



报告日期：2022年6月16日

6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础

——5月通胀数据点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.大宗商品价格上行幅度超预期；
- 2.国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
- 2.英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
- 3.英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
- 4.英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
- 5.英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
- 6.英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
- 7.英大宏观评论（20220406）3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
- 8.英大证券2022年2月宏观经济月报（20220331）：“5.5%左右”强引领符合预期，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 9.英大宏观评论（20220329）1-2月财政状况优于季节性，3月土地成交价款累计同比大概率继续承压
- 10.英大宏观评论（20220322）保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行
- 11.英大宏观评论（20220321）3月消费增速大概率较2月下行，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 12.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 13.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 5月CPI当月同比2.10%，预期2.20%，前值2.10%；5月PPI当月同比6.40%，预期6.30%，前值8.0%；5月PPIRM当月同比9.10%，10.80%。我们点评如下：
 - 一、“猪油”对冲叠加核心CPI持平于前值，使得5月CPI当月同比持平于前值；
 - 二、6-10月“猪油共振”现象出现概率较低，“猪油共振”现象在历史上较少出现；
 - 三、6-12月核心CPI当月同比不具备大幅上行的基础：总量视角；
 - 四、6-12月核心CPI当月同比不具备大幅上行的基础：结构视角；
 - 五、我国面临的海外输入性通胀压力并不大，3季度大宗商品价格大幅上行概率较低；
 - 六、6月PPI当月同比大概率较5月下行，但是下行幅度大概率较5月收窄。



目录

一、“猪油”对冲叠加核心 CPI 持平于前值，使得 5 月 CPI 当月同比持平于前值	3
二、6-10 月“猪油共振”现象出现概率较低，“猪油共振”现象在历史上较少出现	4
三、6-12 月核心 CPI 当月同比不具备大幅上行的基础：总量视角	6
四、6-12 月核心 CPI 当月同比不具备大幅上行的基础：结构视角	8
五、我国面临的海外输入性通胀压力并不大，3 季度大宗商品价格大幅上行概率较低	11
六、6 月 PPI 当月同比大概率较 5 月下行，但是下行幅度大概率较 5 月收窄	12

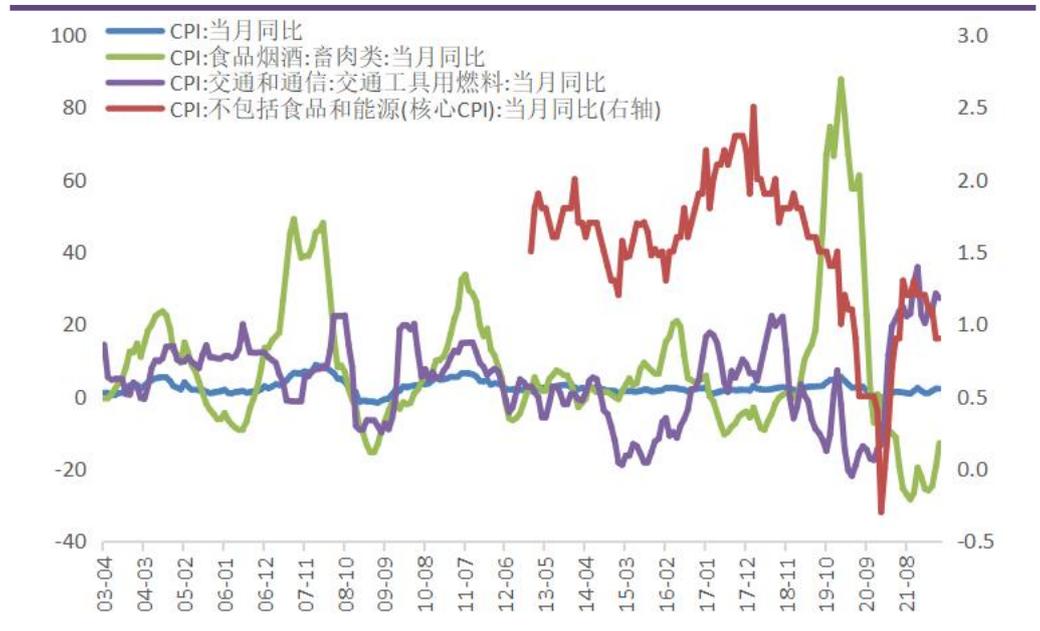
事件：5月CPI当月同比2.10%，预期2.20%，前值2.10%；5月PPI当月同比6.40%，预期6.30%，前值8.0%；5月PPIRM当月同比9.10%，10.80%。

