

2023年06月12日

## CPI-PPI 差值高位或不会持续

固定收益研究团队

——2023年5月价格数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

### ● 核心观点

**1.5月：我国CPI同比+0.2%（前值+0.1%，下同），其中食品项同比+1.0%（+0.4%），非食品项同比0%（+0.1%），核心CPI同比+0.6%（+0.7%）。PPI同比-4.6%（-3.6%），其中生产资料当月同比-5.9%（-4.7%）。**

### 2. 整体：

首先，CPI在上年基数并不高的情况下连续保持低位，PPI降幅继续扩大。对于价格水平的低迷可以分为供给端和需求端来解释，PIRM和PPI生产资料可以较好的显示产业链上游的价格，PPI生活资料和CPI可以作为中下游价格的代表。此次的价格水平较低一方面是因为大宗商品价格下行较大，由于2022年同期大宗商品价格较高，无论是PIRM、南华指数、CRB工业原料均出现大幅回落。另一方面是因为下游需求的低迷，下游的物量指标仍处低位。

第二，CPI中仍有亮点，CPI环比是高于2018年以来的同期季节性的，而剔除房租的核心CPI其实表现也算是较好的。2018年以来**核心CPI的指标长期保持低位，现在来看主要是受房租影响较大**。核心CPI中约30%是由居住项构成，但居住中的房租项从2019年后出现大幅下行，所以就导致核心CPI一直偏弱。**所以我们认为需要关注剔除房租之后的核心CPI，实际上剔除房租之后的核心CPI表现较好，5月为+1.0%（+1.1%）。**

**第三，当下的情况和2016年是较为相似的，同样是CPI和PPI差值超过4.8%，且同样是CPI和PPI均较弱导致，虽然同样有其他时期差值也超过4.8%，但多数是CPI较强拉升差值。2016年下半年CPI和PPI差值开始收窄，商品价格上涨。**

### 3. 后续：

需求端较为低迷，且在外需回落的情况下，内需的重要性进一步提升。因此，对政策呵护需求端的预期也在加强，我们认为核心CPI或者剔除房租的核心CPI更能反映内需的情况，相对来说表现是较好的。如果后续内需能够恢复，核心CPI或将出现上行。其次，CPI-PPI的差值较高的情况或需不会长期持续，当下和2016年较为相似的情形或证明后续商品价格随着需求或将走高，CPI和PPI差值或将回落。

**4. 债市：债市收益率在低位徘徊，各等级利差均已压缩至历史低位，与现在对基本面感受较为一致。但最近市场对政策预期频繁升温，证明市场对收益率再向下有所犹豫。因此，需要谨慎后续若有政策出台带来经济回升使债市出现波动。**

### 5. 分项：

**（1）CPI食品项：同比来看，价格下降的商品多于上涨的商品，食用油、鲜果涨幅居前，猪肉、鲜菜、蛋类对同比降幅居前。环比来看，除了水产品外，其余所有分项价格环比均出现下降，鲜菜类、畜肉类、蛋类环比降幅居前。**

**（2）CPI大类：同比来看，消费品价格继续下行，服务类价格上行，或证明线下消费相对来说表现更好。具体分项中，其他类、文娱、食品烟酒涨幅居前，交通通信项、居住、生活降幅居前。环比来看，消费品和服务类价格均出现下降。具体分项中，交通通信、食品烟酒出现下降，衣着、其他类环比上升。**

