

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

通胀低点预计在 7 月

2023 年 6 月 9 日

- **CPI 同比小幅反弹，但通胀低点或尚未过去。**今年 1-4 月，CPI 继续下行且回落较多。5 月 CPI 同比增速小幅上升，但我们认为通胀低点或尚未过去。从涨幅扩大成因上看，5 月 CPI 同比涨幅的小幅回升主要是食品项回涨带来的影响，而这并非猪价上涨所致，猪周期下行压力仍在。从核心 CPI 上看，5 月核心 CPI 同比涨幅有所回落，显示消费需求的回升仍有待进一步巩固。弱复苏背景下，消费品和服务价格走势依旧不均衡。消费品价格同比仍在负区间，消费品价格压力来源主要是猪周期下行、原油价格下跌和工业部门产能过剩三因素共振；除此以外，鲜果、居住等分项也是 5 月 CPI 仍在低位徘徊的因素。
- **PPI 同比降幅继续扩大。**今年以来，PPI 同比降幅一直延续扩大态势。其中，生产资料和生活资料 PPI 均有下降，截至今年 5 月，二者均已开始落入负增长区间，这是自 2021 年以来的首次。生产资料中，各行业 PPI 同比降幅排序为采掘>原材料>加工业，采掘工业价格降幅最大；生活资料中，表现最差的则是耐用消费品。在海外经济下行压力加大、国内需求偏弱、地产投资偏弱等因素的作用下，原油等国际大宗商品价格下行，多数相关行业价格环比走弱，石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业价格环比下降。煤炭、钢材、水泥等行业价格环比也有所下降。
- **通胀低点预计在 7 月。**5 月 CPI 同比出现小幅反弹主要是食品项回涨带来的影响，非食品项 CPI、核心通胀同比涨幅均有回落。在多个周期共振下降的背景下，通胀仍处于较低水平。当前处于经济修复早期，通胀水平上升缓慢，我们认为短期内 CPI 可能还会走低，可能会出现 1-2 个月的负增长，低点预计在 7 月。一方面，猪周期下行，猪价上涨幅度有限。去年 6 月底-7 月初，猪肉价格开始明显上行，而目前猪肉供应充足，再加上今年的收储节奏比去年来说偏慢，短期内猪价或难以大幅上行。另一方面，当前国际油价仍在下行，受海外经济景气度走弱的影响，国际原油需求的支撑力量减弱，短期内这对今年 CPI 的压制或将延续。综合来看，6、7 月物价水平可能继续探底，低点预计在 7 月。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、CPI 同比小幅反弹，但通胀低点或尚未过	3
二、PPI 同比降幅继续扩大	6
三、通胀低点预计在 7 月	7
风险因素	7

图目录

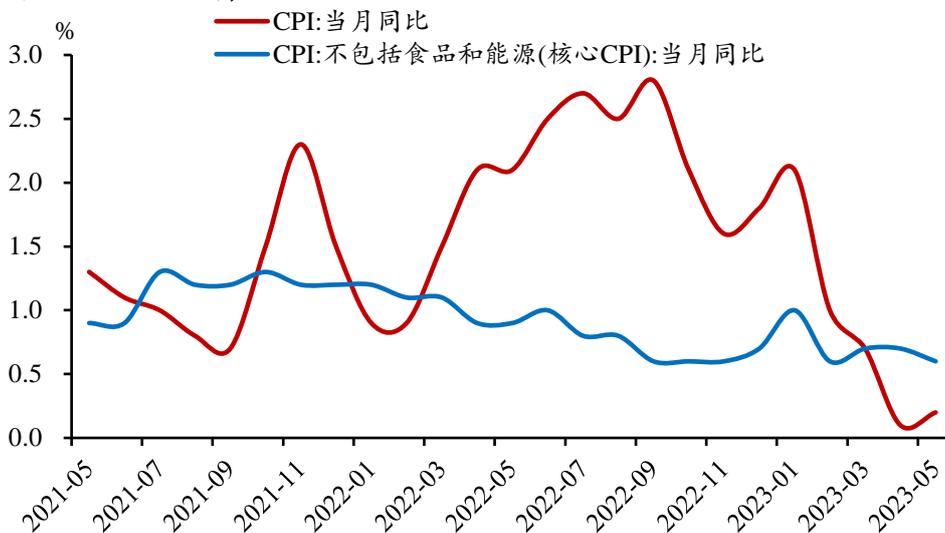
图 1: 整体 CPI 反弹，核心 CPI 小幅回落	3
图 2: 弱复苏背景下，消费品和服务价格表现分化	3
图 3: 5 月食品项 CPI 同比贡献回升	4
图 4: 猪肉价格下行，加剧消费品价格下行压力	4
图 5: 油价下行，也加剧消费品价格下行压力	5
图 6: 分项上，交通和通信项 CPI 同比涨幅回落较多	5
图 7: 5 月 PPI 同比降幅走阔	6
图 8: 最上游的采掘工业降幅最大	7

一、CPI 同比小幅反弹，但通胀低点或尚未过

5月CPI同比小幅反弹，但通胀低点或尚未过去。今年1-4月，CPI继续下行且回落较多。5月CPI同比增速录得0.2%，较前值0.1%有小幅上升，但我们认为通胀低点或尚未过去。从涨幅扩大成因上看，5月食品价格同比上涨，非食品价格同比持平，5月CPI同比涨幅的小幅回升主要是食品项回涨带来的影响（图3），而这并非猪价上涨所致，猪周期下行压力仍在。从核心CPI上看，5月核心CPI同比上涨0.6%，与4月相比涨幅有所回落，显示消费需求的回升仍有待进一步巩固。

弱复苏背景下，消费品和服务价格走势依旧不均衡。与国内复苏的不均衡相对应，价格端结构也呈现出不均衡的走势。今年5月，消费品CPI同比录得-0.3%，已连续两月处于负增长区间，而服务CPI同比录得0.9%，服务价格增速高于消费品，二者走势分化。回顾历史来看，过去服务通胀上升、消费品通胀回落的情形中，服务通胀的上升均难阻挡整体CPI跟随消费品价格回落的趋势，我们认为，当前弱复苏背景下，消费品和服务价格走势不均衡体现的正是国内经济结构性复苏的特征。

