

核心 CPI 仍有待恢复，PPI 回落符合预期

——5 月通胀点评

宏观点评 | 2022 年 6 月 10 日

研究部

杨一凡

yfyang@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- **一、CPI 同比持平于前值，环比好于预期。**5 月 CPI 同比上涨 2.1%，持平于前值，略低于预期；环比下降 0.2%，低于前值并好于预期。从同比来看，食品价格增速高位运行。从环比来看，食品和消费品均为主要拖累分项。
- **从食品环比分项来看，猪肉价格为主要支撑，鲜菜价格拖累。**年初以来粮食上涨，叠加能繁母猪存栏同比回落，5 月猪肉批发价格较 4 月回升 11.7 个百分点，所以本月猪肉价格上涨 5.2%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点。
- **从非食品分项和服务业来看，实体终端消费价格边际好转，但仍较为疲软。**上海地区 5 月中上旬处于封闭状态，居民消费半径缩窄，对线下服务需求的压制仍在。从能源来看，5 月 WTI 原油期货结算价月均值从 4 月的 105.92 美元/桶上行至 111.96 美元/桶，能源通胀压力对交通工具用燃料的影响依然较大。
- **二、PPI 同比和环比增速均放缓。**5 月 PPI 同比上涨 6.4%，持平于预期，低于前值的 8.0%；环比上涨 0.1%，低于前值的 0.6%。从同比来看，生产资料同比回落，生活资料仅小幅回升。从环比来看，生产资料环比涨幅放缓，生活资料价格涨幅走阔。从拉动率来看，生产资料的同比和环比均有所回落，生活资料则上行。
- **上游价格在基数以及供应链畅通背景下出现不同程度回落。**首先，国际原油价格震荡上行带动石油相关加工业价格韧性较强。其次，各地安全有序释放先进煤炭产能，提高煤炭储备能力，黑色系相关上游价格出现明显回落。第三，疫情扰动下，基建项目落地缓慢，对部分上游价格形成约束。
- **三、预计短期 CPI 温和回升，PPI 下行较为确定。**首先，5 月食品分项对 CPI 形成支撑，核心 CPI 仍然较为疲软。本月鲜菜价格在疫情改善、物流供应通畅下大幅回落，但猪价走强，生猪出栏节奏放缓、市场生猪供应有所下降。另外，国际原油价格上涨的压力对交通分项传导至终端消费。但疫情影响居民消费场景，核心 CPI 未出现明显好转，对 CPI 形成拖累。其次，本月生产资料涨幅出现较大幅度回落，主要由黑色系拖累。5 月原油价格小幅回升，但是国内建筑施工受到疫情中断影响，水泥和钢铁价格回落，叠加基数影响，本月 PPI 同比和环比增速回落均有所放缓。第三，PPI-CPI 剪刀差继续收窄。和 5 月 PMI 中原材料和出厂价格指数均回落相呼应，本月 PPI 回落一方面有助于缓解上游对中下游的涨价压力，稳定下游企业信心。另一方面，当前 CPI 维持温和可控，PPI 回落有利于促进居民消费，为后续“稳增长”提供条件。往后看，CPI 将继续回升，PPI 不改下行趋势。疫情之后消费场景修复、生猪周期启动、原油以及粮价的高位，都将支撑 CPI 抬升。相较之下，虽然后续地产和基建对于部分工业品价格形成支撑，以及原油价格处于高位，但是从去年高基数来看，PPI 呈现下行趋势。



目录

一、CPI 同比持平于前值，环比好于预期.....	3
二、PPI 同比和环比增速均放缓.....	4
三、预计短期 CPI 温和回升，PPI 下行较为确定	6

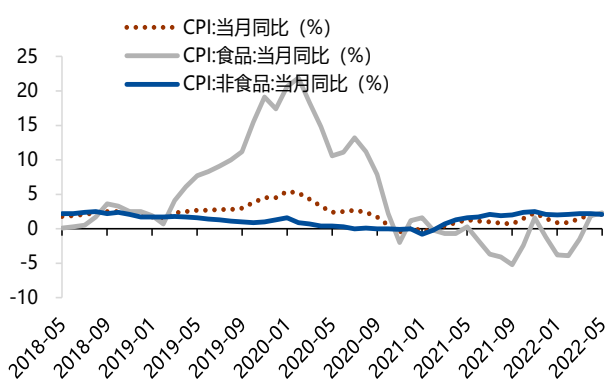
一、CPI 同比持平于前值，环比好于预期

数据：5 月 CPI 同比上涨 2.1%，持平于前值，略低于预期；环比下降 0.2%，低于前值并好于预期。另外，1—5 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 1.5%。