点评：

一、“猪油”对冲叠加核心CPI持平于前值，使得5月CPI当月同比持平于前值

5月CPI当月同比为2.10%，低于预期0.10个百分点，持平于前值，为近6个月高点。从结构的角度看：5月食品CPI当月同比为2.30%，较前值上行0.40个百分点，创2020年10月以来新高，而5月非食品CPI当月同比为2.10%，较前值下行0.10个百分点，自2021年12月以来持续在2.0%至2.20%之间波动；5月消费品CPI当月同比为3.00%，持平于前值，为2020年9月以来高点，而5月服务CPI当月同比为0.70%，较前值下行0.10个百分点，为2021年5月以来低点。**值得指出的是**，在5月食品CPI当月同比较前值上行0.40个百分点，以及5月非食品CPI当月同比较前值下行0.10个百分点的背景下，5月CPI当月同比持平于前值，表明非食品CPI当月同比对CPI当月同比的影响大于食品CPI当月同比对CPI当月同比的影响，而在5月消费品CPI当月同比持平于前值，以及5月服务CPI当月同比较前值下行0.10个百分点的背景下，5月CPI当月同比持平于前值，表明消费品CPI当月同比对CPI当月同比的影响大于服务CPI当月同比对CPI当月同比的影响。

图1：“猪油”对冲叠加核心CPI持平前值，使得5月CPI当月同比持平前值（%；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从8大分项来看：3项较前值上行，5月食品烟酒、生活用品及服务、其他用品和服务CPI当月同比分别为2.10%、1.40%、1.80%，较前值分别上行0.20、0.20、0.10个百分点；3项较前值下行，5月交通和通信、教育文化和娱乐、居住CPI当月同比分别为6.20%、1.80%、1.0%，较前值分别下行0.30、0.20、0.20个百分点；2项持平于前值，5月衣着、医疗保



健 CPI 当月同比分别为 0.50%、0.70%，均持平于前值。从 29 个最细分项来看，排名前六位的是交通工具用燃料、鲜果、鲜菜、蛋类、水电燃料、食用油，CPI 当月同比分别为 27.10%、19.00%、11.60%、10.60%、4.10%、3.80%，分别较前值上行-1.30、4.90、-12.40、-1.50、-0.20、0.30 个百分点；排名后六位的是猪肉、羊肉、通信工具、水产品、西药、通信服务，CPI 当月同比分别为-21.10%、-6.20%、-3.70%、-1.60%、-0.50%、-0.30%，分别较前值上行 12.20、-1.00、-0.60、-4.00、0、0 个百分点。

从“三分法”的角度看，5 月 CPI 当月同比持平于前值的原因有两点。**第一**，5 月核心 CPI 当月同比录得 0.90%，持平于前值。**第二**，5 月交通工具用燃料 CPI 当月同比录得 27.10%，较前值下行 1.30 个百分点，与此同时，5 月猪肉当月同比录得-21.10%，较前值上行 12.20 个百分点，二者相互对冲。5 月 CPI 当月同比低于预期 0.10 个百分点，可能的原因是，在 4 月 28 日、5 月 16 日国家发改委两次累计上调国内汽油价格 490 元/吨，远高于 2021 年 4 月 28 日、5 月 14 日国家发改委两次累计上调国内汽油价格 200 元/吨的背景下，交通工具用燃料 CPI 当月同比依旧较前值下行 1.30 个百分点。