图 1：整体 CPI 反弹，核心 CPI 小幅回落

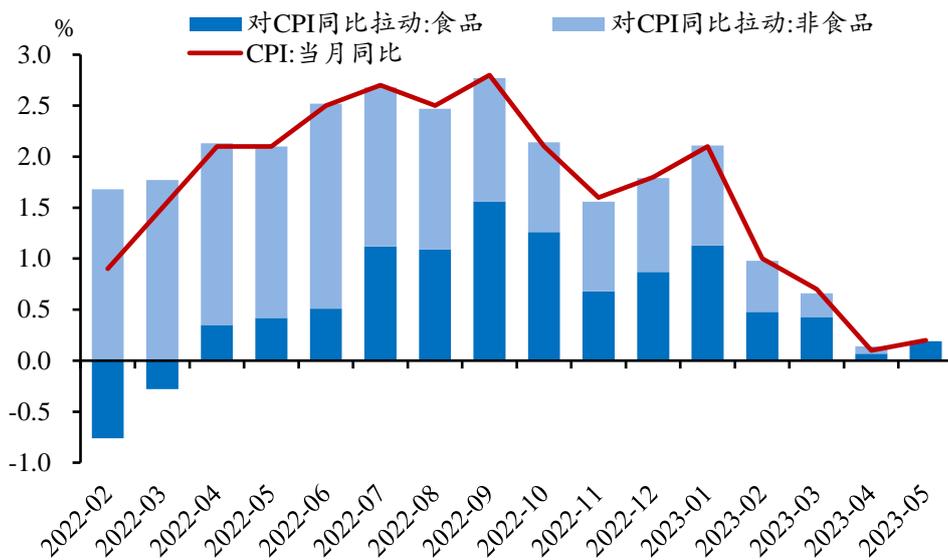


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：弱复苏背景下，消费品和服务价格表现分化



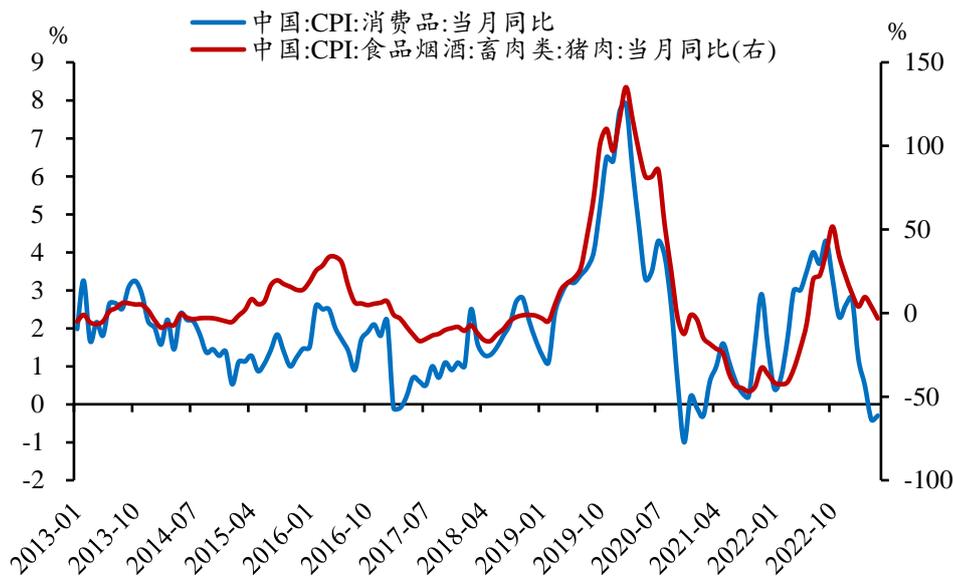
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：5 月食品项 CPI 同比贡献回升


资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

5 月整体通胀水平小幅反弹，但消费品价格同比仍在负区间，消费品价格压力来源主要是猪周期下行、原油价格下跌和工业部门产能过剩三因素共振；除此以外，鲜果、居住等分项也是 5 月 CPI 仍在低位徘徊的因素。

1) 猪周期下行，加剧消费品价格下行压力。历史上看，猪价走势对消费品价格走势影响较大。目前，在猪肉供应充足、消费需求偏淡等因素影响下，猪肉价格延续弱势。5 月猪肉平均批发价格一直低位徘徊，再加上去年同期猪肉价格小幅抬升，整个猪肉项 CPI 同比增速由正转负，是间隔 10 个月之后再次出现负增速。猪肉项 CPI 对整体 CPI 的同比贡献由正转负，加剧了消费品价格的下行压力。

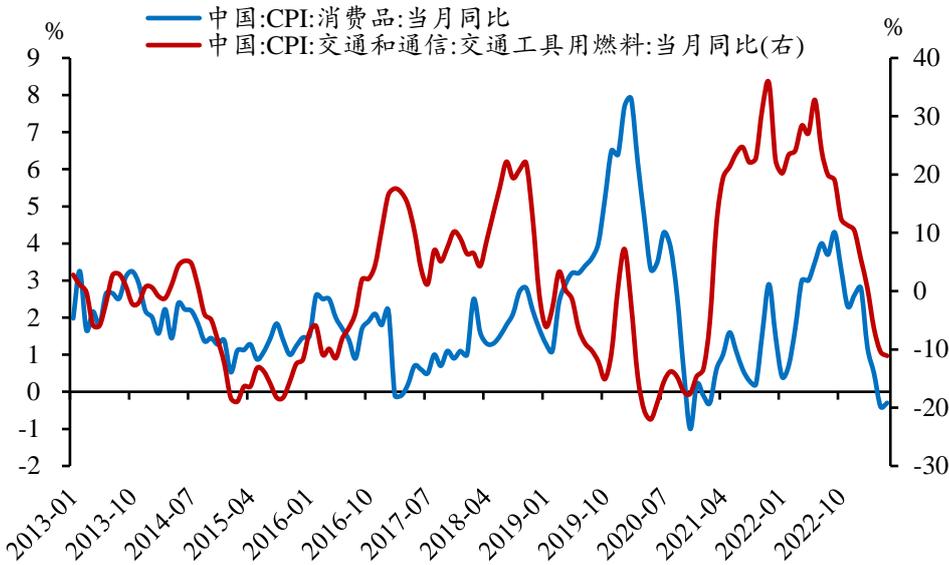
图 4：猪肉价格下行，加剧消费品价格下行压力


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2) 原油价格下跌，也加剧消费品价格下行压力。历史上看，油价均对消费品价格走势影响较大。目前，油价也

较去年高位回落了较多。5月油价中枢下移，而去年同期油价基数走高，同比来看，油价降幅明显扩大。在原油价格下跌之下，交通工具用燃料项CPI已经连续3个月为负，这也加剧了消费品价格的下行压力。