**（3）PPI：分三大门类看，受上游大宗商品价格影响，降幅均有不同程度的扩大。分行业看，非金属采选、公用事业、有色采选涨幅居前，降幅前五的均为黑色产业链，如煤炭、石油、黑色金属等。**

● **风险提示：**政策变化超预期；价格变化超预期。

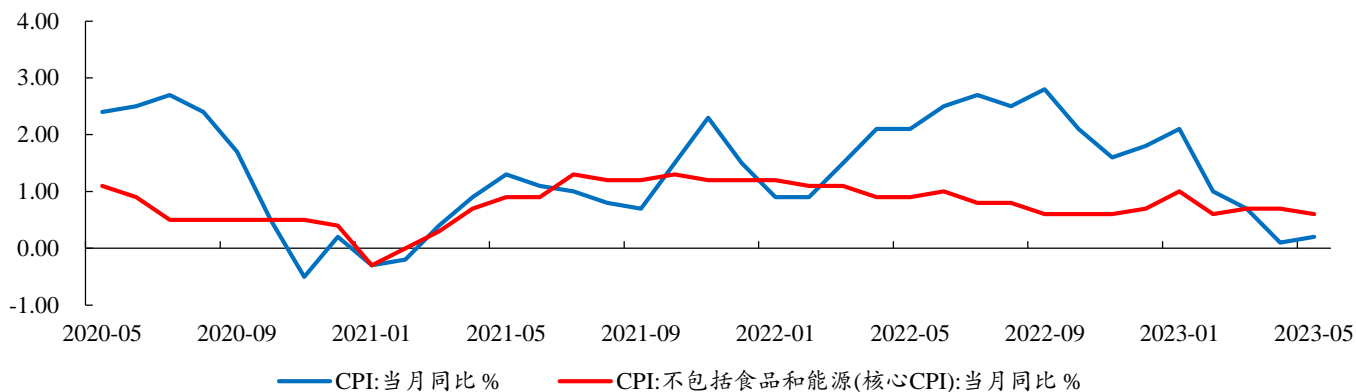
### 相关研究报告

《成长风格调整，高价转债估值压缩—可转债周报》-2023.6.11

《多家大行再次下调存款利率，出口和CPI不及预期—利率债周报》-2023.6.11

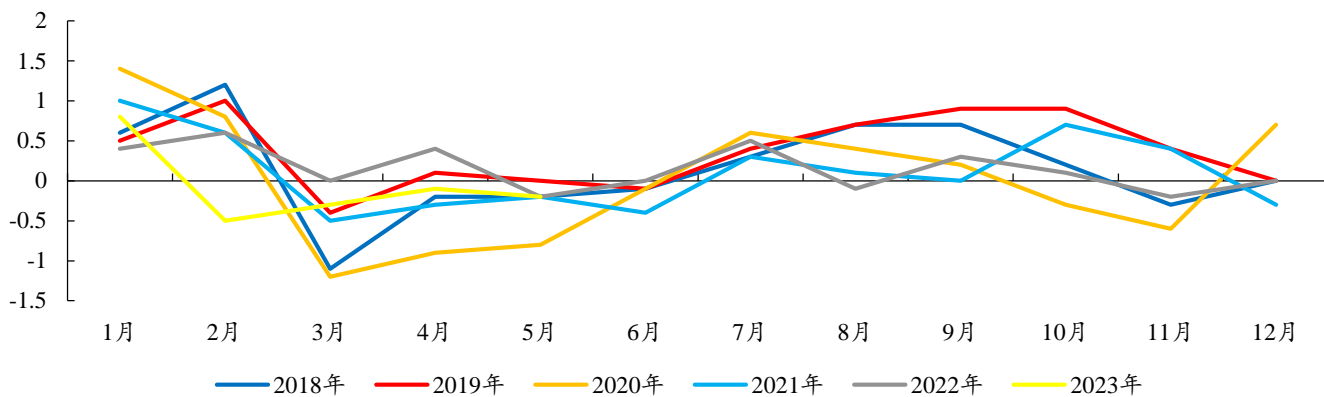
《部分消费指标出现下降—高频经济周报》-2023.6.11

附图 1: CPI 处低位运行



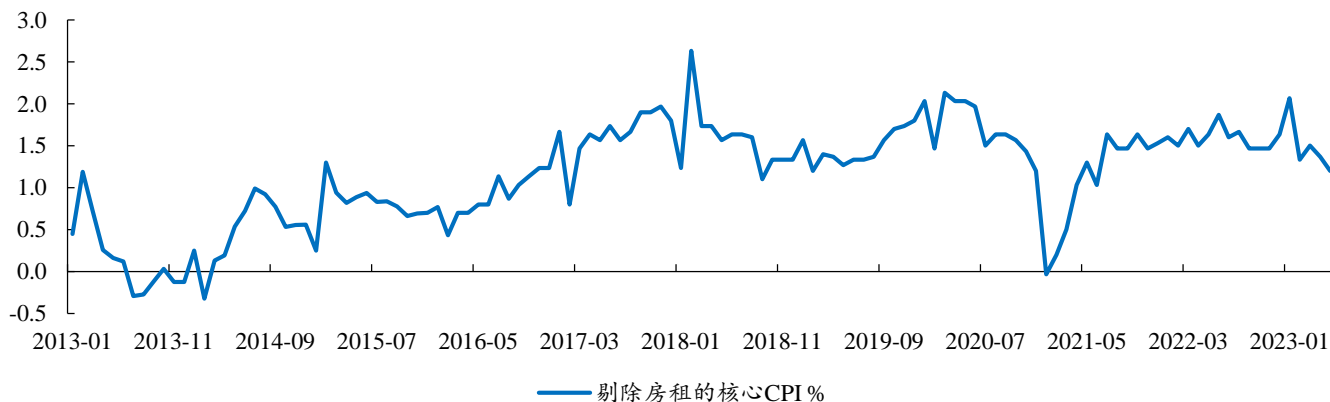
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: CPI 环比略高于季节性



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 剔除房租的核心 CPI 不弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn