

## 核心 CPI 回落，PPI 继续下探

——5 月通胀数据点评

2023 年 06 月 13 日

- **事件：**5 月 CPI 同比反弹 0.1 个百分点至 0.2%，市场预期 0.3%，环比-0.2%；PPI 同比-4.6%，前值-3.6%，环比-0.9%。
- **非食品项 CPI 继续回落，核心 CPI 回落，服务项同比放缓。**随着旅游高峰的影响消退，酒店、机票价格明显回落，第二波疫情也给线下消费带来一定影响。非食品项同、环比增速均回落，服务项同比较 4 月小幅回落 0.1 个百分点至 0.9%，核心 CPI 也由 0.7%降至 0.6%。
- **食品项同比增速反弹，蔬菜形成一定拉动，畜肉类价格环比保持负增，猪肉同比下滑显著。**能繁母猪去化进程整体偏慢，猪肉进入需求淡季，猪肉价格持续下探。蔬菜价格同比跌幅显著收窄，季节性回落速度明显慢于往年，南方逐步进入雨季，叠加厄尔尼诺现象影响，食品项可能会受到一定影响。随着消费场景放开、喜丧宴请增加，酒类、烟草同比增速小幅上行。
- **非食品项中，旅游同比回落幅度最大，交通工具用燃料持续回落。**国际油价波动带动下，国内交通工具用燃料分项同比持续回落，汽车行业价格调整较前期放缓，交通工具分项同比增速小幅回落。服务项中，旅游分项同环比显著放缓，房租同比持平，当前年轻劳动力就业依然承压，房租增速持续处于低位。医疗保健价格小幅上行，主要是中药分项拉动。
- **PPI 同环比继续下滑，采掘工业跌幅持续领跑，耐用消费品跌幅加深。**生产资料中，采掘工业、原材料、加工工业价格同、环比均继续放缓，生活资料增速转负，细分项同比增速均小幅回落，耐用消费品跌幅加深。原材料工业和加工工业剪刀差上行，上游原材料压力大于下游加工行业。
- **能化、黑色为主要拖累，有色、非金属矿采选业有所回落。**受到国际油价持续低位影响，我国原油相关产业链价格也在持续下行，化学制品价格也明显回落。黑色金属采选本月同环比明显放缓，下游黑色冶炼、压延也跌幅靠前，房地产产业链上游需求疲弱。下游制造业价格同比整体回落，幅度小于上游。
- **CPI 短期上行驱动仍弱，PPI 或步入筑底阶段。**我国居民防御性储蓄尚未得到明显释放，五一假期给服务项的拉动作用回落，居民消费水平和信心弱于疫情前表现。猪肉产能去化慢，上涨幅度预期有限，厄尔尼诺或带来蔬菜、水果价格波动。内外需偏弱，工业品价格回落，但随着 PPI 高基数作用逐步减弱，美联储加息进程结束，我国库存持续去化，PPI 预期处于筑底反弹阶段。
- **风险因素：**夏季洪涝灾害事件发生带来菜价上涨超预期，居民消费修复偏弱，海外经济衰退幅度超预期

**分析师：** 于天旭

执业证书编号： S0270522110001

电话： 17717422697

邮箱： yutx@wlzq.com.cn

### 相关研究

经济结构分化，弱复苏下有待政策提振

通胀持续回落带来的隐忧

工业企业利润缓步修复，行业格局逐步转换

## 正文目录

事件.....	3
1、CPI 保持低位，食品项、非食品项同比分化.....	3
2、PPI 持续下行，能化、黑色为主要拖累.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1: CPI 同比增速保持低位 (%).....	3
图表 2: 食品项环比延续负增(%).....	3
图表 3: 服务项价格、核心 CPI 小幅回落 (%).....	4
图表 4: 住户存款增速放缓偏慢 (%).....	4
图表 5: 猪价继续下行，猪粮比价在 5 附近徘徊(元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪存栏去化进展较慢(万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜 5 月季节性回落速度放缓 (元/公斤).....	5
图表 8: 水果价格走势 (元/公斤).....	5
图表 9: CPI 燃料相关分项持续回落 (%).....	5
图表 10: 服务增长放缓，房租持续低位 (%).....	5
图表 11: PPI 同比增速继续回落至低点 (%).....	6
图表 12: 加工工业 - 原材料工业价差继续上行 (%).....	6
图表 13: 采矿业下行，黑色产业链整体回落(%).....	7
图表 14: PPI - CPI 剪刀差持续走阔 (%).....	7
图表 15: PPI 同比仍处低位 (%).....	7
图表 16: 出口处于回落通道 (%).....	7

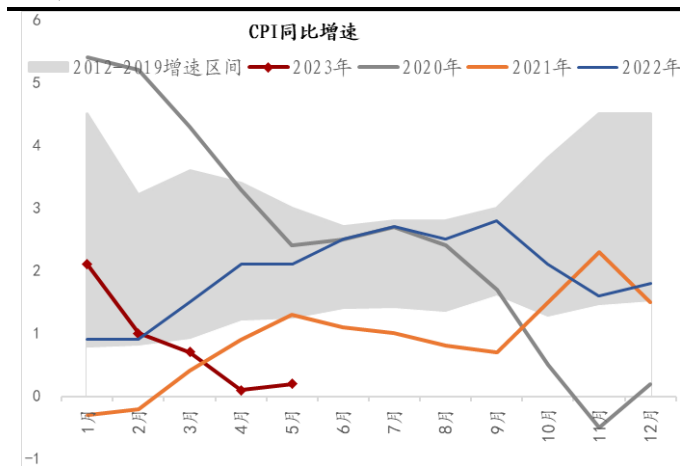
## 事件

2023年5月，CPI同比增速0.2%（市场预期0.3%），较上月上涨0.1个百分点，环比增速-0.2%，前值-0.1%，1-5月CPI累计同比0.8%；PPI同比增速-4.6%（市场预期-4.3%），较上月回落1个百分点，环比增速-0.9%，前值-0.5%，1-5月PPI累计同比-2.6%。

## 1、CPI 保持低位，食品项、非食品项同比分化

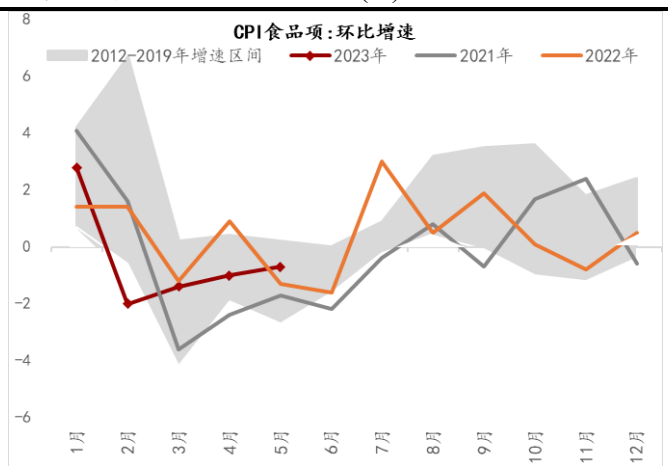
CPI同比保持低位，环比保持负增，非食品项通胀同比继续回落，环比增速转负，食品项同比增速反弹，环比延续负增。5月CPI同比增速较上月小幅上行0.1个百分点至0.2%，环比增速由上月-0.1%变为-0.2%。CPI食品项同比增速由4月的0.4%上行至1%，环比由上月的-1%上行至-0.7%；非食品项同比由0.1%小幅下行至0%，环比由上月的0.1%下行至-0.1%。

图表1: CPI同比增速保持低位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 食品项环比延续负增(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

**核心CPI回落，服务项同比放缓，消费品增速小幅反弹。**国内五一假期对线下消费有一定刺激作用，随着旅游高峰的影响消退，酒店、机票价格明显回落，第二波疫情也给线下消费带来一定影响。核心CPI同比增速小幅回落0.1个百分点至0.6%，环比0%，上月环比增速为0.1%。CPI服务项同比较4月小幅回落0.1个百分点至0.9%，环比回落-0.1%，前值0.3%；消费品同比则上行0.1个百分点至-0.3%，能源价格依然形成一定拖累，环比-0.2%，环比增速较上月上行0.3个百分点，但仍为负值。

图表3: 服务项价格、核心CPI小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 住户存款增速放缓偏慢 (%)