图 5：油价下行，也加剧消费品价格下行压力

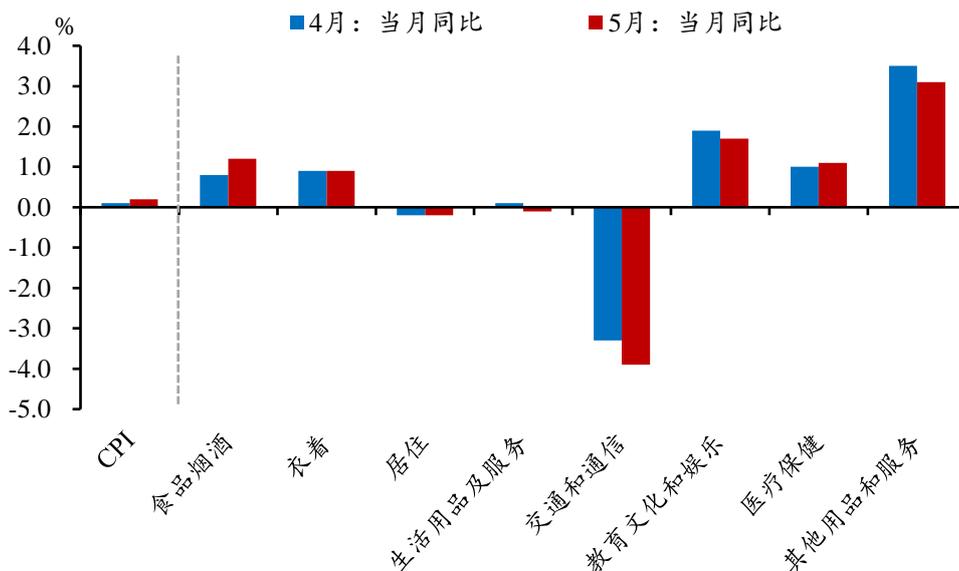


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3) 此外，工业部门产能过剩，也对工业消费品价格有压制。5月工业消费品价格下降1.7%，降幅扩大0.2个百分点，其中汽油、燃油小汽车和新能源小汽车价格分别下降11.3%、5.1%和3.3%。

5月消费品价格降幅略微收窄，或是因为食品项中鲜菜价格的拖累作用有所减弱，但在多个影响因素共振下，消费品价格仍在负增长区间。除猪、油价格和工业部门产能过剩外，鲜果等分项也对CPI构成下行压力；此外，受地产表现的影响，居住分项对CPI也构成下行压力。

图 6：分项上，交通和通信项CPI同比涨幅回落较多



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

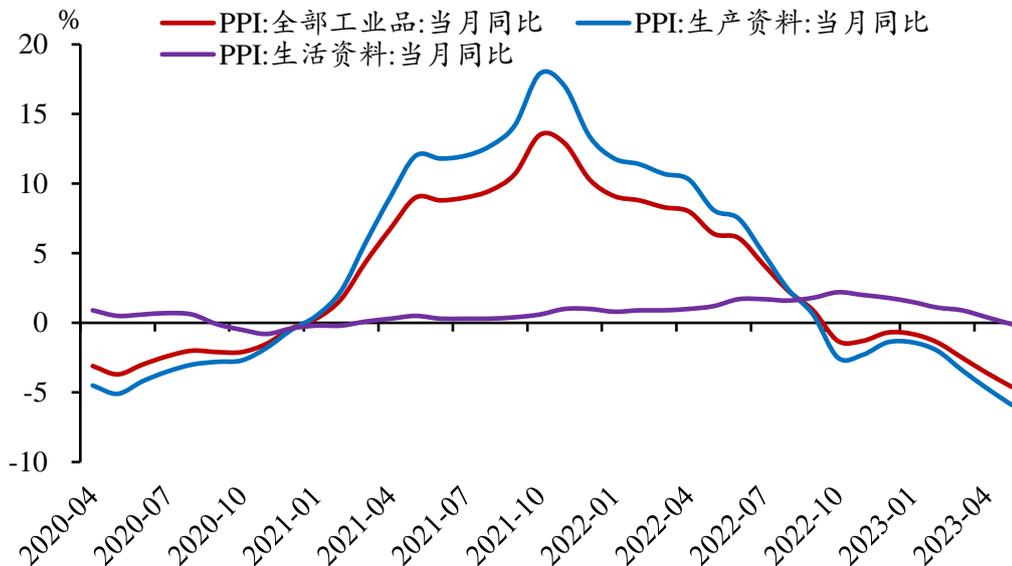
二、PPI 同比降幅继续扩大

5 月 PPI 同比降幅继续扩大，录得-4.6%，前值为-3.6%。其中，生产资料和生活资料 PPI 均有下降，且二者均已开始落入负增长区间，这是自 2021 年以来的首次。

