

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 物价符合预期 政策仍可加码

—5月物价数据点评

### 分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2022年6月10日

### 内容提要:

5月CPI同比2.1%，预期2.2%，前值2.1%；PPI同比6.4%，预期6.4%，前值8.0%。

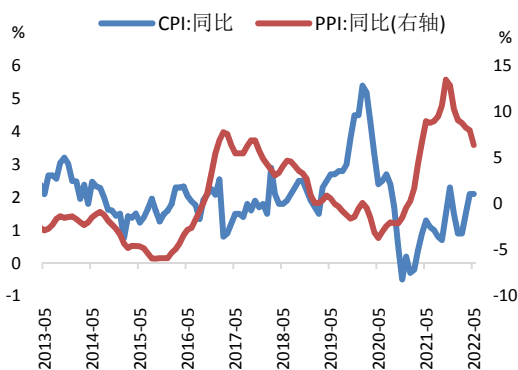
CPI略低于预期，主因在于食品弱于季节性，非食品价格与季节性特征一致，核心CPI低位持平。一方面，疫情因素消退，物流成本下降，供给充足，另一方面囤货需求下降、终端需求复苏缓慢也影响了CPI走势。展望未来，CPI或将继续温和上行，若下半年疫情好转下的服务业修复涨价压力释放，猪肉价格同比跌幅持续收窄进而转为正向拉动，CPI则有可能破3%。此外，考虑到下半年国际油价再次大幅冲高的可能性不大，而且本轮能繁母猪产能去化程度不及此前几轮从而猪肉价格涨幅或相对较弱，短期“猪油共振”大幅推高CPI的风险可控。

PPI符合预期，其中生活资料价格连续上涨值得关注，短期PPI或继续稳步回落。PPI上涨动力来自于输入性通胀，近期国际大宗商品价格仍在上涨；拖累因素则来自于国内终端需求复苏缓慢以及高基数。不过，当前国内稳增长政策持续加码并着重落实，尤其是基建投资力度加大，若叠加下半年地产投资或将低位修复，对工业品仍有一定的支撑，PPI回落斜率可能有所放缓。

在物价总体温温和的背景下，未来政策仍有加码可能，不排除未来仍会降准降息。

**风险提示:** 央行超预期调控，食品价格超预期，大宗商品价格超预期贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，地缘政治恶化，海外黑天鹅事件等。

### CPI与PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

1. 《疫情冲击供需和就业 政策助力二季度筑底—3月及一季度经济数据点评》
2. 《疫情冲击叠加内需偏弱拖累 PMI 逆季节性回落—3月PMI数据点评》
3. 《CPI略超预期 PPI缓慢回落—4月物价数据点评》

**事件：**国家统计局 6 月 10 日公布的数据显示，5 月 CPI 同比 2.1%，预期 2.2%，前值 2.1%；PPI 同比 6.4%，预期 6.4%，前值 8.0%。

**点评：**5 月通胀数据基本符合预期。一方面，疫情因素消退，物流成本下降，供给充足，叠加囤货需求下降、终端需求复苏缓慢拖累 CPI 走势，尤其是核心 CPI 低位持平凸显消费需求不足。下半年 CPI 或将继续温和上行，若疫情好转下的服务业修复涨价压力释放，猪肉价格同比跌幅持续收窄进而转为正向拉动，CPI 则有可能破 3%。另一方面，PPI 环比动能放缓，虽然近期国际大宗商品价格仍在上涨，但国内终端需求复苏缓慢以及高基数等原因拖累 PPI。在物价总体温温和的背景下，未来政策仍有加码可能，不排除未来仍会降准降息。

### 1、食品价格超季节性回落拖累 CPI，核心 CPI 低位持平

5 月 CPI 同比上涨 2.1%，略低于市场预期（2.2%），主因在于食品弱于季节性。从环比看，4 月 CPI 环比回落 0.2%，与历史（2011-2019 年，下同）同期均值一致。从同比看，食品价格上涨 2.3%，涨幅比 4 月扩大 0.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.42 个百分点。食品中，鲜果、薯类和粮食价格分别上涨 19.0%、16.1%和 3.2%，涨幅比 4 月均有扩大；鲜菜和鸡蛋价格分别上涨 11.6%和 11.4%，涨幅比 4 月回落 12.4 和 1.9 个百分点；猪肉价格下降 21.1%，降幅比上月收窄 12.2 个百分点。非食品价格上涨 2.1%，涨幅比 4 月回落 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.68 个百分点。在 4 月 2.1%的同比涨幅中，新涨价影响约为 1.3 个百分点，比 4 月回落 0.1 个百分点。

**食品价格季节性回落。**5 月食品价格环比回落 1.3%，弱于历史均值（回落 0.9%），主因在于疫情因素消退后物流成本回落、囤货需求下降叠加供应增加等。

**鲜菜价格加速回落。**随着鲜菜大量上市，物流逐步畅通，鲜菜价格环比回落 15.0%，大幅超出历史同期均值（回落 9.8%）。从菜篮子产品批发价格 200 指数走势看，5 月中旬及下旬环比变化分别为-2.3%、-3.8%，6 月上旬仍下降 2.8%，短期这一趋势或将延续。

**肉类价格连续 2 个月超季节性上涨。**其中，随着中央储备猪肉收储工作继续开展，生猪产能调减效应逐步显现，5 月猪肉价格环比上涨 5.2%，强于历史均值（0.2%）；同比下跌 21.1%，拖累 CPI 同比 0.34 个百分点。肉禽及其制品环比上涨 1.9%，同比下跌 12.9%，拖累 CPI 同比 0.46 个百分点。维持此前观点，考虑到 2021 年 7 月能繁母猪存栏量下行拐点已经

