

# 服务CPI走弱，货币发力促投资必要性提升

## 事件点评

### CPI、PPI 简析 (2023.5)

#### 投资要点

- ◆ **5月CPI涨幅低位徘徊，结构上可选商品和服务价格弱于预期，凸显本轮消费复苏以必需品和大众服务消费为主，中高收入群体消费意愿持续受财富效应预期偏弱的压制，货币政策中性偏松操作促进投资需求、稳增长稳就业的必要性进一步提升。** 5月CPI同比0.2%、核心CPI同比0.6%，分别较上月微升、微降0.1个百分点。
- ◆ **生鲜食品总体供应充足，食品CPI同比小幅修复。** 5月食品CPI环比-0.7%，基本符合预期和季节性特征，各类生鲜食品总体供应充足，畜肉类环比下跌1.3%，连续第六个月下跌，合计跌幅较季节性均值多约18%，去年下半年压栏放大了当前供给；鲜果环比下跌0.3%跌幅稍大于季节性；鲜菜环比下跌-3.4%跌幅显著小于季节性水平，或因前期下跌较多而单月有所修正。总体上食品CPI仍处于较低水平。
- ◆ **工业消费品跌势放缓，服务价格上行乏力，凸显当前消费复苏格局以必需品和大众服务消费为主。** 5月核心CPI同比小幅回落至0.6%。其中，工业消费品跌势有所放缓，油价企稳交通工具用燃料环比(-0.2%)波动较小，工业制成品(0%)环比接近季节性涨幅，今年以来连续明显下跌的过程有所放缓，交通工具同比下跌4.2%，跌幅仅较上月小幅扩大0.2个百分点，除油价的稳定作用之外，当前可选消费品内需仍然偏弱，食品为代表的必需品对比之下需求较为稳定。服务CPI弱于预期和季节性，房租同比-0.3%持平上月仍位于较低区间，其他服务同比较上月意外下行0.1个百分点，统计局解读称假期后机票和交通工具租赁费价格环比下降较多，可能显示当前服务消费复苏以城市内、短距离交通相关的大众服务消费为主。总体上CPI小幅走弱、可选品和服务价格偏低的格局显示中高收入人群财富效应预期受控仍持续限制弹性较大的消费领域内需复苏的强度。
- ◆ **国内国际两方面能源供给保障充足，叠加库存高位压力，PPI跌幅加深。** 年初以来国内煤炭能源供给保障力度不断加强，煤价近期加速下跌，煤炭开采PPI环跌-5.2%，跌幅进一步扩大；国际原油价格前期小幅回落并拖累有色金属价格下行，石油天然气开采(-2.1%)、有色金属(-1.0%)跌幅均有所扩大；工业品实际库存水平仍处于高位，黑色金属(-4.2%)环比跌幅也明显扩大；加之前期PPI下跌向中下游行业产品的滞后传导，5月PPI同比跌幅扩大1个百分点至-4.6%。
- ◆ **可选消费品价格跌势放缓但尚未扭转，服务消费价格修复转跌，显示中高收入人群为主要消费群体的弹性较大消费类别复苏程度差强人意，凸显出这一群体受地产周期探底、金融市场波动影响而导致的财富效应预期偏弱对消费意愿的持续削弱。预期修复需要时间和耐心，短期稳增长稳就业仍需要国家投资、基建投资的持续发力，财政资源有限的情况下，对货币政策更加明确的中性偏松操作、以及对企业中长贷的持续支持提出了更高要求。我们预计下周FOMC会议大概率暂停加息，后半月关注降准操作的可能性，预计降准25BP，并维持Q3、Q4再各降准一次25BP的预测不变，下半年预计实施向1Y LPR/MLF倾斜的结构性降息，促进基建投资稳定相对高增的同时修复银行业息差、提振商业银行扩张长期信心的信心和效率。**
- ◆ **风险提示：** 服务消费需求持续弱于预期。

分析师

张仲杰

 SAC 执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn

#### 相关报告

- 进出口数据点评 (2023.5) - 出口分化加剧：中低端骤冷，高端优势仍在 2023.6.7
- 华金宏观·双循环周报 (第12期) - 非理性预期的纠正与供给创造需求 2023.6.3
- 2023年中全球宏观经济金融展望-山止川行 2023.6.2
- PMI 点评 (2023.5) - 去库存刚刚开始，基建稳增长是合理选项 2023.5.31
- 华金宏观·双循环周报 (第11期) - 美高通胀我高库存，政策刺激何去何从？ 2023.5.28



