

研究所

分析师：魏大朋
SAC 登记编号：S1340521070001
Email: weidapeng@cnpsec.com

研究助理：崔超
SAC 登记编号：S1340121120032
Email: cuichao@cnpsec.com

5月CPI和PPI数据点评

原材料涨价持续向下游传导 猪肉价格有望迈入上涨周期

● CPI 温和上涨，猪肉涨价有望提速

5月份CPI同比上涨2.1%，与4月份持平，保持温和上涨趋势，其中食品价格上涨2.3%，非食品价格上涨2.1%。CPI环比下降0.2%，其中食品价格下降1.3%，非食品价格上涨0.1%。

国际能源价格企稳，但仍在高位运行。本月同比涨幅最大的子项为交通通信，同比上涨6.2%，主要受交通工具用燃料价格大幅上涨所致。5月交通工具用燃料价格同比上涨27.1%，环比上涨0.6%。地缘政治危机导致国际能源价格上涨，进而向全产业链传导，汽柴油等交通工具用燃料首当其冲。

鲜菜价格大幅下降，国际粮价上涨风险值得关注。受鲜菜大量上市、疫情好转物流畅通影响，5月鲜菜价格环比大幅下降15%。国际粮价高位运行，带动国内面粉、粮食制品、食用植物油价格分别环比上涨0.8%、0.8%和0.7%，俄乌两国作为国际重要粮食出口国，出口受限有进一步推高国际粮价可能，对国内的溢出效应值得持续关注。

猪肉价格企稳回升，有望迈入上行周期。猪肉价格环比上涨5.2%，为CPI各细项中环比涨幅最大，猪肉价格指数连续保持强势。在中央收储、产能调减等因素影响下，猪肉价格有望迈入上行周期。4月以来，豆粕价格冲高回落，但仍在高位运行，玉米价格相对稳定，国际粮价上涨有向猪肉价格传导风险。

当前通胀水平仍处可控区间，随着能源、工业原材料、粮食价格向全产业链传导，预计CPI将继续保持温和上涨趋势。

● PPI 持续回落，原料价格持续向下游传导

保供稳价成效显著。5月份PPI同比上涨6.4%，较上月回落1.6个百分点，连续7个月同比涨幅下降；环比上涨0.1%，涨幅均较上月回落0.5个百分点，连续2个月环比涨幅下降。生产资料价格环比上涨0.1%，涨幅回落0.7个百分点；同比上涨8.1%，涨幅回落2.2个百分点。生活资料价格环比上涨0.3%，涨幅扩大0.1个百分点；同比上涨1.2%，涨幅扩大0.2个百分点。

原材料涨价逐步向下游传导。与生产资料出厂价格涨幅持续回落相对的是，生活资料涨幅呈稳步扩大趋势。今年1月份以来，生活资料同比及环比涨幅连续4个月未现回落，原材料涨价持续向下游传导，并对CPI形成上升推力。

能源及原料价格企稳，但仍高位运行。5月工业生产者主要行业出厂价格同比涨幅靠前的行业分别为石油和天然气开采业（47.8%）、煤炭开采和洗选业（37.2%）、石油煤炭及其他燃料加工业（34%）、燃气生产和供应业（22.0%）、化学原料和化学制品制造业（13.6%）、有色金属矿采选业（12.1%），环比涨幅分别为1.3%、-1.1%、0.9%、0.0%、0.6%、0.4%，涨幅均得到控制，但产品价格仍在高位运行，对下游产品价格的推动作用将持续。

● **PPI-CPI 剪刀差连续7个月收窄，通胀压力仍然较大**

5月PPI和CPI剪刀差收窄至4.3个百分点，连续第7个月下降。“剪刀差”的下降是原料涨价向下游传导的过程，有助于缓解工业企业由大宗商品涨价带来的成本压力。

我们预计，随着猪肉逐步走出下跌周期，猪肉对CPI指数上涨的推动作用将增强。能源价格对国际政治形势的变化敏感，短期内仍无下降的迹象，有望在高位持续震荡。原油、有色金属等大宗商品价格的上涨持续向下游传导，“猪油同涨”的形势正逐步形成，今年通胀压力仍然较大。

● **风险提示**

政策施行效果不及预期、疫情恶化、大宗商品价格剧烈波动。

目录

1 CPI 温和上涨，猪肉涨价有望提速.....	5
2 PPI 持续回落，原料价格持续向下游传导.....	8
3 PPI-CPI 剪刀差连续 7 个月收窄.....	9

图表索引

图表 1 CPI 同比与环比变化 (%)	5
图表 2 CPI: 不包括食品和能源当月同比 (%)	5
图表 3 CPI: 食品与非食品当月同比 (%)	6
图表 4 CPI: 食品与非食品环比 (%)	6
图表 5 CPI: 鲜菜价格当月同比与环比 (%)	6
图表 6 CPI: 交通工具用燃料当月同比与环比 (%)	6
图表 7 CPI: 猪肉价格当月同比与环比 (%)	6
图表 8 22 省市猪肉平均价格 (元/千克)	6
图表 9 22 省市猪粮比价	7
图表 10 22 省市豆粕、玉米价格 (元/千克)	7
图表 11 CPI 分类别同比涨跌幅 (%)	7
图表 12 CPI 分类别环比涨跌幅 (%)	7
图表 13 PPI 当月同比与环比 (%)	8
图表 14 PPI: 生产资料当月同比与环比 (%)	8
图表 15 PPI: 生活资料当月同比与环比 (%)	9
图表 16 主要生产资料市场价格环比 (%)	9
图表 17 PPI-CPI 剪刀差 (%)	9

1 CPI 温和上涨，猪肉涨价有望提速

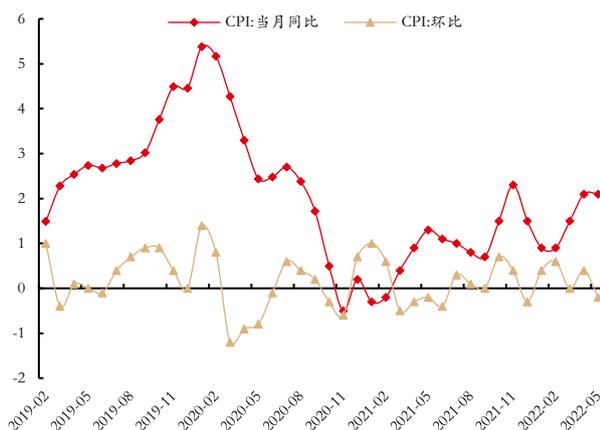
5 月份 CPI 同比上涨 2.1%，与 4 月份持平，保持温和上涨趋势，其中食品价格上涨 2.3%，非食品价格上涨 2.1%。CPI 环比下降 0.2%，其中食品价格下降 1.3%，非食品价格上涨 0.1%。

本月同比涨幅最大的子项为交通通信，同比上涨 6.2%，主要受交通工具用燃料价格大幅上涨所致。地缘政治危机导致国际能源价格上涨，进而向全产业链传导，汽柴油等交通工具用燃料首当其冲。5 月交通工具用燃料价格同比上涨 27.1%，环比上涨 0.6%，国际能源价格企稳，但仍在高位运行。

物流畅通鲜菜价格下降，猪肉价格企稳回升。受鲜菜大量上市、疫情好转物流畅通影响，5 月鲜菜价格环比大幅下降 15%。国际粮价高位运行，带动国内面粉、粮食制品、食用植物油价格分别环比上涨 0.8%、0.8%和 0.7%，俄乌两国作为国际重要粮食出口国，出口受限有进一步推高国际粮价可能，对国内的溢出效应值得持续关注。猪肉价格环比上涨 5.2%，为 CPI 各细项中环比涨幅最大，猪肉价格指数连续保持强势。在中央收储、产能调减等因素影响下，猪肉价格有望迈入上行周期。4 月以来，豆粕价格冲高回落，但仍在高位运行，玉米价格相对稳定，国际粮价上涨有向猪肉价格传导风险。

当前通胀水平仍处可控区间，随着能源、工业原材料、粮食价格向全产业链传导，预计 CPI 将继续保持温和上涨趋势。

图表 1 CPI 同比与环比变化 (%)

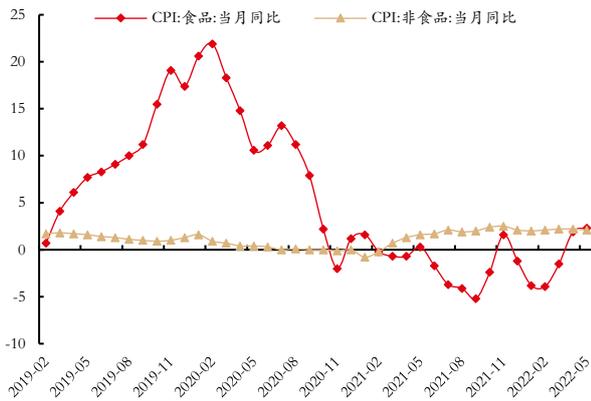


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

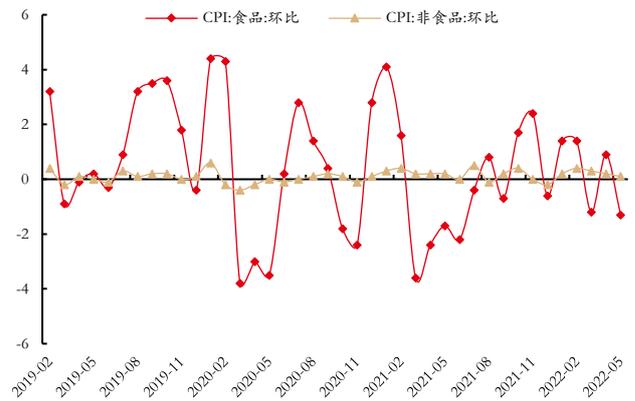
图表 2 CPI：不包括食品和能源当月同比 (%)



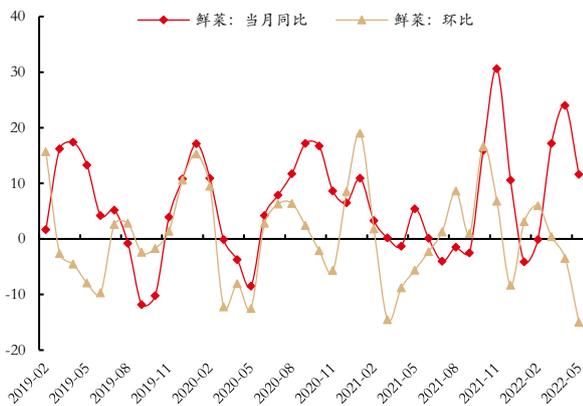
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 3 CPI：食品与非食品当月同比 (%)


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 4 CPI：食品与非食品环比 (%)


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 5 CPI：鲜菜价格当月同比与环比 (%)


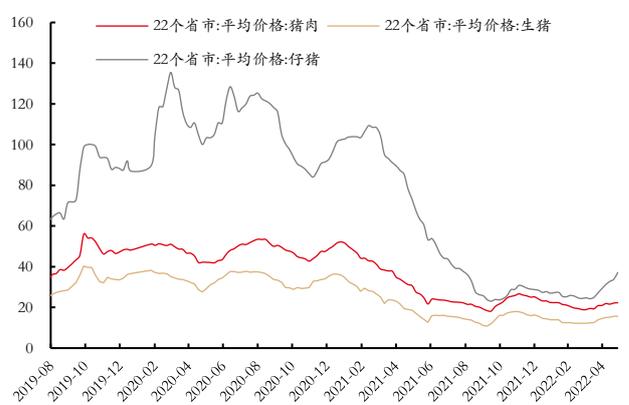
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 6 CPI：交通工具用燃料当月同比与环比 (%)


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 7 CPI：猪肉价格当月同比与环比 (%)


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 8 22 省市猪肉平均价格 (元/千克)


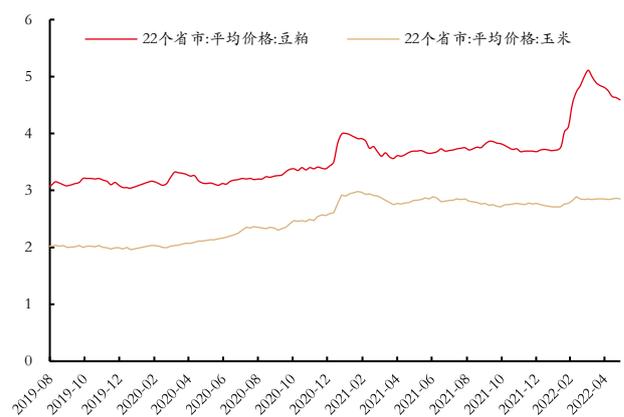
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 9 22 省市猪粮比价



