

# 2023年5月物价点评

## 宏观经济点评

证券研究报告

### 宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：杨飞（执业 S1130521120001）  
 yang\_fei@gjzq.com.cn

 分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）  
 majieying@gjzq.com.cn

## CPI 缘何低预期？

### 事件：

6月9日，统计局公布5月物价数据：CPI 同比上涨 0.2%，预期 0.3%，前值 0.1%；PPI 同比下降 4.6%，预期降 4.3%，前值降 3.6%。

### 非食品拖累 CPI 低预期、食品端对 CPI 的压制步减弱

CPI 低预期主因非食品端拖累、尤其是原油等部分原材料价格回落明显，压制 CPI 向上弹性。5月，CPI 同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.2%、低于预期的 0.3%。拆分来看，食品环比-0.7%、高于近年均值的-1.3%，高基数下，前期拖累明显的鲜菜环比降幅明显收窄，猪肉环比降幅收窄幅度也较大、1.8 个百分点；非食品环比转负至-0.1%、低于近年同期均值的 0.1%，其中，原油链、耐用消费品拖累依然明显。

非食品端除原材料价格回落拖累外，部分服务类价格增长有所放缓，或与部分地区疫情反复有关、也可能指向需求有待加强，后续还待进一步跟踪。5月，核心 CPI 同比回落 0.1 个百分点至 0.6%，除部分耐用品价格回落拖累外，服务价格增长放缓也有影响，其中，CPI 文教娱环比转负至-0.1%、近 3 年同期为 0.13%；旅游分项价格也是类似，环比转负至-0.6%。服务涨价或与部分地区疫情反复等有关，例如，百度“发烧指数”5月以来明显回升。

伴随部分商品供给扰动的拖累减弱、及终端需求逐步修复等，CPI 或已处于筑底回升通道。年初以来，蔬菜、原油链等高基数拖累、及猪肉等商品供给端扰动下，CPI 同比表现相对较弱。伴随部分商品价格回落拖累放缓，例如，高频数据显示，28 种重点监测蔬菜 6 月上旬均值 4.9 元/公斤、同比上涨 21%左右；叠加居民消费的延续修复等，或带动带动 CPI 逐步回升（详情参见《CPI 何以持续低迷？》）。

### 常规跟踪：CPI 温和上涨，生产资料拖累 PPI 低预期、原油链、黑色链等拖累延续

CPI 总体平稳，同比涨幅略有扩大。5月，CPI 同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.2%，环比降幅扩大 0.1 个百分点至-0.2%。食品环比降幅收窄 0.3 个百分点至-0.7%，其中，鲜菜、猪肉和鲜果环比降幅分别收窄 2.7、1.8 和 0.4 个百分点至-3.4%、-2%和-0.3%；非食品环比由正转负至-0.1%，其中，交通通信、文教娱拖累明显，环比分别降幅扩大 0.2 个百分点至-0.6%，由正转负至-0.1%。

PPI 回落主因生产资料拖累，生活资料价格虽有回落、降幅收窄。5月，PPI 同比降幅扩大 1 个百分点至-4.6%，环比降幅扩大 0.4 个百分点至 0.9%。大类环比中，生产资料降幅扩大 0.6 个百分点至-1.2%，其中，三大工业拖累均明显，采掘、原材料和加工工业降幅分别扩大 1.4、0.7 和 0.5 个百分点；生活资料环比延续回落至-0.2%、降幅收窄 0.1 个百分点，其中，耐用消费品、食品环比延续走弱，衣着环比由正转负，一般日用品环比转正为 0.1%。

分行业来看，国内外工业品需求总体偏弱，原油链、黑色链等价格回落明显。5月，多数行业环比价格回落、上游原材料链条尤其明显。煤炭开采、黑色冶炼、黑色矿采环比降幅进一步扩大至-5.2%、-4.2%和-3.9%；石油加工、石油开采和化学原料环比延续回落，降幅分别扩大 1、2.6 和 0.9 个百分点；相关链条中下游制造业价格也有所回落，例如，非金属矿物制品、通信制造、汽车制造环比延续回落。