二、6-10 月“猪油共振”现象出现概率较低，“猪油共振”现象在历史上较少出现

“猪油”是否共振是市场所关心的问题，因为二者一旦共振，CPI 当月同比的波动性将显著增大，对资本市场将形成较强冲击。我们认为“猪油共振”分为两种类型。**第一种类型是猪肉与原油的绝对价格共同向上移动或者共同向下移动，共同位于高位或者共同位于低位。第二种类型是猪肉与原油的绝对价格同比增速共同向上移动或者共同向下移动，共同位于高位或者共同位于低位。**我们认为根据以上两种定义，当前不存在“猪油共振”。**首先看猪肉绝对价格及其同比增速。**5 月猪肉平均批发价均值为 20.73 元/公斤，较前值上行 2.17 元/公斤，但是依旧居于历史底部区间，而 5 月猪肉平均批发价均值同比为-24.83%，较前值上行 17.29 个百分点，但是同样依旧居于历史底部区间。**其次看国际油价及其同比增速。**5 月 WTI 原油期货结算价均值为 109.47 美元/桶，较前值上行 7.86 美元/桶，创 2011 年 4 月以来新高，居于历史顶部区间，而 5 月 WTI 原油期货结算价均值同比为 67.81%，较前值上行 3.16 个百分点，同样居于历史顶部区间。可见，当前不存在第一种类型的“猪油共振”，也不存在第二种类型的“猪油共振”。回顾 2013 年 11 月至 2022 年 5 月，我们可以从图形走势明显看出不存在“猪油共振”现象。具体看，这段时间里猪肉与原油的绝对价格的相关系数为-0.48，呈中等程度的负相关关系，而猪肉与原油的绝对价格同比增速的相关系数为-0.44，同样呈中等程度的负相关关系。

图 2：2013 年以来猪肉与原油的绝对价格呈中等程度的负相关关系（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 3：2013 年以来猪肉与原油的绝对价格同比增速呈中等程度的负相关关系（%）



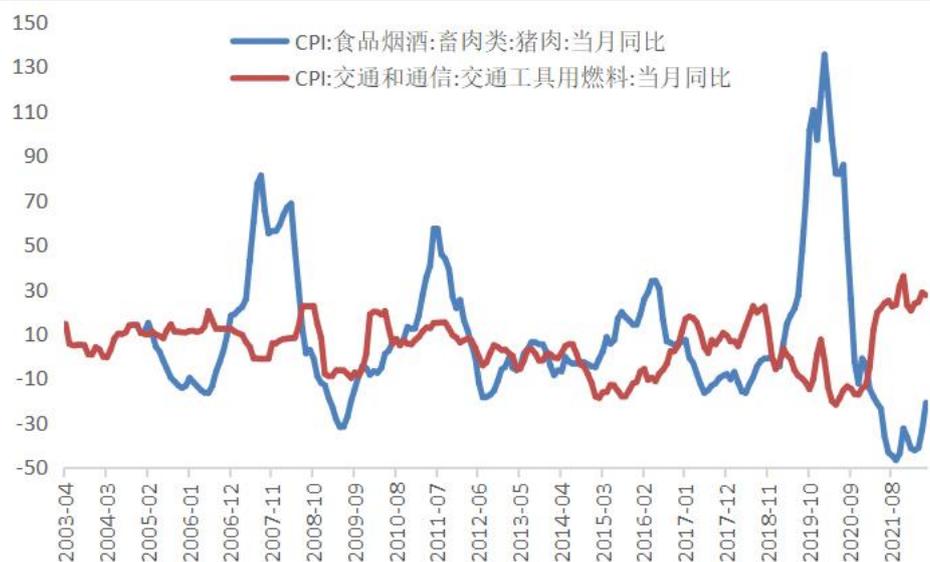
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

我们将观测指标组变更为猪肉 CPI 当月同比与交通工具用燃料 CPI 当月同比。2022 年 5 月猪肉 CPI 当月同比录得-21.10，较前值上行 12.20 个百分点，而 2022 年 5 月交通工具用燃料 CPI 当月同比录得 27.10%，较前值下行 1.30 个百分点。从 5 月的情况看，不存在“猪油共振”的情况：一是 5 月猪肉 CPI 当月同比录得负值，而 5 月交通工具用燃料 CPI 当月同比录得正值；二是 5 月猪肉 CPI 当月同比较前值上行，而 5 月交通工具用燃料 CPI 当月同比较前值下行。展望 6-10 月，我们认为“猪油共振”现象出现的概率较低。猪肉 CPI 当月同比方面，在 2021 年 6-10 月猪肉平均批发价单边下行的背景下，预计 2022 年 6-10 月猪肉 CPI 当月同比稳步抬升。交通工具用燃料 CPI 当月同比方面，随着 2021 年 6-10 月国

际油价震荡上行，预计 2022 年 6-10 月交通工具用燃料 CPI 当月同比继续抬升的概率较低，大概率稳步下行。因此，从绝对价格同比增速角度看，2022 年 6-10 月“猪油共振”现象出现的概率较低。

回顾 2005 年 1 月至今，“猪油共振”现象较少出现，这一点体现为猪肉 CPI 当月同比与交通工具用燃料 CPI 当月同比的相关系数为-0.35，呈弱的负相关关系。在猪肉 CPI 当月同比大幅上行以及位于高位的情况下，交通工具用燃料 CPI 当月同比通常位于低位，较好地规避了“猪油共振”现象的出现。历史上较为典型的“猪油共振”的时段是 2008 年 10 月至 2012 年 7 月，在其余时段，基本不存在“猪油共振”现象。

图 4：历史上较为典型的“猪油共振”的时段是 2008 年 10 月至 2012 年 7 月（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

三、6-12 月核心 CPI 当月同比不具备大幅上行的基础：总量视角

5 月核心 CPI 当月同比录得 0.90%，持平于前值，且创 2021 年 7 月以来新低。核心 CPI 当月同比剔除了食品与能源等供给方面的影响，主要反映的是宏观经济需求变化对价格的影响。因此，可通过核心 CPI 当月同比走势来判断宏观经济走势，也可通过宏观经济走势来判断核心 CPI 当月同比走势。此外，央行在历次降准降息之后的“答记者问”中，经常提及 CPI，也提及 PPI，但是极少提及核心 CPI。尽管如此，我们认为央行利率政策以及法定存款准备金率政策在根本上锚定的是核心 CPI 当月同比。这一观点的佐证之一是 2019 年 11 月 5 日央行“超预期”下调 MLF 利率 5 个基点：在猪周期的推动下，2019 年 11 月 CPI 当月同比录得 4.50%，较前值上行 0.70 个百分点，自 2012 年 2 月以来首次破“4”，与此同时，核心 CPI 当月同比录得 1.40%，较前值下行 0.10 个百分点，创 2016 年 3 月以来新低。彼时市场纠结于央行货币政策着力“控通胀”还是“稳增长”。实际上，如果将“通胀”理解为核心 CPI 当月同比而不是 CPI 当月同比，那么市场就不会那么纠结，因为核心 CPI 当月同比创新低意味着宏观经济需求疲弱，在此背景下，央行为“扩内需”进而“稳增长”，