5月CPI涨幅低位徘徊，结构上可选商品和服务价格弱于预期，凸显本轮消费复苏以必需品和大众服务消费为主，中高收入群体消费意愿持续受财富效应预期偏弱的压制，货币政策中性偏松操作促进投资需求、稳增长稳就业的必要性进一步提升。5月CPI同比0.2%、核心CPI同比0.6%，分别较上月微升、微降0.1个百分点。消费品、服务CPI同比分别较上月改善、下行0.1个百分点。

### 一、生鲜食品总体供应充足，食品CPI同比小幅修复。

5月食品CPI环比-0.7%，基本符合预期和季节性特征，各类生鲜食品总体供应充足，畜肉类环比下跌1.3%，连续第六个月下跌，合计跌幅较季节性均值多约18%，去年下半年压栏放大了当前供给；鲜果环比下跌0.3%跌幅稍大于季节性；鲜菜环比下跌-3.4%跌幅显著小于季节性水平，或因前期下跌较多而单月有所修正。总体上食品CPI同比小幅上行0.6个百分点至1.0%，仍处于较低水平。

图 1: CPI 同比及贡献拆分 (%)

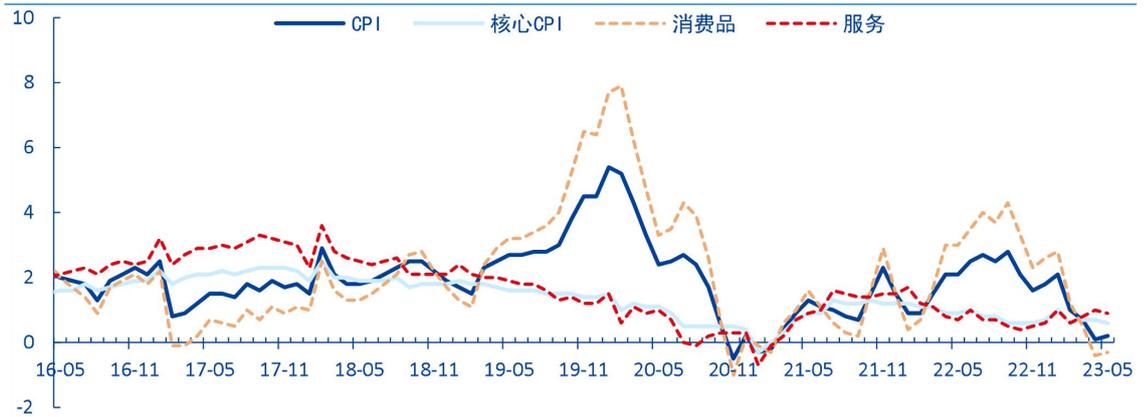


资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 二、工业消费品跌势放缓，服务价格上行乏力，凸显当前消费复苏格局以必需品和大众服务消费为主。

5月核心CPI同比较上月小幅回落0.1个百分点至0.6%。其中，工业消费品在前期连续较为明显的下跌之后跌势有所放缓，油价企稳交通工具用燃料环比(-0.2%)波动较小，工业制成品(0%)环比接近季节性涨幅，今年以来连续明显下跌的过程有所放缓，交通工具同比下跌4.2%，跌幅仅较上月小幅扩大0.2个百分点，除油价的稳定作用之外，当前可选消费品内需仍然偏弱，食品为代表的必需品对比之下需求较为稳定。服务CPI弱于预期和季节性，房租同比-0.3%持平上月仍位于较低区间，测算其他服务同比1.3%，较上月意外下行0.1个百分点，统计局解读称假期后飞机票和交通工具租赁费价格环比下降较多，可能显示当前服务消费复苏以城市内、短距离交通相关的大众服务消费为主。总体上CPI小幅走弱、可选品和服务价格偏低的格局显示中高收入人群财富效应预期受挫仍持续限制弹性较大的消费领域内需复苏的强度。

图 2: CPI、核心 CPI、消费品和服务同比 (%)

