2022-06-02)
5. 黎明已至，期待政策累积效应释放——5月PMI数据点评 (2022-05-31)
6. 多部门合力稳经济大盘，海外不稳定因素增多 (2022-05-27)
7. 资产轮动，谁将乘风破浪？ (2022-05-26)
8. 国内政策红利加速释放，海外地缘局势加剧动荡 (2022-05-20)
9. 把握“稳”的内涵和后续发力——4月经济数据点评 (2022-05-16)
10. 等待“黎明”的前一秒——4月社融数据点评 (2022-05-13)



有所回落。交通通信价格同比回落 0.3 个百分点至 6.2%，其中交通用燃料价格同比回落 1.3 个百分点至 27.1%，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 27.6%、30.1%和 26.9%，汽油、柴油价格涨幅较上月有所回落。疫情在 5 月仍有持续，“五一”假期效应逐步消退，旅游同比涨幅较上月收窄 1.5 个百分点至 0.9%，宾馆住宿和飞机票价格分别下降 7.4%和 2.4%；七大类价格环比六涨一降，其中交通工具用燃料价格环比增速回落 2.1 个百分点至 0.6%，汽油和柴油价格均上涨 0.6%，较上月环比增速均有下降。假期效应逐渐减退，旅游环比涨幅收敛 0.6 个百分点至 0.4%。在疫情影响下线下消费减少，线上消费增多，电影及演出票、宾馆住宿价格分别下降 2.6%和 0.7%，而网络文娱服务价格上涨 2.4%。后续随着疫情好转，促消费政策落地，非食品价格或将稳中有升。

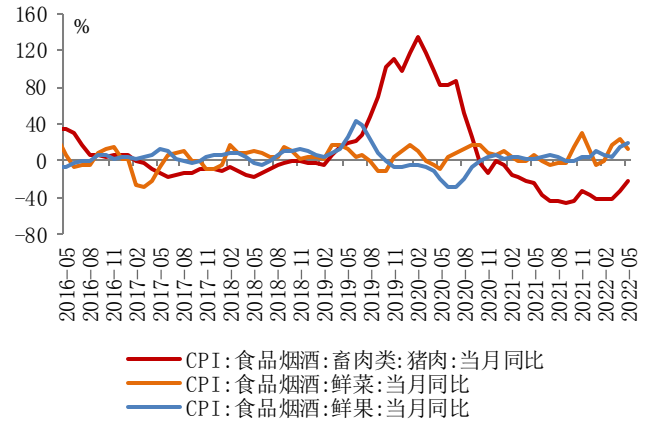
- **PPI 同比继续走低，生产和生活资料走势分化。**国际大宗商品价格自高位有所回落，随着国内供应链逐步畅通、煤炭保供稳价政策效果显现，叠加基数效应，5 月 PPI 同比上涨 6.4%，涨幅较上月回落 1.6 个百分点，符合市场预期。其中，生产资料价格上涨 8.1%，涨幅继续回落 2.2 个百分点；生活资料价格上涨 1.2%，较上月扩大 0.2 个百分点，下游需求有所回升。调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 37 个，与上月相同。主要行业中，价格涨幅回落较大的主要是原材料行业，回落幅度最大的是煤炭开采和洗选业，回落 16.2 个百分点至 37.2%，其次是黑色金属以及有色金属冶炼和压延加工业；主要行业中价格涨幅扩大最多的是化学纤维制造业，涨幅扩大 1.9 个百分点，其次是燃气生产和供应业和农副食品加工业。**环比来看**，5 月 PPI 环比涨幅回落 0.5 个百分点至 0.1%，其中，生产资料价格环比增速回落 0.7 个百分点至 0.1%；生活资料价格环比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.3%。随着各地煤炭保供稳价政策效应显现，煤炭开采和洗选业价格由上涨 2.5%转为下降 1.1%，煤炭加工价格上涨 0.7%，涨幅回落 8.6 个百分点。受投资增速放缓等因素影响，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.3%。然而，由于国际原油价格震荡上行，石油相关行业价格上行，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业价格均环比上涨。6 月，南华工业品指数同比涨幅扩大，环比由降转升。原油方面，尽管 OPEC+同意 7-8 月增产 64.8 万桶/日，但 OPEC 秘书长也表示大部分成员国在石油生产方面都已达到极限，随着欧盟决定对俄部分石油实施禁运，中国复工后需求回升，再加上季节性需求增大，原油价格近期持续攀升，短期油价或维持高位震荡。煤炭方面，夏季用电高峰逐渐到来、复工复产带动电力需求回升，对煤价上行有所支撑，6 月 8 日，国常会提出要保障煤炭电力稳定供应，煤炭价格在政策保供稳价下有望维持相对稳定。
- **预计 CPI 稳中趋升，PPI 回落速度偏缓。**5 月，CPI 和 PPI 剪刀差继续收敛，由上月 5.9 个百分点下降至 4.3 个百分点。CPI 方面，在 5 月份 2.1% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.8 个百分点，新涨价影响约为 1.3 个百分点。猪肉产能去化作用显现，收储工作继续进行，养殖成本有所上行，支撑猪肉价格上升，但随着蔬菜、水果上市量增加，货运物流逐步复苏，食品价格或稳中有升，疫情形势逐步好转，有望带动需求回升，非食品价格或有所回暖，6 月 CPI 或回归上升区间，但疫情散发仍具不确定性。PPI 方面，在 5 月份 6.4% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 4.1 个百分点，新涨价影响约为 2.3 个百分点。6 月 PPI 同比继续在基数效应作用下，预计涨幅继续收敛，但国际油价震荡上行，国内复工复产需求回升，PPI 同比增速回落速度或相对偏慢。
- **风险提示：**国际大宗商品价格波动超预期、国内疫情蔓延超预期。