### 风险提示

猪价大幅反弹，疫情反复。

## 内容目录

1、CPI 缘何低预期？	3
2、常规跟踪：CPI 温和上涨，生产资料拖累 PPI 低预期	5
风险提示	7

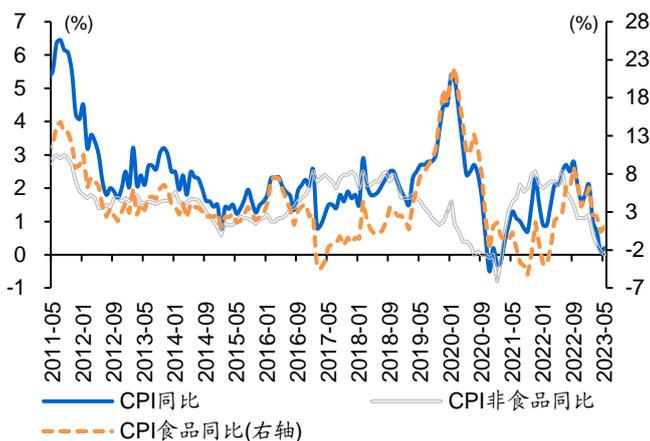
## 图表目录

图表 1：5 月，CPI 同比回升 0.1 个百分点至 0.2%	3
图表 2：5 月，非食品环比低于季节性	3
图表 3：家用器具等耐用消费品延续走弱	3
图表 4：原油链价格延续拖累	3
图表 5：5 月，核心 CPI 同比回落 0.1 个百分点至 0.6%	4
图表 6：5 月，服务价格超季节性回落	4
图表 7：分项中，旅游价格明显回落	4
图表 8：5 月，百度“发烧指数”明显回升	4
图表 9：6 月以来，蔬菜价格回升	5
图表 10：线下活动延续修复	5
图表 11：5 月，CPI 温和上涨	5
图表 12：食品环比降幅收窄、非食品环比由正转负	5
图表 13：分项中，鲜菜、猪肉等环比降幅收窄	6
图表 14：交通通信延续拖累，文教娱环比由正转负	6
图表 15：5 月，PPI 同比降幅扩大	6
图表 16：大类环比中，生产资料拖累明显	6
图表 17：分行业来看，原油等上游原材料链条相关价格回落	6

## 1、CPI 缘何低预期？

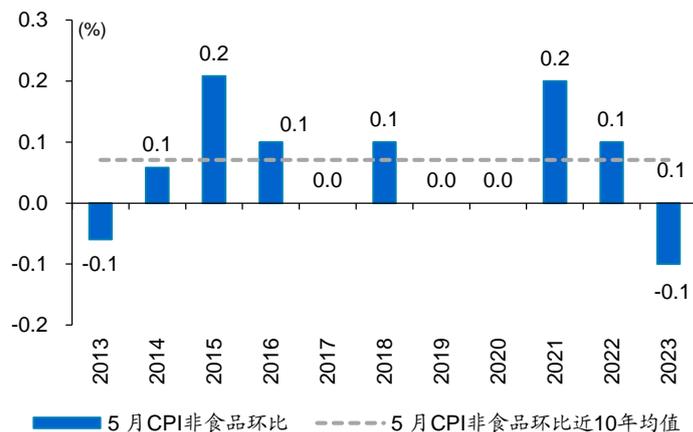
CPI 低预期主因非食品端拖累、尤其是原油等部分原材料价格回落明显，压制 CPI 向上弹性。5 月，CPI 同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.2%、低于预期的 0.3%。拆分来看，食品环比-0.2%、低于近年均值的 0.3%，高基数下，前期拖累明显的鲜菜环比降幅明显收窄，猪肉环比降幅收窄幅度也较大、1.8 个百分点；非食品环比转负至-0.1%、低于近年同期均值的 0.1%，其中，原油链拖累依然明显、交通通信环比进一步回落至-0.6%。

图表 1：5 月，CPI 同比回升 0.1 个百分点至 0.2%



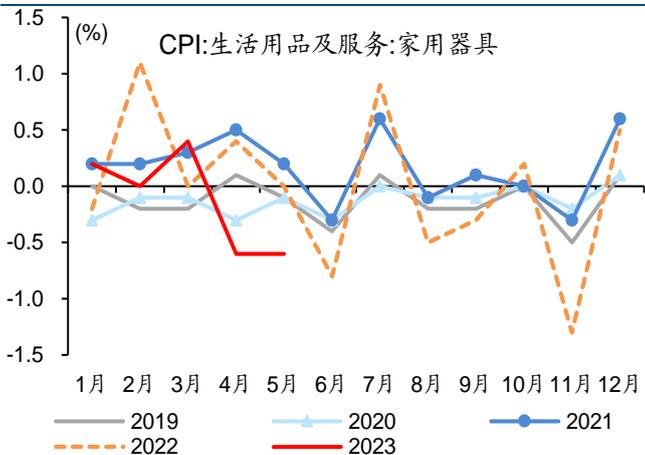
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：5 月，非食品环比低于季节性



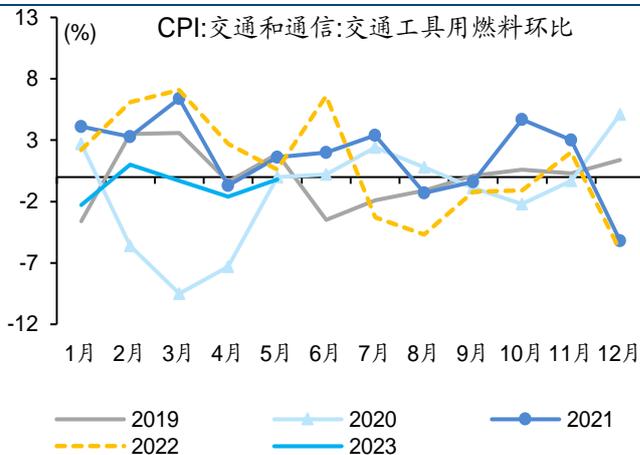
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：家用器具等耐用消费品延续走弱



来源：Wind、国金证券研究所

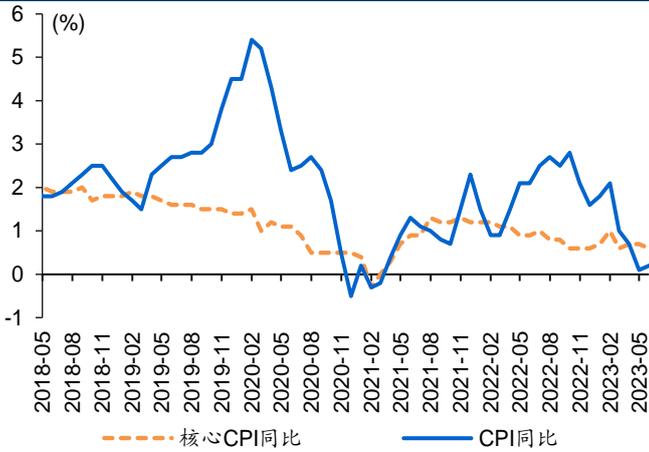
图表 4：原油链价格延续拖累



来源：Wind、国金证券研究所

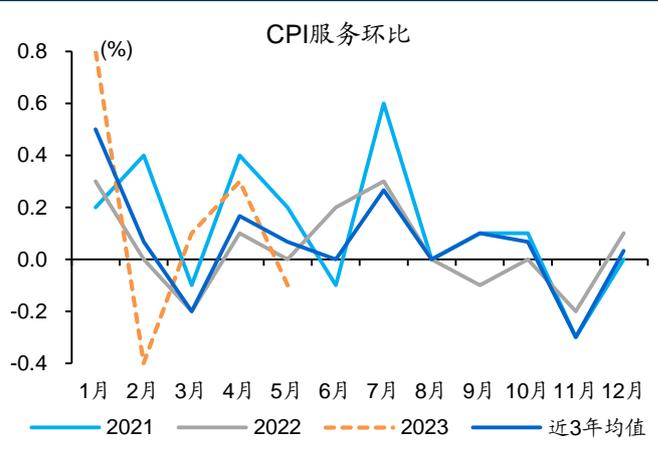
非食品端除原材料价格回落拖累外，部分服务类价格增长有所放缓，或与部分地区疫情反复有关、也可能指向需求有待加强，后续还待进一步跟踪。5 月，核心 CPI 同比回落 0.1 个百分点至 0.6%，除部分耐用品拖累外，服务价格增长放缓也有影响，其中，CPI 文教娱环比转负至-0.1%、近 3 年同期为 0.13%；旅游分项价格也是类似，环比转负至-0.6%。服务涨价或与部分地区疫情反复等有关，例如，百度“发烧指数”5 月以来明显回升。

图表 5: 5月, 核心CPI 同比回落 0.1 个百分点至 0.6%



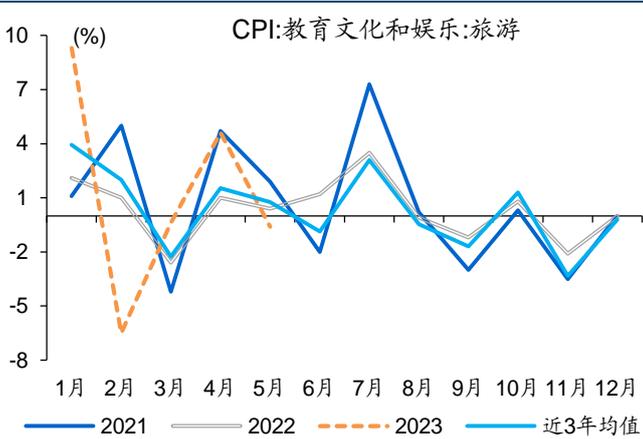
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 5月, 服务价格超季节性回落



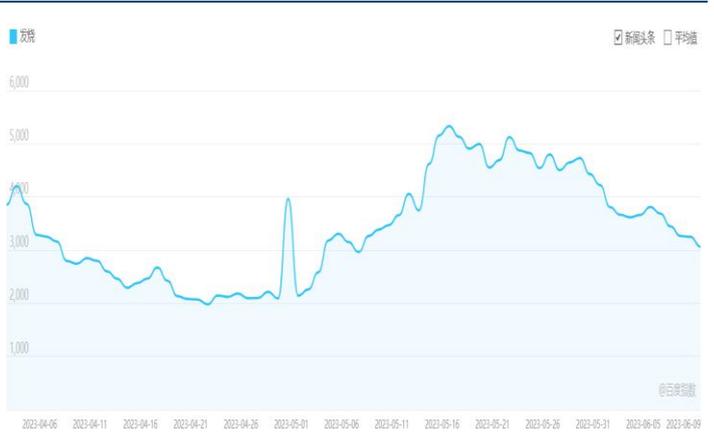
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 分项中, 旅游价格明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

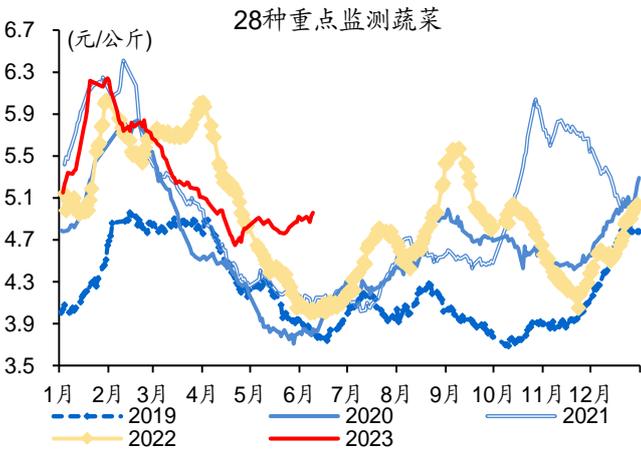
图表 8: 5月, 百度“发烧指数”明显回升



来源: 百度、国金证券研究所

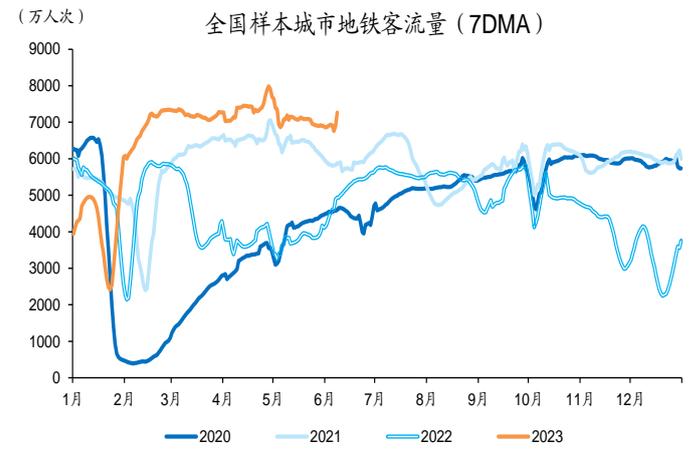
伴随部分商品供给扰动的拖累减弱、及终端需求逐步修复等, CPI 或已处于筑底回升通道。年初以来, 蔬菜、原油链等高基数拖累、及猪肉等商品供给端扰动下, CPI 同比表现相对较弱。伴随部分商品价格回落拖累放缓, 及居民消费修复延续等, 或带动 CPI 逐步回升 (详情参见《CPI 何以持续低迷?》)。

图表 9: 6月以来, 蔬菜价格回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 线下活动延续修复

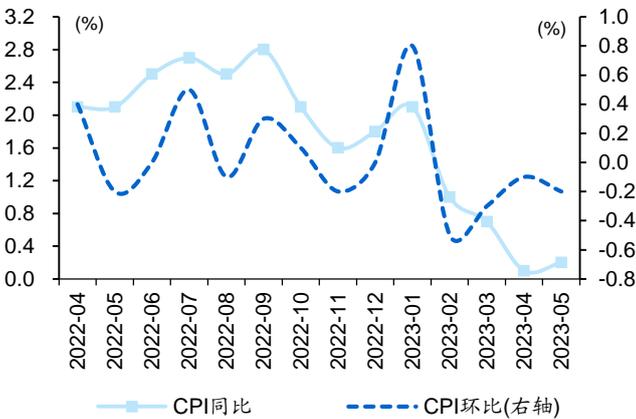


来源: Wind、国金证券研究所

## 2、常规跟踪: CPI 温和上涨, 生产资料拖累 PPI 低预期

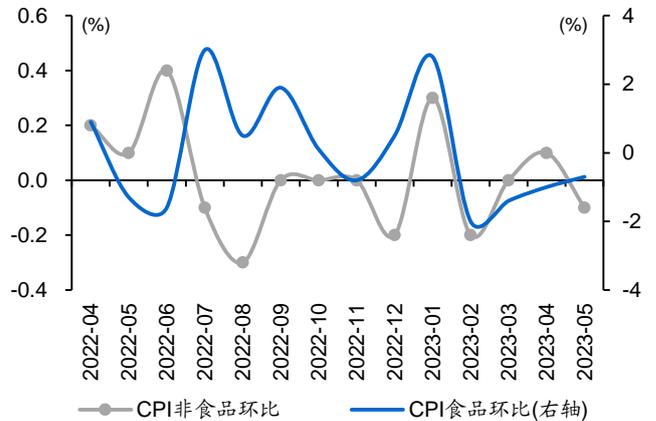
**CPI 总体平稳, 同比涨幅略有扩大。**5月, CPI 同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.2%, 环比降幅扩大 0.1 个百分点至-0.2%。食品环比降幅收窄 0.3 个百分点至-0.7%, 其中, 鲜菜、猪肉和鲜果环比降幅分别收窄 2.7、1.8 和 0.4 个百分点至-3.4%、-2%和-0.3%; 非食品环比由正转负至-0.1%, 其中, 交通通信、文教娱拖累明显, 环比分别降幅扩大 0.2 个百分点至-0.6%, 由正转负至-0.1%。

图表 11: 5月, CPI 温和上涨



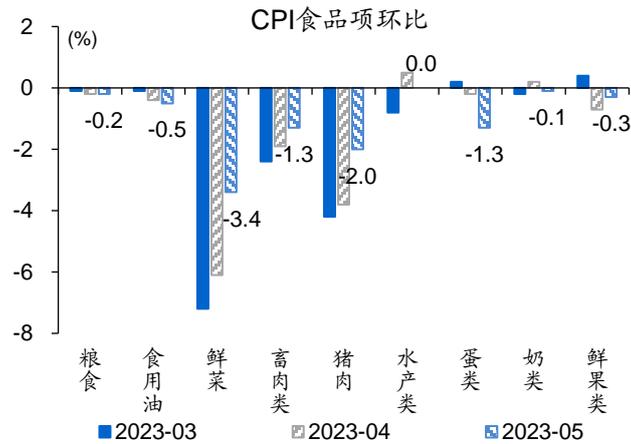
来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 食品环比降幅收窄、非食品环比由正转负

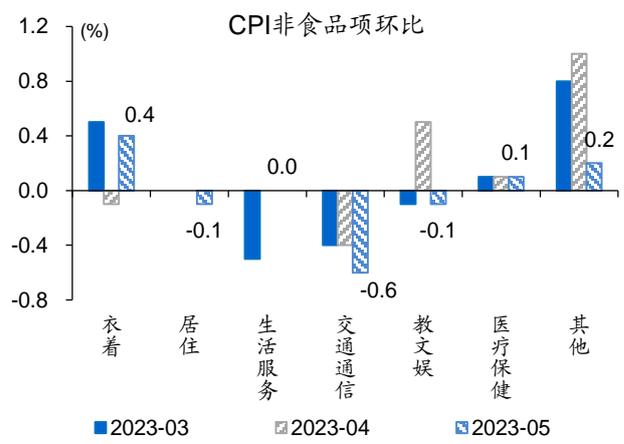


来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 分项中, 鲜菜、猪肉等环比降幅收窄



图表 14: 交通通信延续拖累, 文教娱环比由正转负

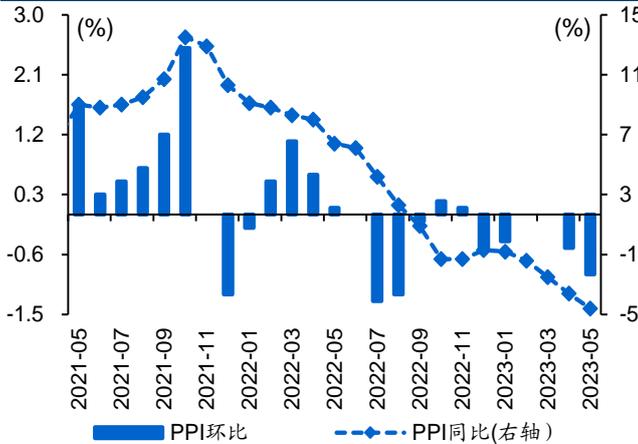


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

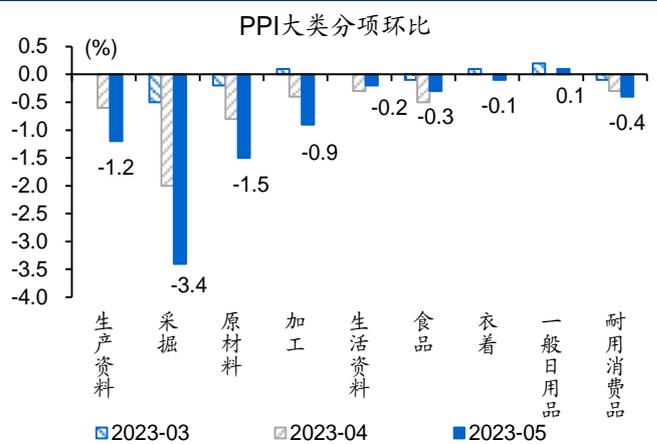
**PPI 受生产资料拖累, 生活资料价格虽有回落、降幅收窄。**5月, PPI 同比降幅扩大1个百分点至-4.6%, 环比降幅扩大0.4个百分点至0.9%。