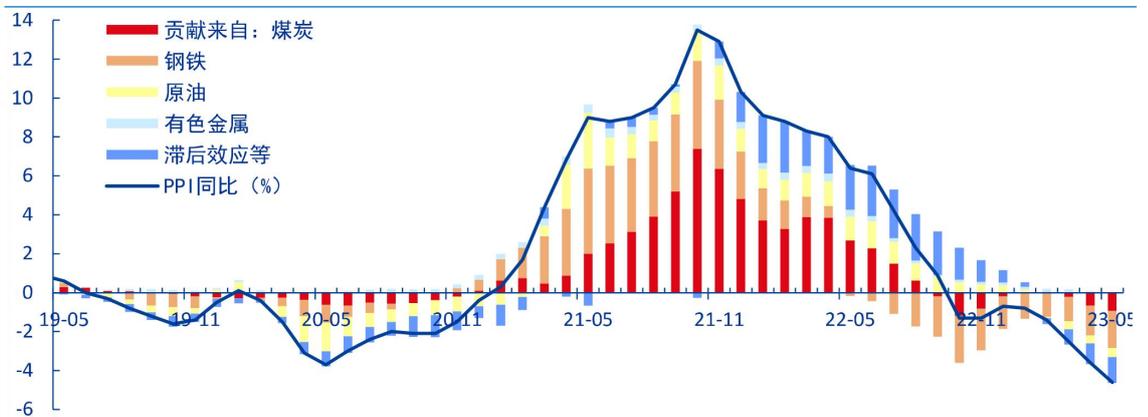


资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 三、国内国际两方面能源供给保障充足，叠加库存高位压力，PPI 跌幅加深。

与主要发达国家 PPI 主要由油气价格单链条驱动不同，我国 PPI 同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者在国内供需两侧基本能够形成闭环，且对 PPI 影响程度更深。年初以来国内煤炭能源供给保障力度不断加强，煤价近期加速下跌，煤炭开采 PPI 环跌-5.2%，跌幅进一步扩大；国际原油价格前期小幅回落并拖累有色金属价格下行，石油天然气开采 (-2.1%)、有色金属 (-1.0%) 跌幅均有所扩大；工业品实际库存水平仍处于高位，黑色金属 (-4.2%) 环比跌幅也明显扩大；加之前期 PPI 下跌向中下游行业产品的滞后传导，5 月 PPI 同比跌幅扩大 1 个百分点至-4.6%。

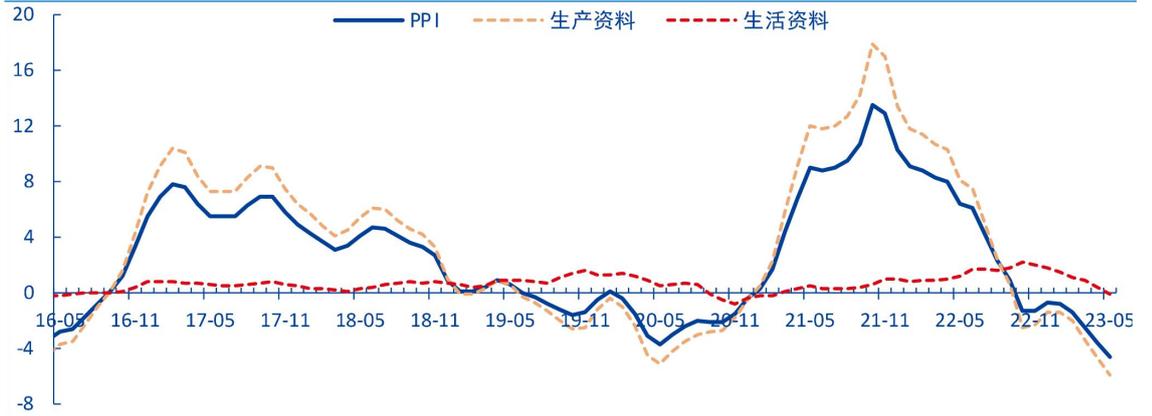
图 3: PPI 同比及贡献拆分 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、可选消费品价格跌势放缓但尚未扭转，服务消费价格修复半路转跌，显示中高收入人群为主要消费群体的弹性较大消费类别复苏程度差强人意，凸显出这一群体受地产周期探底、金融市场波动影响而导致的财富效应预期偏弱对消费意愿的持续削弱。预期修复需要时间和耐心，短期稳增长稳就业仍需要国家投资、基建投资的持续发力，财政资源有限的情况下，对货币政策更加明确的中性偏松操作、以及对企业中长贷的持续支持提出了更高要求。我们预计下周 FOMC 会议大概率暂停加息，后半月关注降准操作的可能性，预计降准 25BP，并维持 Q3、Q4 再各降准一次 25BP 的预测不变，下半年预计实施向 1Y LPR/MLF 倾斜的结构性降息，促进基建投资稳定相对高增的同时修复银行业息差、提振商业银行扩张长期信心的信心和效率。

图 4: PPI、生产资料和生活资料同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

风险提示: 服务消费需求持续弱于预期。

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)