大概率下调 MLF 利率。

基于以上分析，6-12 月核心 CPI 当月同比的走势至关重要。在研判 6-12 月核心 CPI 当月同比走势之前，我们回顾 2018 年年初以来核心 CPI 当月同比的走势。总体而言，2018 年 3 月以来，我国核心 CPI 当月同比持续承压，但是不同时期承压的原因并不相同。2018 年年初至 2019 年年底，在中美贸易摩擦不断恶化的背景下，我国宏观经济承压下行，相应地，核心 CPI 当月同比从 2018 年 3 月的 2.0% 持续下行至 2019 年 12 月的 1.40%。在 2020 年 1 月反弹至 1.50% 之后，受突如其来的新冠肺炎疫情的冲击，2020 年 2 月核心 CPI 当月同比大幅下挫 0.50 个百分点至 1.0%。此后，在疫情管控力度持续强化的背景下，核心 CPI 当月同比持续低迷，从 3 月的 1.20% 下行至 12 月的 0.40%。在 2021 年 1 月，受新冠肺炎疫情反弹的冲击，核心 CPI 当月同比录得 -0.30%，创 2013 年 1 月有数据记录以来新低，且是唯一一个负值。此后，在 2020 年 1-12 月“前高后低”基数的作用下，叠加 2021 年上半年我国宏观经济持续向好，核心 CPI 当月同比从 2021 年 1 月的 -0.30% 上行至 7 月的 1.30%。2021 年 8-12 月，在房地产调控力度不断加码的背景下，叠加大宗商品价格位于高位，我国宏观经济承压下行，导致核心 CPI 当月同比在 1.20% 与 1.30% 之间持续波动。

图 5: 2018 年年初以来我国核心 CPI 持续承压, 但是不同时期承压的原因并不相同(%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

在回顾完 2018 年年初以来我国核心 CPI 当月同比走势及其原因之后，我们的判断是，2022 年 6-12 月核心 CPI 当月同比不具备大幅上行的可能。我们做出这一判断的依据有以下四点。**第一**，新冠肺炎疫情在阶段性推升菜价以及蛋价，进而推升 CPI 当月同比的同时，总体而言对核心 CPI 当月同比形成利空，体现在疫情严重的月份，或者疫情管控强化的月份，核心 CPI 当月同比大概率承压。我们认为对 2022 年下半年的疫情防控不应掉以轻心：**一是**因为目前北京等地区疫情出现一定程度的反弹；**二是**本轮疫情起源于海外放松对新冠肺炎疫情的防控，但是目前我国并未采取有效手段阻断境外疫情的输入。**第二**，PPI 当月同

比是核心 CPI 当月同比的领先指标，之所以如此，是因为 PPI 当月同比位于产业链的上游，对我国这样具有较强宏观调控特征的国家而言，PPI 当月同比对宏观经济的反应更为灵敏。相反，核心 CPI 当月同比处于产业链的下游，而从上游传导至下游存在一定的时滞。5 月 PPI 当月同比较前值大幅下行 1.60 个百分点，预计在基数效应以及翘尾因素的作用下，PPI 当月同比大概率持续下行至 10 月。从这一点看，核心 CPI 当月同比大概率承压。**第三**，4 月工业企业产成品存货同比录得 20.0%，较前值大幅上行 1.90 个百分点，与此同时，4 月产销率录得 96.30%，虽然较前值上行 1.80 个百分点，但是依旧位于历史低位区间，二者共同表明我国宏观经济处于被动补库存阶段。如无政策干预，则后期我国大概率进入主动去库存阶段。**第四**，从基数效应看，2021 年上半年、下半年核心 CPI 当月同比的均值分别为 0.42%、1.23%，2021 年下半年核心 CPI 当月同比位于相对高位，对 2022 年下半年核心 CPI 当月同比形成一定程度的利空。

四、6-12 月核心 CPI 当月同比不具备大幅上行的基础：结构视角

我们继续从 CPI 的 8 大分项这一结构角度对 6-12 月核心 CPI 当月同比的走势进行研判。CPI 由 8 个分项组成，分别是食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务。其中，食品烟酒属于食品类，被剔除在核心 CPI 之外，交通和通信项下的交通工具用燃料与能源高度相关，但是交通和通信项下还存在与能源相关度不大的通信，因此，不能完全把交通和通信剔除在核心 CPI 之外。除此之外，衣着、居住、生活用品及服务、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务是核心 CPI 的重要组成部分。

图 6：中短期之内燃料动力类、化工原料类、纺织原料类 PPIRM 大概率继续下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

我们的分析维度有两个：一是上中下游价格传导的维度；二是 8 大分项勾稽关系的维度。我们首先看上游的 PPIRM 价格体系。在该体系中，存在与原油高度相关的三个分项，



