

5月CPI延续低通胀状态，PPI通缩加剧

——2023年5月物价数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2023年5月，CPI同比上涨0.2%，涨幅较上月回升0.1个百分点；PPI同比下降4.6%，降幅较上月扩大1.0个百分点。

基本观点：5月CPI同比小幅回升，主要原因是受上年同期低基数影响，蔬菜价格降幅显著收窄，带动食品CPI涨幅扩大，而其他商品和服务价格整体走势平稳。5月CPI继续处于明显的低通胀状态，背后是在市场供给充分的同时，消费修复力度整体较为温和，这意味着当前具备加大促消费政策力度的条件。5月PPI通缩加剧，一方面源于海外经济下行压力加大前景下，原油等国际定价大宗商品价格难以扭转承压运行的局面，另一方面，国内终端消费修复偏弱，地产投资持续低迷，而钢铁、煤炭等产能持续释放，供给宽松格局下，5月这些国内主导的大宗商品价格加速下行。

展望未来，我们判断6月CPI将小幅回升至0.7%左右，仍会处于1.0%以下的低通胀状态。但在经济回升过程中，CPI陷入通缩的风险不大，下半年CPI同比中枢有抬高趋势。PPI方面，受全球经济下行压力加大、需求预期减弱影响，原油、煤炭、有色金属等国际大宗商品价格料继续偏弱运行，叠加上年同期高基数影响，预计6月PPI同比降幅将小幅扩大至-4.8%左右。下半年伴随高基数效应减弱，国内经济修复带动上游原材料和工业品需求上升，PPI同比有望转正。

具体来看：

一、5月CPI同比小幅回升，主要原因是受上年同期低基数影响，蔬菜价格降幅显著收窄，带动食品CPI涨幅扩大，而其他商品和服务价格整体走势平稳。5月CPI继续处于明显的低通胀状态，背后是在市场供给充分的同时，消费修复力度整体较为温和。这意味着当前具备加大促消费政策力度的条件。

5月CPI同比上涨0.2%，涨幅较上月略微回升0.1个百分点，继续处于明显的低通胀状态。5月CPI同比回升，主要原因有两个：首先，5月蔬菜价格的同比降幅显著收窄。当月受供应量增加带动，蔬菜价格下行，不过去年4月疫情高峰后，5月蔬菜价格大幅回落，低基数推动今年5月蔬菜价格同比降幅收窄11.8个百分点。由于蔬菜价格在CPI中的权重较高，据我们测算，仅此一项就会推高CPI涨幅约0.29个百分点。这抵消了当月猪肉价格同比由正转负带来的影响，带动食品CPI同比涨幅扩大0.6个百分点，至1.0%，这是推高5月CPI同比的主要原因。

非食品价格方面，尽管当月受国际油价下行带动，国内成品油价格下行，同比降幅扩大，但随着国内服务消费修复较快，服务价格水平总体上行，加之汽车价格战影响逐步减弱，5月非食品价格同比持平，涨幅较上月回落0.1个百分点。综合以上，5月CPI同比涨幅出现了小幅回升。

整体上看，5月CPI同比继续处在1.0%以下的低通胀状态。背后有三个原因：首先是此前疫情期间宏观政策始终坚持不搞大水漫灌，货币因素不支持物价高涨；另外，疫情期间我国产能未受到明显冲击，现阶段各类商品和服务供给充分；最后，当前仍处于经济恢复初期，居民消费信心也有待进一步改善。最新数据显示，4月末居民储蓄存款同比增速达到17.7%，继续停留在近十年以来的高点附近，表明居民储蓄倾向依然偏强，消费意愿较低。

当前实际消费强度偏弱，突出表现在扣除波动较大的食品和能源价格后，5月更能反映当前整体物价水平的核心CPI同比继续处于0.6%的偏低水平。物价是供需平衡的结果，在供给端较为稳定的背景下，CPI、特别是核心CPI涨幅偏低，表明当前消费反弹力度较为温和。最新数据显示，1-4月社会消费品零售总额累计同比增长8.5%，其中4月当月同比增速高达18.4%，与去年四季度疫情冲击下的同比下降2.7%相比，明显提速。但这主要源于上年同期疫情高峰带来的低基数影响，扣除低基数效应，1-4月社会消费品零售总额的4年平均增速为3.9%，其中4月社会消费品零售总额的4年平均增速为3.4%，都距疫情前8.0%-9.0%的常态增长水平还有一段距离。我们判断，5月社会消费品零售总额同比会增长15.0%左右，扣除低基数影响，四年平均增速将在4.0%左右，仍处于偏低状态。