图 1：非食品价格同比小幅下滑，食品价格继续上升



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：食品类分项价格表现



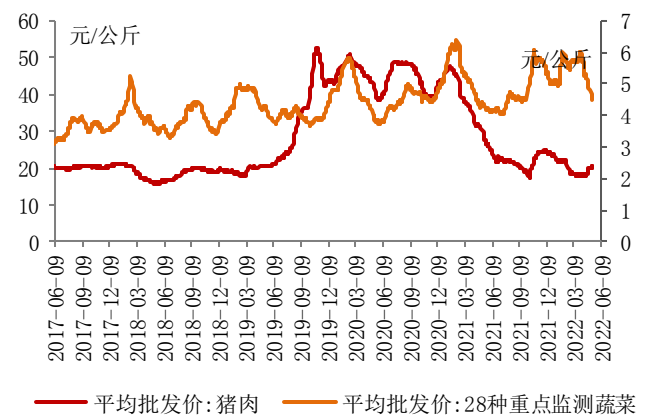
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：6 月农产品价格指数回落



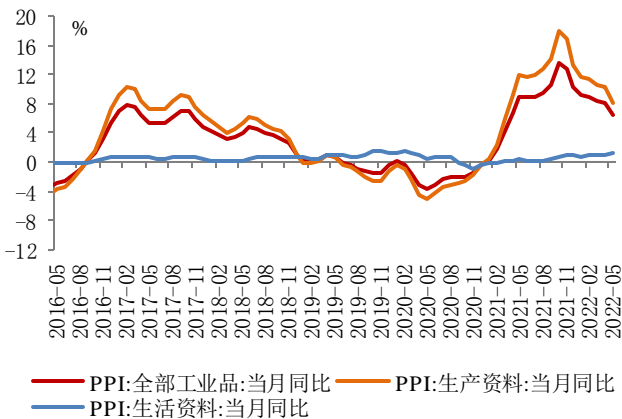
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：6 月蔬菜价格回落、猪肉价格回升



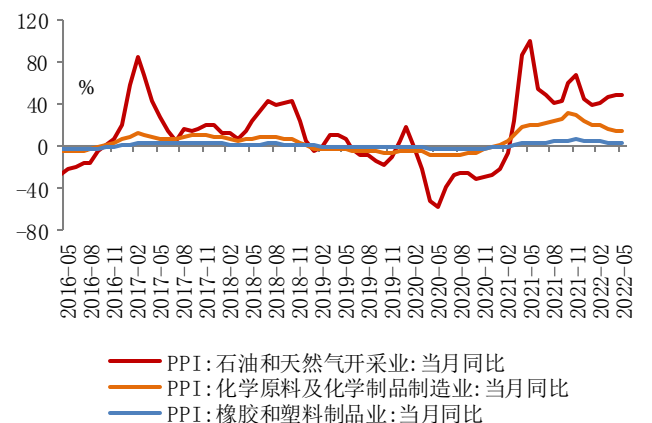
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：PPI 同比涨幅回落，生产资料和生活资料走势分化



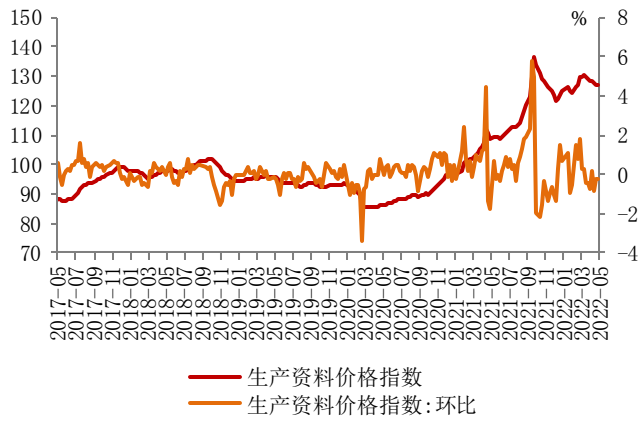
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：石油和天然气开采业价格同比涨幅小幅回落



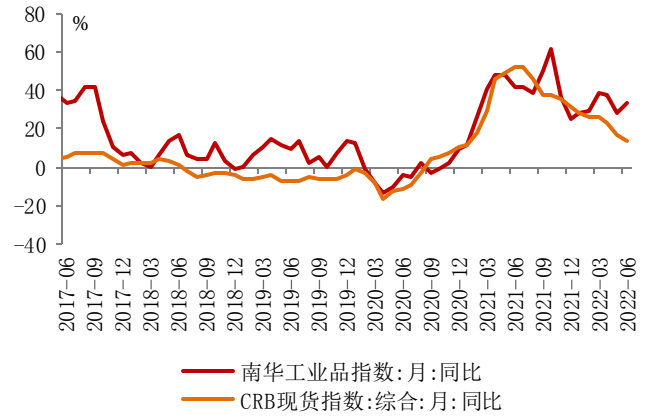
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：生产资料价格指数回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：南华工业品指数回升，CRB 现货指数同比增速回落



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn