

价格信号偏弱，政策仍存空间

——5月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

CPI 商品与服务边际均有走弱。5月CPI同比略低于市场预期，其中上年价格变动的翘尾影响约为0.5个百分点（前值约为0.3个百分点），低基数影响下鲜菜同比降幅明显收敛，带动本月CPI同比小幅上行，环比降幅则有所扩大，新涨价影响也较前值下降。结构上，“商品通缩，服务通胀”的局面在本月持续，服务与商品价格边际均有走弱。**商品价格的下行主要源于以下因素：第一，食品价格季节性回落。**5月猪肉、鲜菜、鲜果及鸡蛋、水产品等普遍环比下行。受市场供给大于需求的影响，本月猪价较上月下降2.0个百分点，同比转为负增，拉低CPI同比约0.04个百分点。蔬果供应充足，价格环比继续回落。**第二，油价降幅扩大。**本月交通和通信价格同比降幅相对明显，主要受到与油价关联密切的交通工具用燃料这一子分项的拖累。一方面去年同期油价较高，高基数拉低本月同比。另一方面，环比变化反映出其价格确在走弱，本月该分项价格较上月下降了0.2个百分点。此外居住项下的“水电燃料”价格变化同样体现出油价影响，环比及同比均有走弱。**服务分项价格虽保持同比正增，但环比转负，显示相关需求有所降温。**机票、交通工具租赁费价格均环比下行，同比涨幅也都有回落，旅游分项价格环比下降，同比增速回落。5月核心CPI环比由正增转为持平，基数影响下同比增速放缓。服务项目价格的边际走弱与本月PMI服务商务活动指数中新订单指数的下行相对应。背后既有假期过后出行需求下降的驱动，也有服务消费需求报复性释放之后回归常态的原因。综合来说，**服务与商品的边际变化均体现出眼下国内需求不足的问题。**

PPI 持续处于通缩区间。5月PPI同比降幅超出市场预期，自去年10月起已连续8个月处于通缩区间，环比同样走弱。**高基数、大宗商品价格下行这一输入性因素以及国内工业品市场需求较弱共同拉低PPI同比增速。**产成品类别方面，生产资料价格承压相对更重，生产及生活资料价格边际均有下滑。主要行业中，石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业价格同比降幅均在15%以上且均有所扩大。边际变化上来看，受国际原油及有色金属价格下行的拖累，石油和天然气开采、有色金属冶炼和压延加工价格均环比下行。内需定价的煤炭、钢铁、水泥等行业价格则受到国内需求不足的影响而有所下降。

政策托底必要性持续凸显。5月CPI及PPI均不及市场预期，除基数及国际大宗商品价格的输入性影响之外，内生需求未见明显好转是价格上行的重要限制因素。虽然服务与商品价格的绝对水平继续分化，但本月两者的边际变化却可寻得一致之处，此前相对强劲的服务业价格同样释放出走软信号，这进一步体现出需求不足的矛盾。对于后续走势，我们认为在服务业复苏拉动就业及收入的传导下，经济复苏并不会终止，通胀回升的整体态势将会持续，但在积压需求释放退潮且新增需求暂时难以回补的情况下，二季度核心CPI的修复节奏可能较为缓慢。PPI方面，三季度其高基数效应减弱，叠加内生修复向上带动原材料和工业品需求回升，其同比增速有望向上回升。政策方面，本月通胀数据及此前PMI中的价格指数均反映出内需不足，5月出口数据也明显回落，这加大了政策托底经济的必要性，预计促消费等刺激政策有望推出以补充经济向上动能。

风险提示：政策力度不及预期。

目录

| | |
|------------------------|---|
| 1. 数据 | 5 |
| 2. CPI 商品与服务双双走弱 | 5 |
| 3. PPI 持续处于通缩区间 | 6 |
| 4. 政策托底必要性持续凸显 | 7 |

图表目录

| | |
|----------------------------|---|
| 图表 1: CPI 同比涨幅低于市场预期..... | 5 |
| 图表 2: 商品与服务环比均为负增..... | 6 |
| 图表 3: 交通及食品价格环比下行相对明显..... | 6 |
| 图表 4: PPI 同比及环比双双走弱..... | 7 |

1. 数据

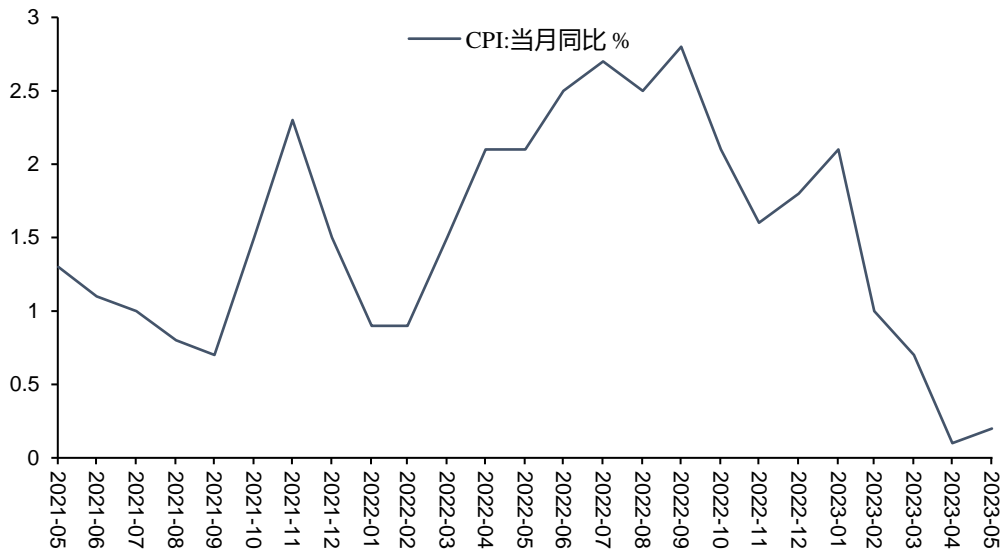
中国 5 月 CPI 同比上涨 0.2%，市场预期（Wind）上涨 0.3%，前值上涨 0.1%。

中国 5 月 PPI 同比下降 4.6%，市场预期下降 4.3%，前值下降 3.6%。

2. CPI 商品与服务边际均有走弱

5 月 CPI 同比上涨 0.2%，小幅低于市场预期，其中上年价格变动的翘尾影响约为 0.5 个百分点（前值约为 0.3 个百分点），基数影响下鲜菜同比降幅明显收敛，带动本月 CPI 同比小幅上行，环比来看，降幅则扩大 0.1 个百分点，新涨价影响也由 -0.2 个百分点下行至 -0.3 个百分点。其中服务与商品价格边际均有走弱，显示国内需求不足依旧是关键矛盾。

图表 1：CPI 同比涨幅低于市场预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

基于商品和服务的结构角度，一则绝对值方面，此前“商品通缩，服务通胀”的局面在本月持续。消费品同比下降 0.3 个百分点。服务分项价格则同比上涨 0.9 个百分点。二则边际变化上来看，两者双双走弱，消费品环比持续负增，较上月下降 0.2 个百分点，服务环比也由正转负，相比 4 月下降 0.1%（前值为增长 0.3%）。

具体而言，商品价格的下行主要源于以下因素：

第一，食品价格季节性回落。5 月食品价格环比下降 0.7%，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。其中猪肉、鲜菜、鲜果及鸡蛋、水产品等普遍环比下行。具体来看，**第一，猪肉价格同比转负，环比持续负增。**受市场供给大于需求的影响，本月猪价较上月下降 2.0 个百分点，同比则由上月 4.0% 的正增降至 -3.2%，拉低 CPI 同比约 0.04 个百分点。**第二，蔬果价格环比继续回落。**本月鲜菜价格同比降幅虽明显收敛，但主要受其去年低基数的带动，边际表现上来看，鲜菜价格则继续走弱，环比下降 3.4 个百分点（4 月环比下降 6.1 个百分点），鲜果价格环比同为负增，较上月下降 0.3 个百分点（前值下降 0.7 个百分点），其同比涨幅也有所收窄，由

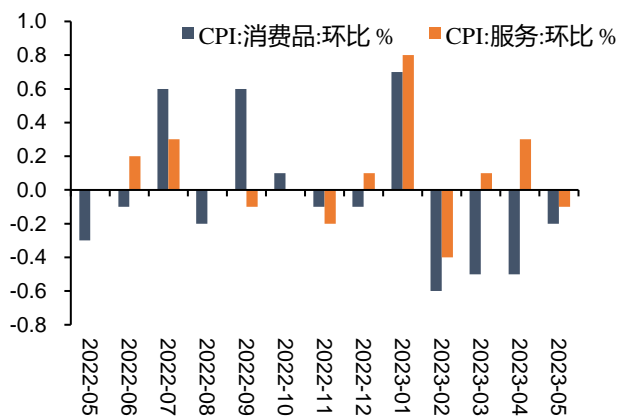
5.3%降至 3.4%，对 CPI 同比的拉动较前值下降了 0.04 个百分点。蔬果供应充足，价格上行动能有限。

第二，油价降幅扩大。本月食品以外的其他商品项中，交通和通信价格同比降幅相对明显，同比下降 3.9 个百分点，前值下降 3.3 个百分点，主要受到与油价关联密切的交通工具用燃料这一子分项的拖累。一方面去年同期油价较高，高基数拉低本月同比，交通工具燃料同比下降 11.1%，降幅较前值扩大 0.7 个百分点。另一方面，环比变化反映出其价格确在走弱，本月该项价格持续下行，较上月下降了 0.2 个百分点。此外居住项下的“水电燃料”价格变化同样体现出油价影响，环比下降 0.2 个百分点，同比降幅则扩大 0.2 个百分点至 0.4%。

服务分项价格虽保持同比正增，但环比转负，显示相关需求有所降温。

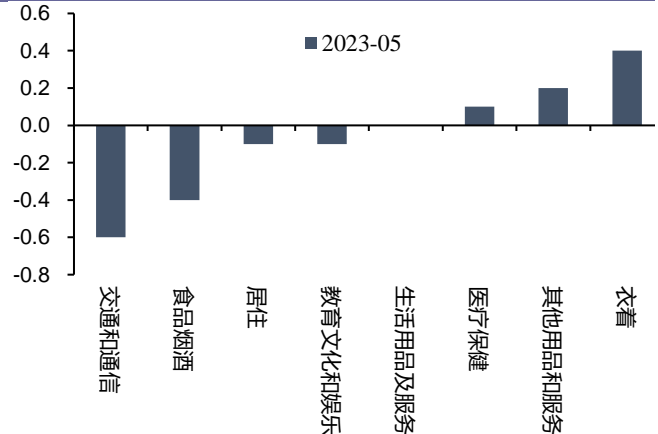
具体来看，机票、交通工具租赁费价格均环比下行 7.2 个百分点，同比涨幅也都有回落，旅游分项价格环比下降 0.6%（前值为增长 4.6%），同比增速回落 1.1 个百分点。5 月核心 CPI 环比由正增转为持平，基数影响下同比增速回落 0.1 个百分点至 0.6%。整体而言，本月服务价格表现好于商品，延续前期两者分化的态势，但服务项目价格的边际走弱表明相关需求的释放或有所趋缓，对价格的拉动效应减弱，这也与本月 PMI 服务商务活动指数中新订单指数的边际下行相对应。背后既有假期过后出行需求下降的驱动，也有服务消费需求报复性释放之后回归常态的原因。综合来说，服务与商品的边际变化均体现出眼下国内需求不足的问题。

图表 2：商品与服务环比均为负增



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：交通及食品价格环比下行相对明显



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

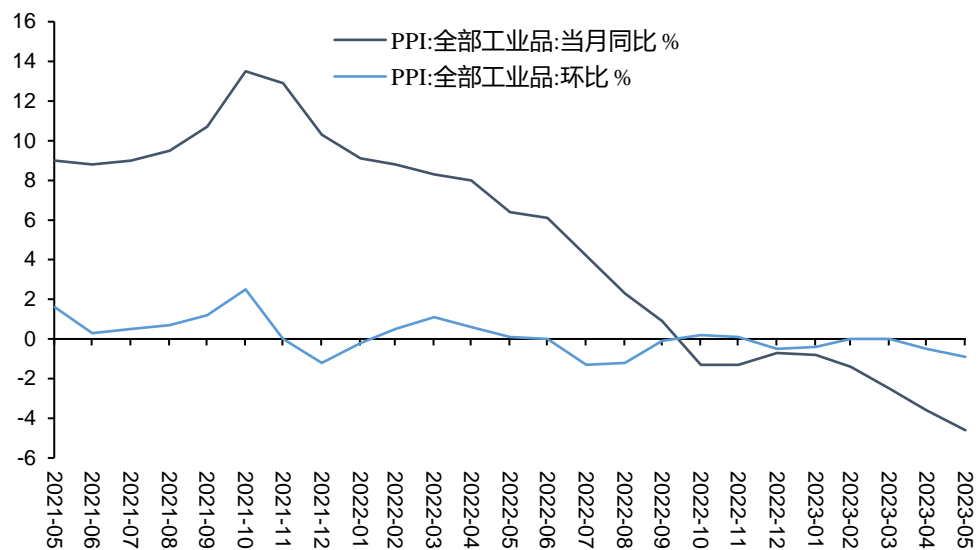
3. PPI 持续处于通缩区间

5 月 PPI 同比降幅较前值扩大 1.0 个百分点至 4.6%，降幅超出市场预期，自去年 10 月起已连续 8 个月处于通缩区间，环比同样走弱，由前值的 -0.5% 下降至 -0.9%。高基数、大宗商品价格下行这一输入性因素以及国内工业品市场需求较弱共同拉低 PPI 同比增速。

具体来看，本月 4.6% 的 PPI 同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响为 -2.8 个百分点左右，上月为 -2.6 个百分点；新涨价影响约为 -1.8 个百分点，上月为 -1.0 个百分点。表明本月 PPI 的走低既有高基数影响，也有价格下降的拖累。一则，去年同期 PPI 同比实现 6.4% 的涨幅，处于相对较高的位置，形成了较高基数。二则，本月生产开工率及 PMI 生产指数等数据均反映出目前国内生产经营活跃度并不算高，这受到内外需求不佳的影响，同时也意味着对于工业产成品的需求不强，而这则压制了产成品价格的上涨，拉低 PPI 同比及环比。

产成品类别方面，生产资料价格承压相对更重，生产及生活资料价格边际均有下滑。同比来看，生产资料同比降幅扩大 1.2 个百分点至 5.9%，生活资料同比则由正转负，由 0.4% 下降至 -0.1%。环比而言，两者环比均为负增，其中生产资料环比降幅扩大 0.6 个百分点至 -1.2%，生活资料价格较上月下降 0.2%。主要行业中，石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业价格同比降幅均在 15% 以上且均有所扩大。边际变化上来看，受国际原油及有色金属价格下行的拖累，石油和天然气开采、有色金属冶炼和压延加工价格均环比下行。内需定价的煤炭、钢铁、水泥等行业价格则受到国内需求不足的影响而有所下降，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格分别较上月下降 5.2%、4.2%、0.9%。

图表 4：PPI 同比及环比双双走弱



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 政策托底必要性持续凸显

5 月 CPI 及 PPI 均不及市场预期，除基数及国际大宗商品价格的输入性影响之外，内生需求未见明显好转是价格上行的重要限制因素。虽然服务与商品价格的绝对水平继续分化，但本月两者的边际变化却可寻得一致之处，此前相对强劲的服务业价格同样释放出走软信号，这进一步体现出需求不足的矛盾。对于后续走势，我们认为在服务业复苏拉动就业及收入的传导下，经济复苏并不会终止，通胀回升的整体态势将会持续，但在积压需求释放退潮且新增需求暂时难以回补的情况下，二季度核心 CPI 的修复节奏可能较为缓慢。PPI 方面，三季度其高基数效应减弱，叠加内生修复向上带动原材料和工业品需求回升，其同比增速有望向上回升。政策方面，本月通胀数据及此前 PMI 中的价格指数均反映出内需不足，5 月出口数据也明显回落，这加大了政策托底经济的必要性，预计促消费等刺激政策有望推出以补充经济向上动能。

风险提示：政策力度不及预期。

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|--------------|--------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 常新宇 | 13269957563 | changxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 佟宇婷 | 13522888135 | tongyt@tpyzq.com |
| 华北销售 | 王辉 | 18811735399 | wanghai@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 胡亦真 | 17267491601 | huyz@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李昕蔚 | 18846036786 | lixw@tpyzq.com |
| 华东销售 | 张国锋 | 18616165006 | zhanggf@tpyzq.com |
| 华东销售 | 胡平 | 13122990430 | huping@tpyzq.com |
| 华东销售 | 周许奕 | 021-58502206 | zhouxuyi@tpyzq.com |
| 华东销售 | 丁锬 | 13524364874 | dingkun@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |
| 华南销售 | 李艳文 | 13728975701 | liyw@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。