展望未来，综合考虑6月以来物价高频数据走势，以及上年同期物价基数变化情况，我们判断6月CPI同比涨幅将小幅回升至0.4%左右，但仍会处于1.0%以下的低通胀状态。这意味着短期内财政政策和货币政策在促消费方面都有较大空间，这包括适当发放消费券和消费补贴，以及加大对新型消费和服务消费的金融支持力度等。但根本上说，还是要保持经济较快修复势头，推动就业形势持续改善，通过各种渠道增加居民收入。另外，政策面接下来要着力引导房地产行业尽快实现软着陆。这既能直接推动涉房消费，也会直接提升居民消费信心。

二、5月PPI通缩加剧，一方面源于海外经济下行压力加大前景下，原油等国际定价大宗商品价格难以扭转承压运行的局面，另一方面，国内终端消费修复偏弱，地产投资持续低迷，而钢铁、煤炭等产能持续释放，供给宽松格局下，5月这些国内主导的大宗商品价格加速下行。

5月PPI环比下降0.9%，降幅较上月扩大0.4个百分点，下拉新涨价因素0.8个百分点，加之上年同期基数继续抬升导致翘尾因素减弱0.1个百分点，当月PPI同比降幅较上月扩大1.0个百分点至-4.6%，表现不及预期。

5月PPI表现不及预期，一方面源于全球经济下行压力加大前景下，原油、铜等国际定价大宗商品价格难以从根本上扭转承压运行的局面。其中，从油价来看，尽管3月末OPEC+宣布减产计划，但因海外经济衰退预期增强，加之亚洲炼厂季节性检修，需求端疲软对油价的影响占据上风，5月原油价格整体走跌——当月布伦特原油现货价月均值环比下跌11.0%，加之去年同期基数仍有所走高，同比降幅从上月的-18.6%大幅走阔至-33.3%。我们预计，6月初宣布的新一轮减产计划仍不会取得明显效果。

另一方面，伴随国内钢铁、煤炭产能持续释放，特别是近期煤炭进口量大幅增长，5月这些国内主导的大宗商品价格也延续边际下行态势。其中，由于供给持续宽松，5月煤炭价格全面下跌，当月煤炭开采业PPI环比下跌5.2%，同比跌幅扩大至-13.1%；5月钢铁行业PPI环比下跌4.2%，同比下跌16.8%，跌幅较上月明显走阔，除因供给端压力外，也因当前消费需求整体偏缓，房地产投资（特别是房地产投资中的建筑安装分项）持续处于同比下跌状态，导致工业品价格上行动力不足。

另外，值得一提的是，5月下游生活资料PPI环比再度转跌，同比涨幅较上月放缓0.5个百分点至-0.1%。这表明，在上游价格下跌，终端消费仅现修复而非报复性反弹且商品供给充足背景下，无论是从成本端还是从供需角度看，下游商品涨价动力均不足。这也与当月核心CPI涨幅继续低位徘徊相印证。

展望6月，受全球经济下行压力加大、需求预期减弱影响，煤炭、有色金属等国际大宗商品价格料继续偏弱运行，其中，5月上旬，原油现货价继续在75美元/桶附近弱势震荡；国内方面，6月以来，煤炭价格继续走弱，同时消费修复较缓、房地产建安投资依然低迷仍将拖累国内工业品和下游商品价格上行空间。整体上看，6月PPI环比可能继续下跌，但跌幅将有所收敛。另外，6月PPI同比仍面临较高基数，当月翘尾因素对PPI同比表现的拖累效应与5月持平。综合来看，预计6月PPI同比降幅将小幅扩大至-4.8%左右。下半年伴随高基数效应减弱，国内经济修复带动上游原材料和工业品需求上升，PPI同比有望转正。我们预计，今年全年PPI累计水平会与上年基本持平。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有,东方金诚保留一切与此相关的权利,任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料,其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责,东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查,但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性,东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致,并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见,并非是对某种决策的结论或建议;投资者应审慎使用本研究报告,自行对投资行为和投资结果负责,东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用,且该等使用者必须按照授权确定的方式使用,相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告,东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。