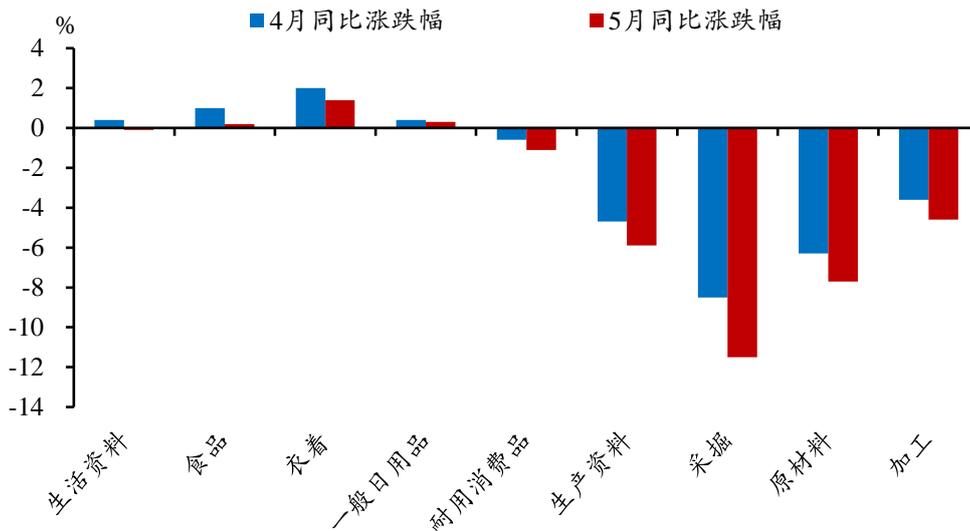
1) 生产资料中，各行业 PPI 同比降幅排序为采掘>原材料>加工业；生活资料中，耐用消费品表现最差。生产资料价格同比下降 5.9%，降幅扩大 1.2 个百分点，拖累 PPI 同比 4.54 个百分点。在生产资料中，采掘工业价格降幅最大，同比下降 11.5%，原材料工业价格和加工工业价格分别下降 7.7%和 4.6%。5 月生活资料价格由 4 月上涨 0.4%转为下降 0.1%，影响 PPI 下降约 0.02 个百分点，但 5 月食品、衣着和一般日用品 PPI 同比小幅上涨。

2) 海外经济下行压力加大，叠加国内地产周期下行，多数相关行业价格环比走弱。5 月 PPI 环比下降 0.9%，相比 4 月环比降幅扩大 0.4 个百分点。在海外经济下行压力加大、国内需求偏弱、地产投资偏弱等因素的作用下，原油等国际大宗商品价格下行，多数相关行业价格环比走弱。其中，石油和天然气开采业价格环比下降 2.1%，化学原料和化学制品制造业价格环比下降 2.0%，有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 1.1%。煤炭、钢材、水泥等行业价格环比也有所下降，其中煤炭开采和洗选业价格环比下降 5.2%，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 4.2%，非金属矿物制品业价格环比下降 0.9%。

图 7：5 月 PPI 同比降幅走阔



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：最上游的采掘工业降幅最大


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

三、通胀低点预计在 7 月

5 月 CPI 同比出现小幅反弹主要是食品项回涨带来的影响，非食品项 CPI、核心通胀同比涨幅均有回落。在多个周期共振下降的背景下，通胀仍处于较低水平。

当前处于经济修复早期，通胀水平上升缓慢，我们认为短期内 CPI 可能还会走低，可能会出现 1-2 个月的负增长，低点预计在 7 月。

一方面，猪周期下行，猪价上涨幅度有限。去年 6 月底-7 月初，猪肉价格开始明显上行，而目前猪肉供应充足，再加上今年的收储节奏比去年来说偏慢，短期内猪价或难以大幅上行。在去年基数抬高的背景下，猪价同比降幅可能进一步扩大，继续加剧对消费品价格的压力。

另一方面，当前国际油价仍在下行，油价对通胀的压制仍可能延续。受海外经济景气度走弱的影响，国际原油需求的支撑力量减弱。去年同期的地缘政治因素导致能源价格基数较高，进而拖累今年整体物价涨幅，短期内这对今年 CPI 的压制或将延续。

综合来看，6、7 月物价水平可能继续探底，低点预计在 7 月。但即使单月 CPI 暂时性跌入负区间，并不意味着通缩，因为暂时性跌入负区间与持续性负增长并不等同。

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hangliuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com

华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。