显现，本轮猪周期或于今年下半年启动，但由于能繁母猪产能去化程度不及此前几轮，对应猪肉价格涨幅或相对有限。

**其他食品价格以涨为主。**其中，鲜果（环比变化为 1.5%，下同）、油脂（0.7%）、粮食（0.5%）、奶制品（0.4%）分别强于季节性 0.7、0.8、0.4、0.3 个百分点，水产品（-1%）、蛋类（1.4%）则分别弱于季节性 1.2、0.5 个百分点。可以参考的是，5 月 FAO 肉类价格与谷物价格指数再创近 15 年新高，食品价格与油脂价格指数则小幅回落，同时由于 2021 年同期基数走高，5 月上述 4 项指数同比涨幅均有所回落。

**非食品价格与季节性特征一致。**5 月非食品价格环比上涨 0.1%，连续 2 个月与历史均值一致。前期超预期的 PPI 并未对 CPI 非食品走势产生明显推动，5 月 PPI 同环比均趋缓强化了这一可能。分项数据 6 涨 1 降，其中其他用品及服务、衣着、生活用品及服务价格分别上涨 0.6%、0.4% 和 0.2%，交通通信、教育文化娱乐、医疗保健价格均上涨 0.1%；居住价格下降 0.1%。受国际油价变动影响，国内汽油和柴油价格均上涨 0.6%；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%。

**核心 CPI 低位持平。**5 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.9%，与 4 月持平；环比亦持平于 4 月。从同比看，2021 年 6 月至 2021 年 12 月核心 CPI 基数始终在近 2 年的相对高位，若未来需求复苏不强，则核心 CPI 同比仍有可能继续低位徘徊。

综合而言，5 月 CPI 略低于市场预期，食品价格超预期回落是主因。一方面，疫情因素消退，物流成本下降，供给充足，另一方面囤货需求下降、终端需求复苏缓慢也影响了 CPI 走势，5 月剔除肉类后的 CPI 回落 0.28 个百分点至 2.56%。展望未来，CPI 或将继续温和上行，若下半年疫情好转下的服务业修复涨价压力释放，猪肉价格同比跌幅持续收窄进而转为正向拉动，CPI 则有可能破 3%。此外，考虑到下半年国际油价再次大幅冲高的可能性不大，而且本轮能繁母猪产能去化程度不及此前几轮从而猪肉价格涨幅或相对较弱，短期“猪油共振”大幅推高 CPI 的风险可控。

## 2、PPI 回落趋势不改

**PPI 符合市场预期。**5 月 PPI 环比上涨 0.1%，同比上涨 6.4%，与市场预期一致。PPIRM 环比上涨 0.5%，较 4 月回落 0.8 个百分点；同比涨幅（9.1%）较 4 月回落 1.7 个百分点。在 5 月 6.4% 的同比涨幅中，新涨价

影响约为 2.3 个百分点，较 4 月扩大 0.2 个百分点。

**生活资料价格连续上涨值得关注。**从环比看，5 月生产资料价格上涨 0.1%，涨幅回落 0.7 个百分点；生活资料价格上涨 0.3%，涨幅扩大 0.1 个百分点。值得注意的是，5 月生活资料价格已是今年初以来连续第 4 个月上涨，2-5 月平均涨幅为 0.2%，而 2015-2019 年同期涨幅在 -0.08% 至 0.05% 间波动。进一步看，2-5 月生活资料价格连续上涨主要体现在食品类及一般日用品类，一定程度上和疫情因素相关；衣着类价格在 5 月加速上行，或与成本上涨相关；耐用消费品表现超季节性但总体稳定。

从行业看，原油相关价格持续上涨，煤炭价格有所回落，黑色、有色延续下跌。国际原油价格震荡上行，带动国内相关行业价格上涨。其中石油和天然气开采业价格上涨 1.3%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 0.9%，化学纤维制造业价格上涨 0.8%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 0.6%。随着各地安全有序释放先进煤炭产能，多措并举保障煤炭供应，强化市场预期管理，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%，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.5%，非金属矿物制品业价格下降 0.5%。另外，农副食品加工业价格上涨 0.9%，计算机通信和其他电子设备制造业价格上涨 0.8%。

**短期 PPI 或继续稳步回落。**上涨动力来自于输入性通胀，近期国际大宗商品价格仍在上涨，6 月上旬 CRB 日均值较 5 月均值上行 4.6%，其中（布伦特）原油价格自今年 3 月俄乌冲突初期短暂突破 120 美元/桶后再度上穿 120。拖累因素则来自于国内终端需求复苏缓慢以及高基数。一方面，近期国内 PPI 环比动能减弱，与国际油价相关行业仍在上涨，但黑色、有色延续下跌，印证国内投资需求不强。另一方面，无论是从国际大宗商品价格走势看，还是国内工业品价格走势看，基数原因将是下拉 PPI 的重要因素，尤其是国内因素。其中，2021 年 10-11 月 CRB 指数均值高出当年 5 月 15-20%；2021 年 9-12 月国内 PPI 同比均值为 11.9%，高出当年 5 月 2.9 个百分点。不过，当前国内稳增长政策持续加码并着重落实，尤其是基建投资力度加大，若叠加下半年地产投资或将低位修复，对工业品仍有一定的支撑，PPI 回落斜率可能有所放缓。

**风险提示：**央行超预期调控，食品价格超预期，大宗商品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超

预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，地缘政治恶化，海外黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层