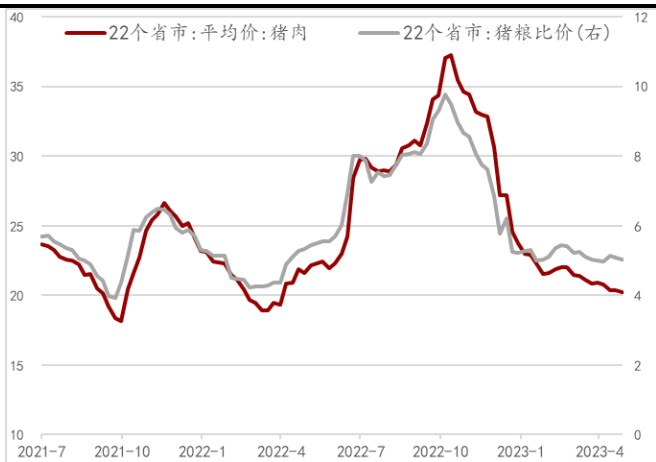


资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品项价格同比增速反弹，蔬菜形成一定拉动，畜肉类价格环比保持负增，猪肉同比下滑显著。猪粮比价在5月延续在5:1附近，养殖户亏损压力延续，能繁母猪去化进程整体偏慢，猪肉进入需求淡季，猪肉价格持续下探。当前供给压力和需求偏弱的影响下，猪价大幅上涨的动力有限。鲜果价格同比增速回落，蔬菜价格同比跌幅显著收窄，蔬菜价格季节性回落速度明显慢于往年，南方逐步进入雨季，叠加厄尔尼诺现象影响，食品项可能会受到一定影响。蛋类同比增速转负，粮食、食用油价格同比增速继续回落，随着消费场景放开、喜丧宴请增加，酒类、烟草同比增速小幅上行。CPI食品项同比增速由4月的0.4%反弹为1%，环比由上月的-1%收窄为-0.7%。

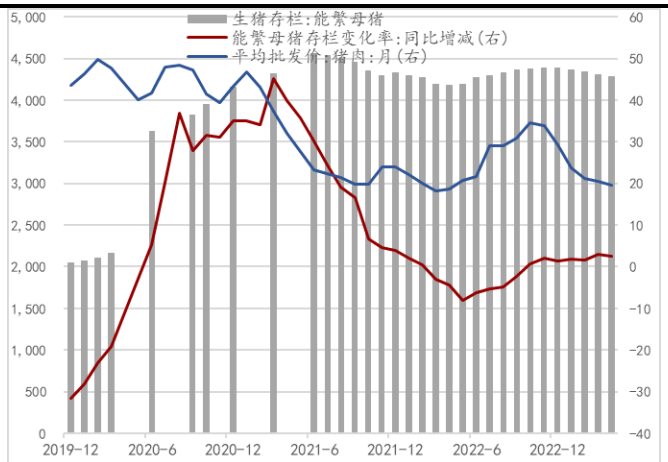
从CPI食品具体分项来看，5月，猪肉价格同比继续回落7.2个百分点至-3.2%，下降速度继续扩大，环比增速由上月的-3.8%小幅上行至-2%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的-1.1%、-2.9%变动为-1.9%、-1.9%，蛋类同比增速回落2.7个百分点至-1.5%，环比-1.3%。鲜菜价格同比上涨11.8个百分点至-1.7%，环比-3.4%；鲜果价格同比继续回落1.9个百分点至3.4%，下降速度继续放缓，环比-0.3%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由4月的1.1%、4.8%、-0.9%、1.3%、0.9%变动为0.5%、3.6%、0%、1.4%、1%。

图表5: 猪价继续下行，猪粮比价在5附近徘徊(元/公斤)



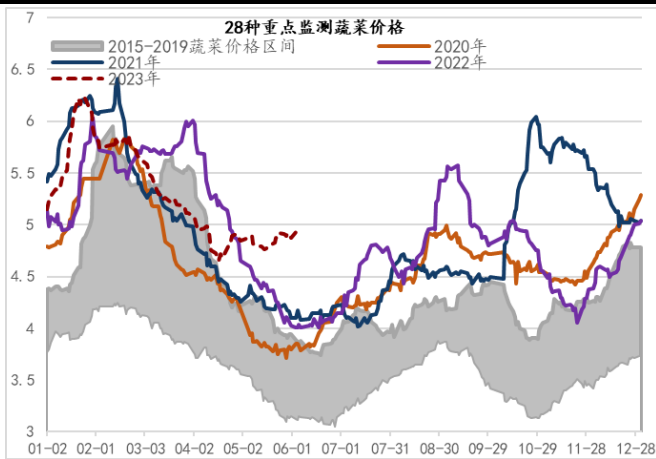
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪存栏去化进展较慢(万头, %)