从同比来看，食品价格同比增速高位运行。食品价格同比涨幅扩大至 2.3%(前值 1.9%)；非食品价格同比涨幅放缓至 2.1%(前值 2.2%)；核心 CPI 当月同比维持至 0.9%(前值为 0.9%)；消费品价格同比为 3.0%（前值 3.0%）；服务价格同比为 0.8%（前值为 0.7%）。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。

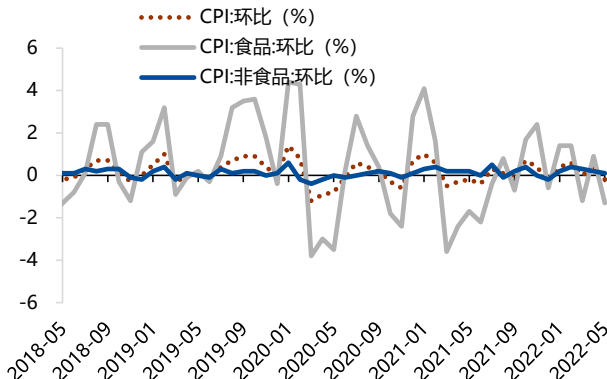
从环比来看，食品分项和消费品均为主要拖累分项。食品价格当月环比回落至-1.3%（前值 0.9%）；非食品价格当月环比为 0.1%（前值为 0.2%）；核心 CPI 当月环比为 0.0%（前值 0.1%）；消费品价格当月环比为-0.3%(前值 0.5%)；服务价格当月环比为 0.0%（前值 0.1%）。

图表 1：5 月 CPI 当月同比涨幅回升



来源：Wind，莫尼塔研究

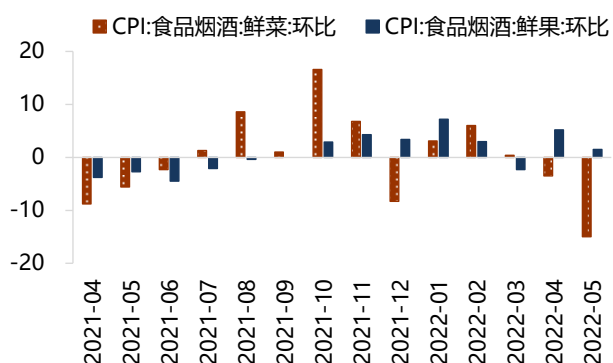
图表 2：5 月 CPI 环比回落



来源：Wind，莫尼塔研究

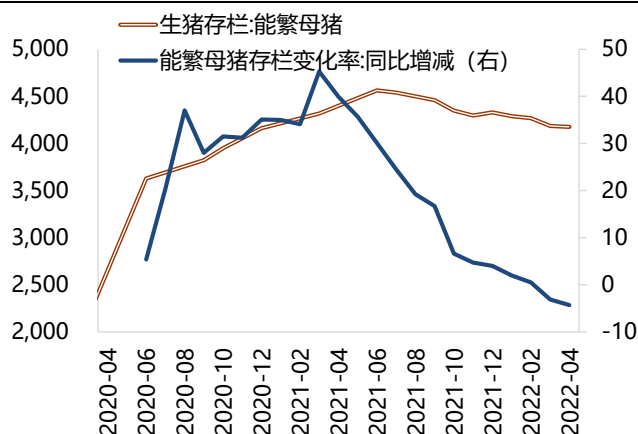
从食品环比分项来看，猪肉价格为主要支撑，鲜菜价格拖累。年初以来粮食上涨，叠加能繁母猪存栏同比回落，5 月猪肉批发价格较 4 月回升 11.7 个百分点，带动本月猪肉价格上涨 5.2%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；相较之下，鲜菜价格环比为-15%，较前值-3.5%出现明显回落，使得鲜菜价格成为了本月食品分项的最大拖累，影响 CPI 下降约 0.36 个百分点。从其他分类来看，水产品价格下降 1.0%，影响 CPI 下降 0.02 个百分点；鲜果价格上涨 1.5%，影响 CPI 上涨 0.03 个百分点；蛋类价格上涨 1.4%，影响 CPI 上涨 0.01 个百分点；粮食价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨 0.01 个百分点。

图表 3：5 鲜菜环比为食品分项拖累



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：4 月能繁母猪同比增量较 3 月继续回落



来源：Wind，莫尼塔研究

从非食品分项和服务业来看，实体终端消费价格边际好转，但仍较为疲软。上海地区 5 月中上旬处于封闭状态，消费半径缩窄，对线下服务需求的压制仍在，电影及演出票、宾馆住宿价格分别下降 2.6% 和 0.7%。数据显示，生活用品及服务环比为 0.3%（前值 0.6%）、教育文化和娱乐价格环比为 0.1%（前值 0.1%）、医疗保健环比为 0.1%（前值 0.1%）、其他用品和服务价格环比为 0.6%（前值 0.0%）。

从能源来看，5 月 WTI 原油期货结算价月均值从 4 月的 105.92 美元/桶上行至 111.96 美元/桶，能源通胀压力对消费的影响依然较大。数据显示交通和通信当月同比为 6.2%，交通工具用燃料当月同比为 27.1%，依然处于较高的位置，两者的环比涨幅回落但依然维持正增长。

二、PPI 同比和环比增速均放缓

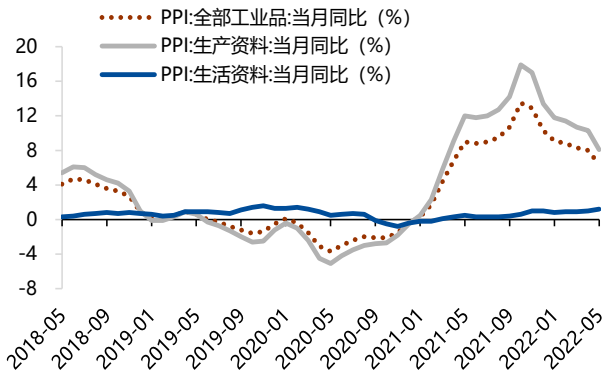
数据：5 月 PPI 同比上涨 6.4%，持平于预期，低于前值的 8.0%；环比上涨 0.1%，低于前值的 0.6%。1—5 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 8.1%，工业生产者购进价格上涨 10.8%。

从同比来看，生产资料同比回落，生活资料仅小幅回升。数据显示 5 月生产资料当月同比 8.1%，低于前值 10.3%；生活资料当月同比涨幅为 1.2%，略高于前值的 1.0%。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。

从环比来看，生产资料环比涨幅放缓，生活资料价格涨幅走阔。数据显示 5 月生产资料当月环比 0.1%，低于前值的 0.8%；生活资料当月环比 0.3%，略高于前值的 0.2%。

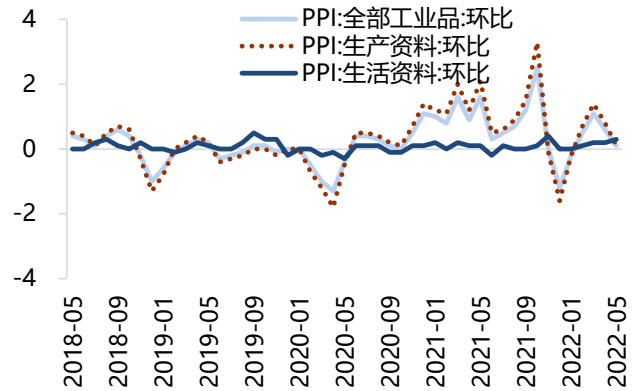
从拉动率来看，生产资料的同比和环比均有所回落，生活资料则上行。数据显示，生产资料同比和环比对 PPI 的拉动分别为 6.17% 和 0.06%，均低于前值的 7.78% 和 0.59%；生活资料同比和环比对 PPI 的拉动分别为 0.27% 和 0.08%，均高于前值的 0.23% 和 0.05%。

图表 5：5 月 PPI 当月同比和生产资料当月同比回落



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：5 月 PPI 中生活资料涨幅走阔

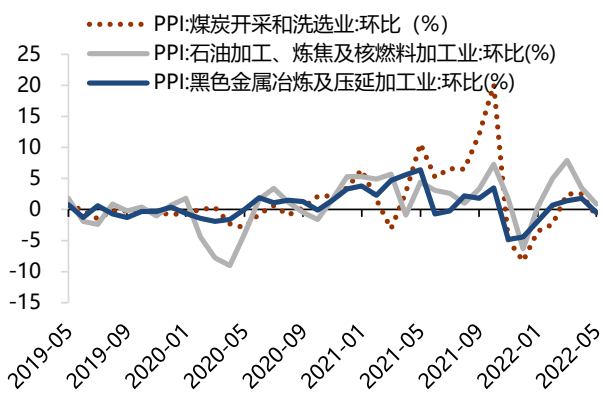


来源：Wind，莫尼塔研究

上游价格在基数以及产业供应链畅通背景下出现不同程度回落。分行业来看，采掘工业 5 月环比为-0.1%（前值 2.0%），原材料工业环比为 0.1%（前值 1.4%），加工业环比为 0.1%（前值 0.4%）。综合来看：**首先，国际原油价格震荡上行带动石油相关加工业价格韧性较强。**数据显示，石油和天然气开采业环比价格从前值的 1.2%小幅上升至 1.3%、石油、煤炭及其他燃料加工业环比涨幅小幅放缓，从前值的 3.5%回落至 0.9%。**其次，各地安全有序释放先进煤炭产能，提高煤炭储备能力，黑色系相关上游价格出现明显回落。**煤炭开采和洗选业价格从前值的 2.5%回落至-1.1%、黑色金属冶炼及压延加工业价格从前值的 1.8%回落至-0.5%。**第三，疫情扰动下，基建项目落地缓慢，对部分价格上涨形成约束。**有色金属冶炼及压延加工业价格从前值的 0.8%回落至-1.3%、非金属矿物制品业环比增速维持在-0.5%。

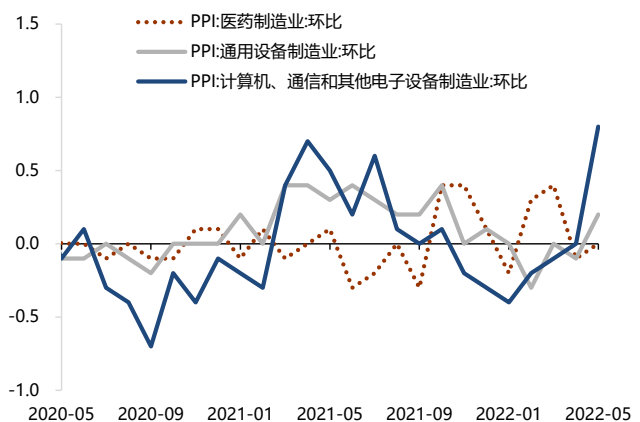
需求好转，叠加成本端压力转移，中下游制造业价格有回暖。数据显示，纺织业环比从前值的 0.0%大幅上升至 0.4%；医药制造业环比从前值的-0.1%上升至 0.0%；通用设备制造业环比从前值的-0.1%上升至 0.2%；计算机、通信和其他电子设备制造业本月环比涨幅从前值的 0.0%上涨至 0.8%。

图表 7：5 月 PPI 中煤炭开采和石油加工相关的价格攀升



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：5 月制造业下游价格环比不同程度上行



来源：Wind，莫尼塔研究

三、预计短期 CPI 温和回升，PPI 下行较为确定

首先，5月食品分项对CPI形成支撑，核心CPI仍然较为疲软。本月鲜菜价格在疫情改善、物流供应通畅下大幅回落，但猪价走强，生猪出栏节奏放缓、市场生猪供应有所下降。另外，国际原油价格上涨的压力对交通分项传导至终端消费。疫情影响居民消费场景，核心CPI未出现明显好转，对CPI形成拖累。其次，本月生产资料涨幅出现较大程度回落，主要由黑色系拖累。5月原油价格小幅回升，但是国内建筑施工受到疫情中断影响，水泥和钢铁价格回落，叠加基数影响，本月PPI同比和环比增速回落均有所放缓。第三，PPI-CPI剪刀差继续收窄。和5月PMI中原材料和出厂价格指数均回落相呼应，本月PPI回落一方面有助于缓解上游对中下游的涨价压力，稳定下游企业信心。另一方面，当前CPI维持温和可控，PPI回落有利于促进居民消费，为后续“稳增长”提供条件。往后看，CPI将继续回升，PPI不改下行趋势。疫情之后消费场景修复、生猪周期启动、原油以及粮价的高位，都将支撑CPI抬升。相较之下，虽然后续地产和基建对于部分工业品价格形成支撑，以及原油价格处于高位，但是从去年高基数来看，PPI呈现下行趋势。

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，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，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。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。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、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，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询: sales.list@cebm.com.cn