大类环比中, 生产资料降幅扩大0.6个百分点至-1.2%, 其中, 三大工业拖累均明显, 采掘、原材料和加工工业降幅分别扩大1.4、0.7和0.5个百分点; 生活资料环比延续回落至-0.2%、降幅收窄0.1个百分点, 其中, 耐用消费品、食品环比延续走弱, 衣着环比由正转负, 一般日用品环比转正为0.1%。

图表 15: 5月, PPI 同比降幅扩大



来源: Wind、国金证券研究所

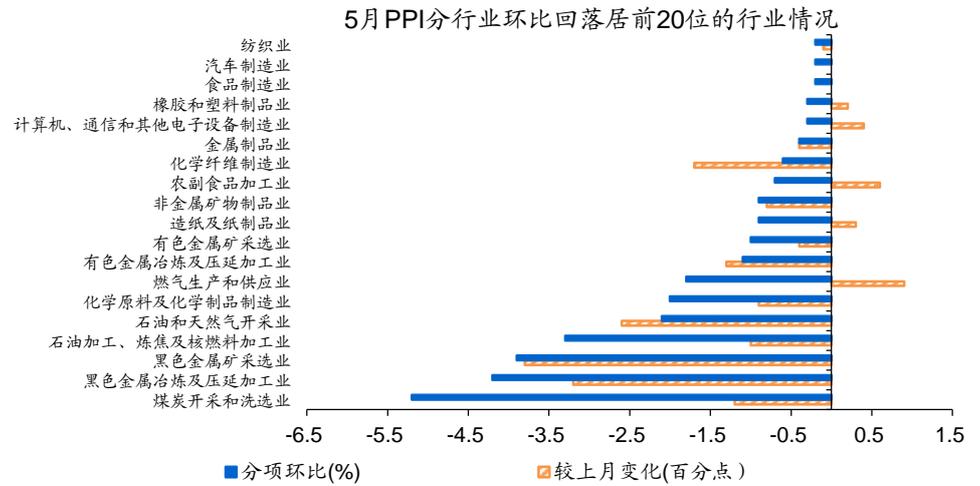
图表 16: 大类环比中, 生产资料拖累明显



来源: Wind、国金证券研究所

**分行业来看, 国内外工业品需求总体偏弱, 原油链、黑色链等价格回落明显。**5月, 多数行业环比价格回落、上游原材料链条尤其明显。煤炭开采、黑色冶炼、黑色矿采环比降幅进一步扩大至-5.2%、-4.2%和-3.9%; 石油加工、石油开采和化学原料环比延续回落, 降幅分别扩大1、2.6和0.9个百分点; 相关链条中下游制造业价格也有所回落, 例如, 非金属矿物制品、通信制造、汽车制造环比延续回落。

图表 17: 分行业来看, 原油等上游原材料链条相关价格回落



来源: Wind、国金证券研究所

### 风险提示

- 1、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402