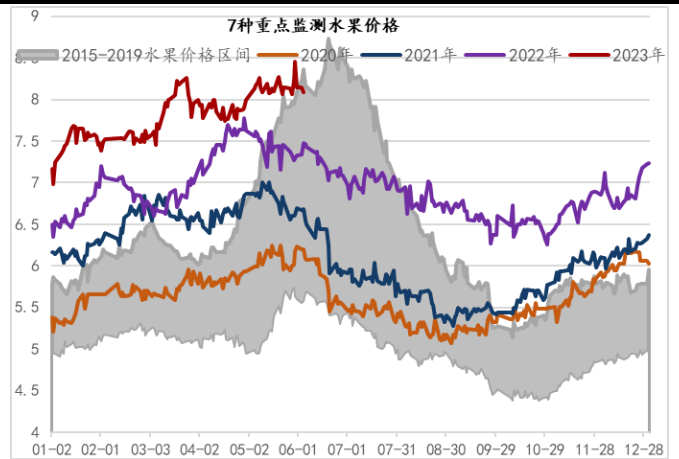
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜5月季节性回落速度放缓 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

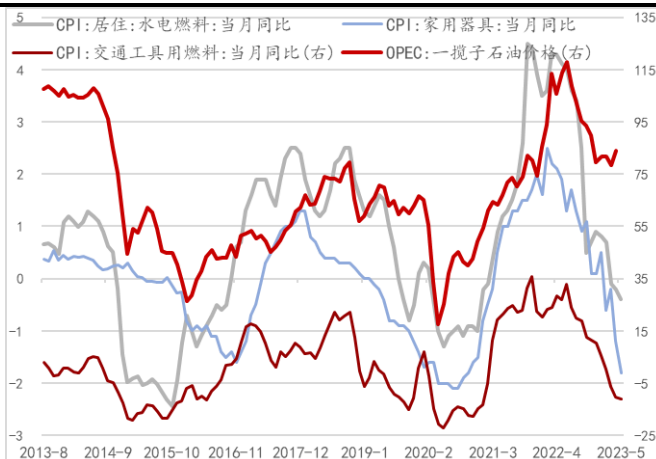
图表8: 水果价格走势 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

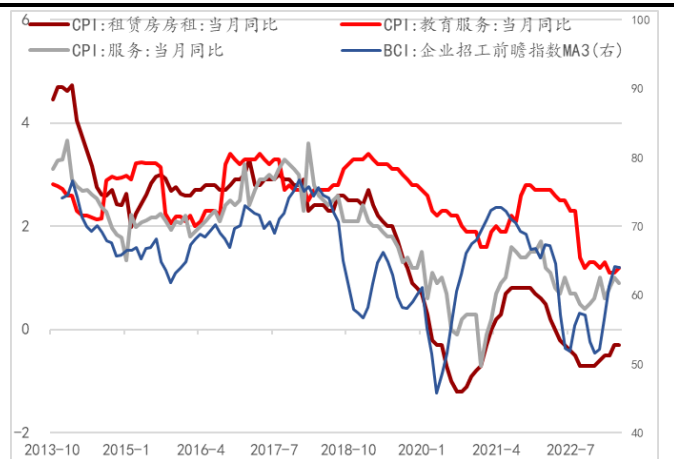
非食品项中，旅游同比回落幅度最大，交通工具用燃料持续回落。国际油价波动带动下，国内交通工具用燃料分项同比持续回落，同比增速由-10.4%继续降至-11.1%，环比由-1.6%收窄至-0.2%。汽车行业价格调整较前期放缓，新能源新车型上市，销量边际好转，交通工具分项同比增速由-4%降至-4.2%，环比由-0.9%收窄为-0.4%。服务项中，旅游分项同环比显著放缓，同比由9.1%回落至8%，环比由4.6%转为-0.6%，五一长假过后，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格均出现回落，第二轮疫情再起，也给出行和部分消费带来干扰。医疗保健价格小幅上行，同比增速由1%上行至1.1%，主要是中药分项拉动。房租价格同比持平于-0.3%，环比-0.1%，当前年轻劳动力就业依然承压，房租增速持续处于低位。

图表9: CPI燃料相关分项持续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务增长放缓，房租持续低位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 2、PPI 持续下行，能化、黑色为主要拖累

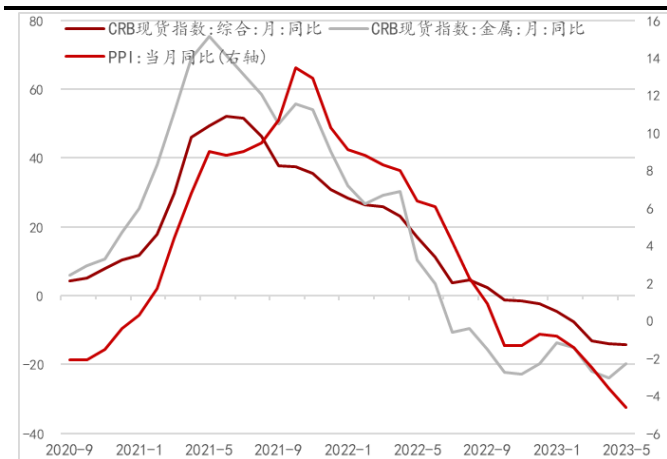
PPI同环比继续下滑，原材料大于加工工业，采掘工业跌幅持续领跑，耐用消费品跌幅加深。生产资料中，采掘工业、原材料、加工工业价格同、环比均继续放缓，采掘工业依然是同比下行幅度相对最大的分项，环比跌幅进一步扩大。生

活资料增速转负，其中，细分项同比增速均小幅回落，耐用消费品跌幅加深。原材料工业和加工工业剪刀差转正后继续上行，上游原材料压力大于下游加工行业。工业企业成本压力边际减轻。

从PPIRM来看，工业生产者购进价格同比由-3.8%回落为-5.3%，跌幅大于工业生产者出厂价格。PPIRM分项中，黑色金属材料、燃料、动力类购进价格同环比跌幅居前，房地产新开工和施工端依然偏弱。

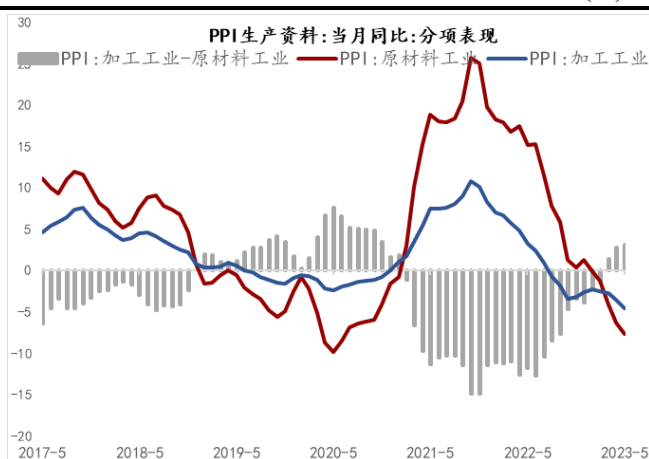
具体数据来看，PPI同比-4.6%，较上月继续回落1个百分点，环比增速-0.9%，前值-0.5%。PPI生产资料同比回落-1.2个百分点至-5.9%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由4月的-8.5%、-6.3%、-3.6%下行至-11.5%、-7.7%和-4.6%，三大分项同、环比均在下行。PPI生活资料同比回落0.5个百分点至-0.1%，环比增速-0.2%，前值-0.3%；其中，耐用消费品类跌幅由-0.6%下探至-1.1%，下行速度最快，食品类、衣着类、一般日用品类同比均有不同程度的放缓，仅一般日用品环比增速转正。

图表11: PPI同比增速继续回落至低点 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工工业 - 原材料工业价差继续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

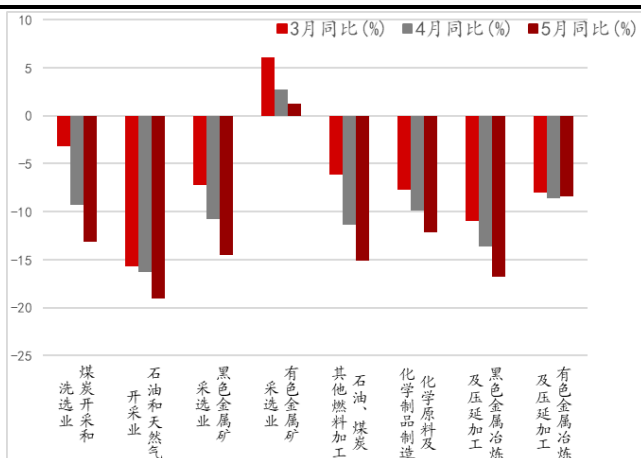
**煤炭开采和洗选业、黑色产业链5月同、环比下行幅度居前，能源产业链延续回落。有色金属、非金属矿采选业同比增速均回落。**受到国际油价持续低位影响，我国原油相关产业链价格也在持续下行，化学制品价格也明显回落。煤炭价格持续回落，煤炭进口不弱，随着夏季高温天气到来，用电需求增加，对煤炭的需求或被带动。黑色金属采选本月同环比明显放缓，下游黑色冶炼、压延也跌幅靠前，整体来看，黑色产业链给PPI形成较大拖累。有色金属、非金属矿采选业也有所回落。从黑色、有色金属采选和加工业来看，当前我国房地产新开工、施工增速依然低迷，房地产产业链上游需求疲弱。