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 10 22 省市豆粕、玉米价格（元/千克）



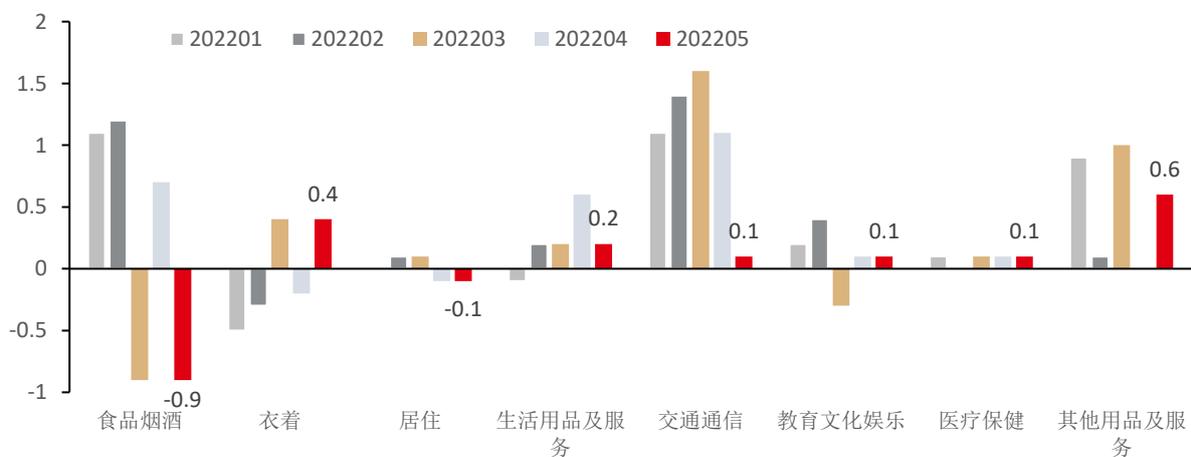
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 11 CPI 分类别同比涨跌幅（%）



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 12 CPI 分类别环比涨跌幅（%）



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

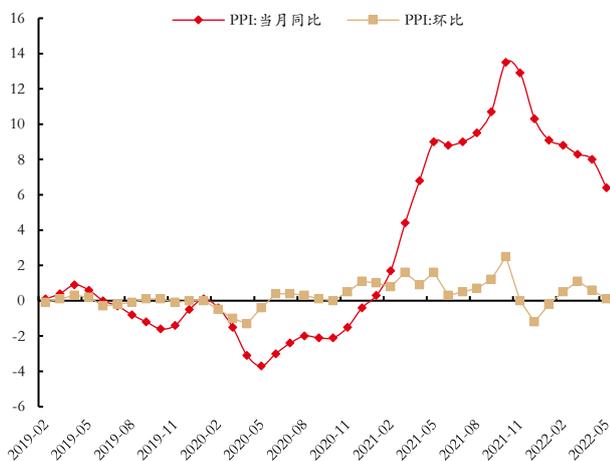
2 PPI 持续回落，原料价格持续向下游传导

保供稳价成效显著。5 月份 PPI 同比上涨 6.4%，较上月回落 1.6 个百分点，连续 7 个月同比涨幅下降；环比上涨 0.1%，涨幅均较上月回落 0.5 个百分点，连续 2 个月环比涨幅下降。生产资料价格环比上涨 0.1%，涨幅回落 0.7 个百分点；同比上涨 8.1%，涨幅回落 2.2 个百分点。生活资料价格环比上涨 0.3%，涨幅扩大 0.1 个百分点；同比上涨 1.2%，涨幅扩大 0.2 个百分点。

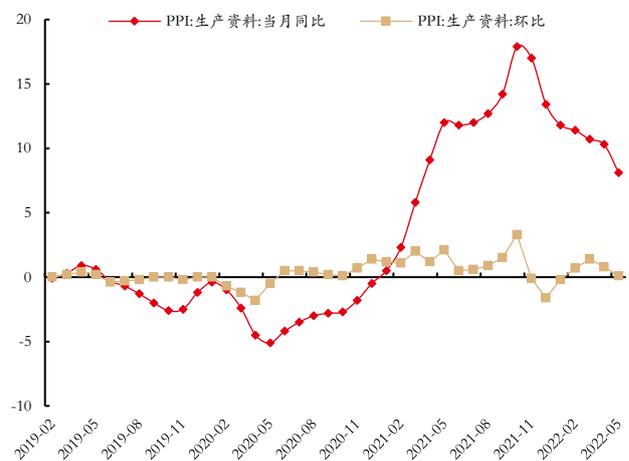
原材料涨价逐步向下游传导。与生产资料出厂价格涨幅持续回落相对的是，生活资料涨幅呈稳步扩大趋势。今年 1 月份以来，生活资料同比及环比涨幅连续 4 个月未现回落，原材料涨价持续向下游传导，并对 CPI 形成上升推力。

能源及原料价格企稳，但仍高位运行。5 月工业生产者主要行业出厂价格同比涨幅靠前的行业分别为石油和天然气开采业（47.8%）、煤炭开采和洗选业（37.2%）、石油煤炭及其他燃料加工业（34%）、燃气生产和供应业（22.0%）、化学原料和化学制品制造业（13.6%）、有色金属矿采选业（12.1%），环比涨幅分别为 1.3%、-1.1%、0.9%、0.0%、0.6%、0.4%，涨幅均得到控制，但产品价格仍在高位运行，对下游产品价格的推动作用将持续。