分别是燃料动力类、化工原料类、纺织原料类。5月燃料动力类、化工原料类、纺织原料类PPIRM当月同比分别为31.60%、10.50%、7.80%，较前值分别下行3.20、1.20、0.30个百分点。从长周期看，这三项走势的显著特征是周期性非常强，此外，在周期的顶部，燃料动力类高于化工原料类，而化工原料类高于纺织原料类，而在周期的底部，燃料动力类低于化工原料类，化工原料类低于纺织原料类。5月，燃料动力类、化工原料类、纺织原料类PPIRM当月同比处于趋势性下行的过程之中。这一下行趋势将持续至燃料动力类低于化工原料类，而化工原料类低于纺织原料类为止。换句话说，在中短期之内，燃料动力类、化工原料类、纺织原料类PPIRM当月同比大概率还将继续下行。

在以上判断的基础上，我们在《英大证券宏观评论：10月PPI当月同比大概率继续上行，4季度PPI与CPI“剪刀差”大概率还将位于高位（20211021）》中提出“上中下游价格体系中存在五组较为明显的传导链条”。具体而言：第一组链条是纺织原料类PPIRM当月同比-衣着类PPI当月同比-衣着CPI当月同比；第二组链条是农副产品类PPIRM当月同比-食品类PPI当月同比-猪肉CPI当月同比；第三组链条是采掘工业PPI当月同比-耐用消费品类PPI当月同比-家用器具类CPI当月同比；第四组链条是燃料动力类PPIRM当月同比-交通工具用燃料CPI当月同比；第五组链条是燃料动力类PPIRM当月同比-水电燃料CPI当月同比。

我们具体分析：在纺织原料类PPIRM当月同比大概率还将继续下行的背景下，衣着CPI当月同比难以大幅上行；在燃料动力类PPIRM当月同比大概率还将继续下行的背景下，交通工具用燃料CPI当月同比与水电燃料CPI当月同比难以大幅上行；在采掘工业PPI当月同比大概率还将继续下行的背景下，家用器具类CPI当月同比难以大幅上行。其中，交通工具用燃料CPI当月同比主导交通和通信CPI当月同比的走势，水电燃料CPI当月同比主导居住CPI当月同比的走势，家用器具类CPI当月同比主导生活用品及服务CPI当月同比的走势。也就是说，从上中下游价格体系的角度，可以确定衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信CPI当月同比的走势，但是无法直接确定教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务的走势。

既然无法直接确定教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务的走势，我们就从第二个维度即8大分项的勾稽关系来“迂回”确定这三项的走势。通过观察，我们可以看到，教育文化娱乐走势与居住走势比较相似，二者的相关系数为0.64；医疗保健与衣着的走势较为相识，二者的相关系数为0.86；其他用品和服务的走势与食品烟酒走势比较相似，二者的相关系数为0.66。在居住、衣着CPI当月同比难以大幅上行的背景下，预计教育文化和娱乐、医疗保健CPI当月同比大概率难以大幅上行，而在猪肉CPI当月同比推升食品烟酒CPI当月同比的背景下，预计其他用品和服务CPI当月同比大概率上行。综合以上分析，我们的结论是，在衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健均难以大幅上行的背景下，即使其他用品和服务较前值上行，核心CPI当月同比大概率

也难以大幅上行。

图 7：教育文化娱乐走势与居住走势比较相似，二者的相关系数为 0.64（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 8：医疗保健与衣着的走势较为相识，二者的相关系数为 0.86（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 9：其他用品和服务的走势与食品烟酒走势比较相似，二者的相关系数为 0.66（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

五、我国面临的海外输入性通胀压力并不大，3 季度大宗商品价格大幅上行概率较低

图 10：中美两国金属制品业 PPI 当月同比双双下调（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