**下游制造业价格同比整体回落，幅度依然小于上游，燃气生产和供应业同比增速转负。**中游通用设备制造业同比由-0.1%回落为-0.4%，环比由0%回落为-0.1%；下游汽车制造同比回落0.1个pct至-1.1%，环比持平于-0.2%，铁路、船舶等运输设备制造业同比回落0.2个百分点；计算机、通信等电子设备制造业同比回落1个pct至-1.70%，环比由-0.7%收窄至-0.3%，人工智能相关概念尚未明显带动相关行业生产和需求的增长。整体中下游行业价格大幅波动难度较大，加工、制造企业成本压力相对小于上游。电力、热力的生产和供应业持平，其中，受能源价格回落影响，燃气生产和供应业同比回落依然相对较快。

**PPI-CPI剪刀差继续下行走阔。**PPI保持下行趋势，且下行幅度超出市场预期，CPI

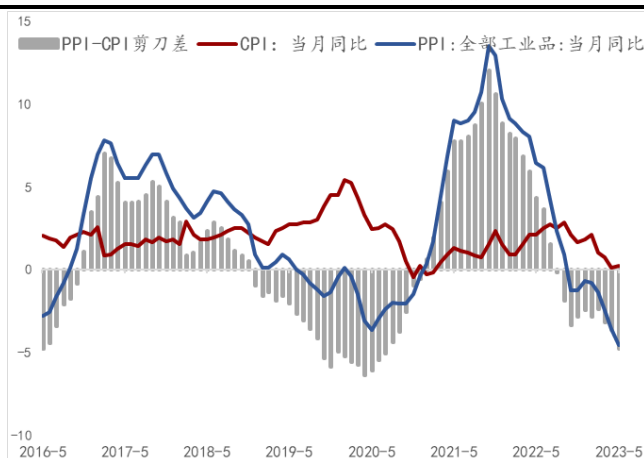
同比低位徘徊。当前我国需求不足的问题仍存，海外需求回落周期下，也影响部分工业品价格回落。

图表13: 采矿业下行, 黑色产业链整体回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI - CPI剪刀差持续走阔 (%)

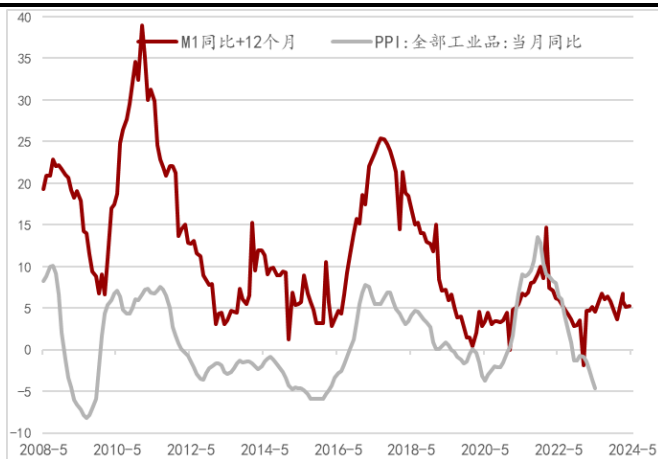


资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3、总结与展望

**CPI短期上行驱动仍弱, 基数作用下, PPI预期逐步探底回升。**我国居民防御性储蓄尚未得到明显释放, 五一假期给服务项的拉动作用回落, 居民消费水平和信心弱于疫情前表现。食品项中, 猪肉产能去化慢, 上涨幅度预期有限, 厄尔尼诺或带来蔬菜、水果价格波动。内外需偏弱, 我国的黑色品种持续下探, 部分国际定价的大宗工业品价格回落, 但随着PPI高基数作用逐步减弱, 美联储加息进程结束, PPI预期处于筑底反弹阶段。

图表15: PPI同比仍处低位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 出口处于回落通道 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

#### 4、风险提示

夏季洪涝灾害事件发生带来菜价上涨超预期，居民消费修复偏弱，海外经济衰退幅度超预期。



## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场