图表 13 PPI 当月同比与环比 (%)



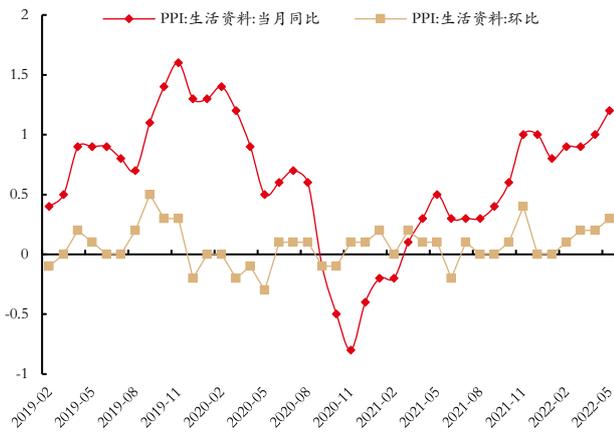
图表 14 PPI：生产资料当月同比与环比 (%)



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

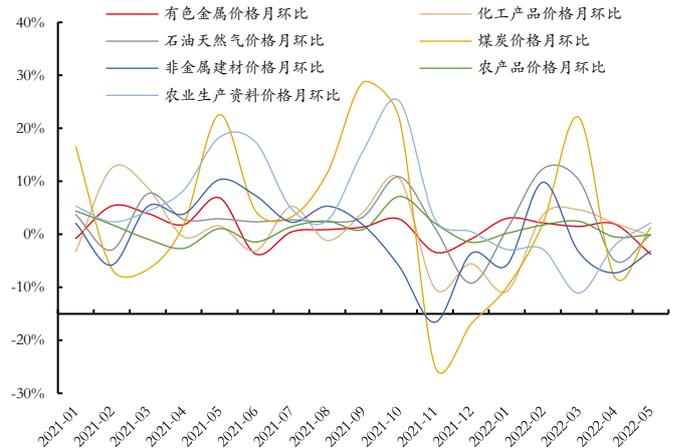
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 15 PPI：生活资料当月同比与环比 (%)



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 16 主要生产资料市场价格环比 (%)



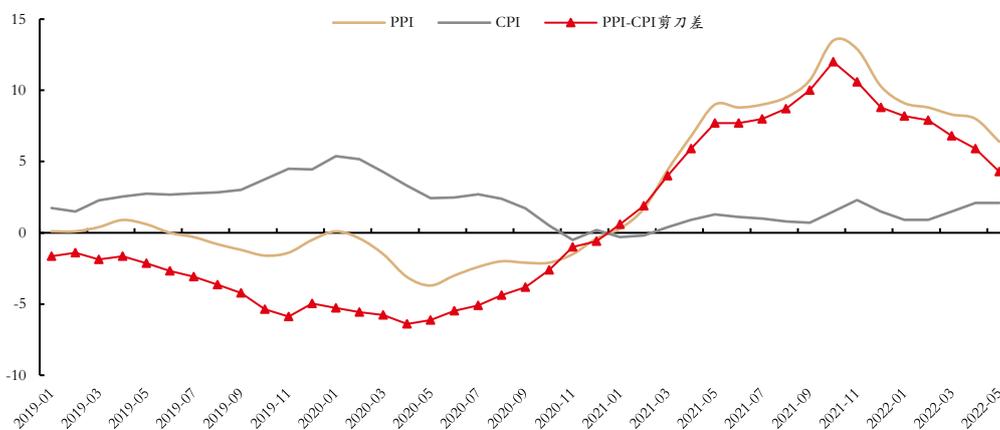
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

3 PPI-CPI 剪刀差连续 7 个月收窄

5 月 PPI 和 CPI 剪刀差收窄至 4.3 个百分点，连续第 7 个月下降。“剪刀差”的下降是原料涨价向下游传导的过程，有助于缓解工业企业由大宗商品涨价带来的成本压力，是市场的良性调整。随着稳增长政策持续发力，涨价因素对中小企业经营的抑制作用将在一定程度上得到削弱。

我们预计，随着猪肉逐步走出下跌周期，猪肉对 CPI 指数上涨的推动作用将增强。能源价格对国际政治形势的变化敏感，短期内仍无下降的迹象，有望在高位持续震荡。原油、有色金属等大宗商品价格的上涨持续向下游传导，“猪油同涨”的形势正逐步形成，今年通胀压力仍然较大。

图表 17 PPI-CPI 剪刀差 (%)



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。