自 2020 年 4 月触底以来，在宏观经济复苏的拉动，以及宽松货币政策的推动下，大宗商品价格持续上行。在此背景下，输入型通胀成为宏观经济的主题之一。我们认为我国面临的海外输入性通胀压力有限。我们做出这一判断的依据主要有以下五点。**第一**，当前全球流动性最宽松的阶段已经过去，美联储加大加息幅度，且即将进入缩表阶段，而欧洲央行短期大概率启动加息进程。**第二**，虽然 5 月全球摩根大通制造业 PMI 录得 52.40，较前值上行 0.10 个百分点，尚位于荣枯线之上，表明全球经济处于扩张区间，但是在全球流动性加快收紧，以及大宗商品价格位于高位的背景下，预计摩根大通全球制造业 PMI 大概率下行，最终将跌破荣枯线，在需求端利空大宗商品价格。**第三**，在 2021 年全年持续上行的背

景下，大宗商品价格同比大概率在逐步走高的基数的作用下下行，因此从同比角度看，输入性通胀的压力并不大，尽管大宗商品绝对价格还位于高位，尤其是全球定价的大宗商品。**第四**，从上游价格看，PPIRM 当月同比以及 PPI 当月同比目前均已启动下行进程，预计后期大概率继续下行，这将通过价格体系传导至下游 CPI 当月同比。**第五**，从中美两国高度联动的机电产品相关的 PPI 当月同比看，尽管美国部分机电产品相关的 PPI 当月同比还在上行，但是部分已经启动下行进程，此外，我国机电产品相关的 PPI 当月同比集体呈掉头向下的趋势。综合以上五点，我们认为我国面临的海外输入性通胀压力并不大。

图 11: 虽然美国计算机及电子产品制造 PPI 同比还位于高位, 但是我国的出现回调(%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

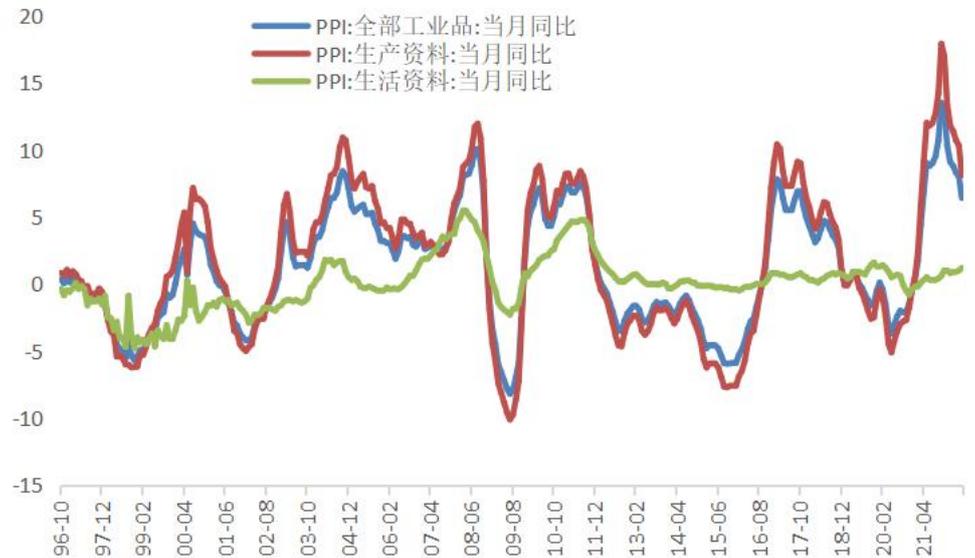
展望 3 季度大宗商品价格，全球定价的大宗商品方面，在全球宏观经济即将承压的背景下，预计市场化程度较高的有色金属价格大概率承压，难以大幅上行，而在供给方面呈现较强博弈色彩的原油市场，原油价格的韧性可能要强于有色金属的价格。我们在《英大证券宏观评论：“俄乌冲突”对我国 CPI 的冲击有限，3 月央行大概率降准或降息(20220314)》中提出，“国际铜价对宏观经济的灵敏度强于国际油价，领先时长为 0-4 个月”，也就是说，国际油价的下行大概率滞后于有色金属价格的下行。国内定价的大宗商品方面，在房地产投资增速持续低迷，基建投资增速大幅上行概率较低背景下，叠加考虑不排除下半年新冠肺炎疫情反复的可能，以及国内加大对大宗商品的保供稳价力度，预计国内定价的黑色系大宗商品价格在 3 季度大幅上行概率较低。

六、6 月 PPI 当月同比大概率较 5 月下行，但是下行幅度大概率较 5 月收窄

5 月 PPI 当月同比为 6.40%，高于预期 0.10 个百分点，较前值下行 1.60 个百分点，创 2021 年 4 月以来新低；5 月 PPI 累计同比为 8.10%，较前值下行 0.40 个百分点，创 2022 年 1 月以来新低。其中，5 月生产资料 PPI 当月同比为 8.10%，较前值下行 2.20 个百分点，创 2021 年 4 月以来新低；5 月生活资料 PPI 当月同比为 1.20%，较前值上行 0.20 个百分点，

创 2020 年 4 月以来新高。两相对比，生产资料 PPI 当月同比下行 2.20 个百分点是 5 月 PPI 当月同比下行的主要拖累项。

图 12：生产资料 PPI 当月同比下行是 5 月 PPI 当月同比下行的主要拖累项（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从生产资料 PPI 的 3 个分项来看，5 月采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 当月同比分别为 29.70%、15.10%、3.20%，较前值分别下行 8.60、2.30、1.60 个百分点。其中，采掘工业虽然位于最高位，但是月度边际下行幅度最大。预计后期采掘工业、原材料工业、加工工业 PPI 当月同比大概率总体呈下行趋势。从生活资料 PPI 的 4 个分项来看，5 月食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类 PPI 当月同比分别为 2.20%、1.20%、1.50%、-0.10%，较前值分别上行 0.60、0.50、-0.30、0 个百分点。其中，一般日用品类 PPI 当月同比虽然录得 1.50%，但是较前值下行 0.30 个百分点，而耐用消费品类 PPI 当月同比则录得-0.10%，连续 2 个月位于负值区间。

5 月 PPI 当月同比较前值大幅下行，主要受基数效应以及翘尾因素的拖累。**一方面**，2021 年 4 月、5 月 PPI 当月同比分别录得 6.80%、9.0%，基数大幅上行 2.20 个百分点利空 5 月 PPI 当月同比。**另一方面**，2022 年 4 月、5 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为 5.69%、4.03%，基数大幅下行 1.66 个百分点利空 5 月 PPI 当月同比。**新涨价因素方面**，主要大宗商品价格同比增速绝大部分较前值下行：5 月布伦特原油期货结算价同比录得 63.90%，较前值上行 1.62 个百分点；5 月 LME3 个月铜期货收盘价同比录得-7.99%，较前值下行 17.12 个百分点；5 月螺纹钢期货结算价同比录得-8.07%，较前值下行 7.19 个百分点；5 月铁矿石期货结算价同比录得-22.65%，较前值上行 0.35 个百分点；5 月焦炭、焦煤、动力煤期货结算价同比分别录得 43.51%、76.71%、-5.31%，分别较前值下行 32.70、29.09、16.65 个百分点。可见，除了原油之外，新涨价因素也对 5 月 PPI 当月同比形成利空。

展望 6 月：**基数效应方面**，2021 年 5 月、6 月 PPI 当月同比分别录得 9.0%、8.80%，基



数下行 0.20 个百分点小幅利多 6 月 PPI 当月同比；**翘尾因素方面**，2022 年 5 月、6 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为 4.03%、3.72%，基数下行 0.31 个百分点小幅利空 5 月 PPI 当月同比；**新涨价因素方面**，市场化程度较高的有色金属价格大概率承压，难以大幅上行，而国内定价的黑色系大宗商品价格在 3 季度大幅上行概率较低，对 6 月 PPI 当月同比形成利空。综上，预计 6 月 PPI 当月同比大概率较 5 月下行，但是下行幅度大概率较 5 月收窄，即不超过 1.60 个百分点，也就是说，6 月 PPI 当月同比大概率高于 4.80%。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
