



物价稳中向好，下半年延续温和回升

——5月CPI、PPI数据分析

2024年06月12日

- 5月份CPI环比下降0.1%，由升转降，同比上涨0.3%，涨幅与上月持平。其中食品价格本月持平，非食品价格下降0.2%，非食品价格回落带动CPI环比转跌。PPI环比上涨0.2%，较上月回升0.4个百分点，同比下降1.4%，降幅较前值收窄。
- 非食品项带动CPI环比略降：非食品价格回落，出行类价格环比降幅超历年季节性表现。**非食品价格下降主要源于出行服务价格的超季节性回落，受五一小长假后出行热度季节性减退影响，交通工具租赁费和旅游价格均下降，此外国际油价下行亦带动国内汽油价格走低。猪价上行带动食品项价格由下降转为持平。受生猪产能调减因素影响，5月猪肉价格上涨幅度超历年同期涨幅均值，当前生猪出栏量减少、养殖户二次育肥情绪较高，拉涨了生猪价格，市场逻辑已从产能去化转向猪价反转，后市猪价如何演绎还要关注养殖端如何调节出栏节奏。天气渐热，各产区蔬菜生长旺盛，菜价进入季节性下滑区间。其它商品中，家用器具、交通工具和通信工具价格均有所下行，可选消费的价格回落表明消费需求仍有进一步释放空间。
- 翘尾因素改善带动PPI同比降幅收窄：上游有色金属矿采选和冶炼加工价格上涨。**国际市场有色金属价格延续上涨，带动国内有色金属相关行业价格上涨，其中有色金属矿采选业和冶炼加工业价格分别上涨4.4%和3.9%，铜冶炼、铝冶炼、金冶炼价格也有不同程度上涨。5月油价持续偏弱运行，OPEC部长暗示对自愿减产部分放松，预计产能回升，国际油价下行带动石油和天然气开采业价格下降。中游的设备和下游的消费品价格整体走低。受房地产基建项目复工缓慢等因素影响，建材中玻璃制造、水泥制造价格继续下降。受部分行业产能过剩的影响，锂离子电池制造、新能源车整车制造价格延续下行。居民生活用品主要由耐用消费品项下跌拉动，夏装换季带动衣着类出厂价格回升，一般日用品价格持平。
- 预计下半年通胀延续温和回升：猪价缓爬坡、低基数效应和政策发力节奏加快将构成下半年物价延续温和回升的三条主线。**

CPI低位温和回升，服务支出韧性支撑核心CPI小幅上行：下半年猪价周期上行的逻辑不变，但需求表现整体低迷，猪价上行高度仍需等待基本面兑现；翘尾因素对CPI的负向拖累逐步缓解；服务消费支出的韧性有助于推动核心CPI小幅上行。预计6月份CPI同比增速为0.5%，2024年全年CPI增速为0.5%，二、三、四季度增速分别为0.4%、0.1%和0.9%。

PPI降幅有望收窄，回暖需要政策发力：5月份PPI的翘尾因素影响开始明显缓解，有利于PPI同比的快速改善；5月开始特别国债启动和地方政府专项债发行，有利于推动投资增速和居民预期的多重改善，带动国内需求保持稳定复苏。预计6月份PPI同比增速为-1%，2024年全年PPI增速为-1%，二、三、四季度增速分别为-1.8%、-0.3%和0.3%。

- 风险提示：**政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

分析师

许冬石

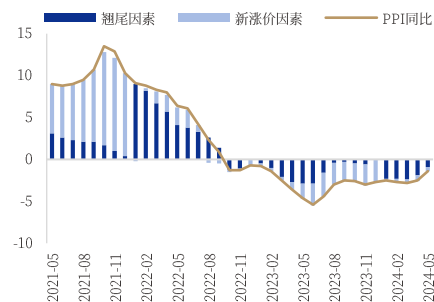
☎：010-83574134

✉：xudongshi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：吕雷

5月翘尾因素对PPI的影响为-0.9%（%）



资料来源：中国银河证券研究院

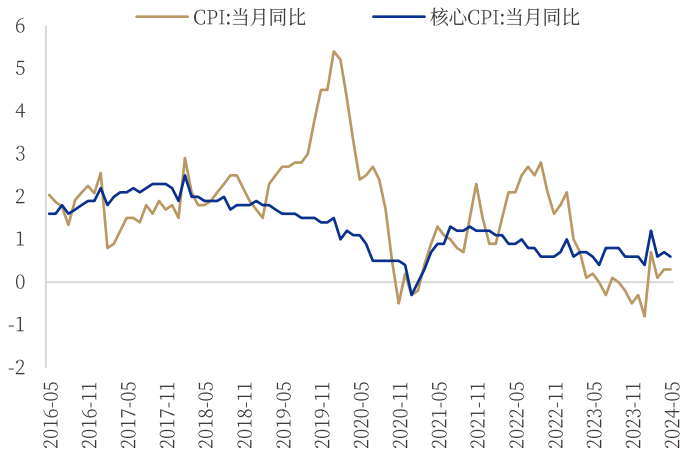
相关研究

- 《供给端催化猪价快速上涨》20240610
- 《二育冲击短期供应节奏》20240527
- 《供需需弱推动铜价高位震荡》20240520

一、CPI：非食品项带动环比略降

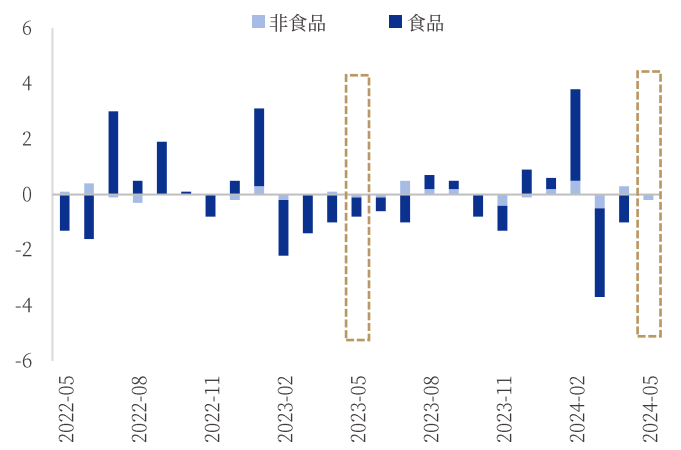
5月份CPI环比下降0.1%，由升转降，同比上涨0.3%，涨幅与上月持平。5月CPI同比上涨0.3%（前值0.3%），略低于Wind一致预期（+0.4%），环比下降0.1%（前值0.1%），过去十年环比均值为-0.2%，其中食品价格由上月下降1.0%转为持平，非食品价格下降0.2%（前值0.3%），非食品价格回落带动CPI环比转跌。核心CPI同比增速0.6%，继续保持温和上涨。

图1：CPI与核心CPI同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：食品与非食品项环比变动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

5月份CPI环比下降0.1%，主要由非食品项价格由涨转跌带动。非食品项中，交通通信项下跌0.8%，生活用品及服务项降幅0.7%，旅游价格下降0.6%，其它项中，服装价格上涨0.4%，医疗价格持平；居住价格下降0.1%。食品项中，鲜果、鸡蛋和猪肉价格分别上涨3.0%、2.7%和1.1%，鲜菜价格下降2.5%。

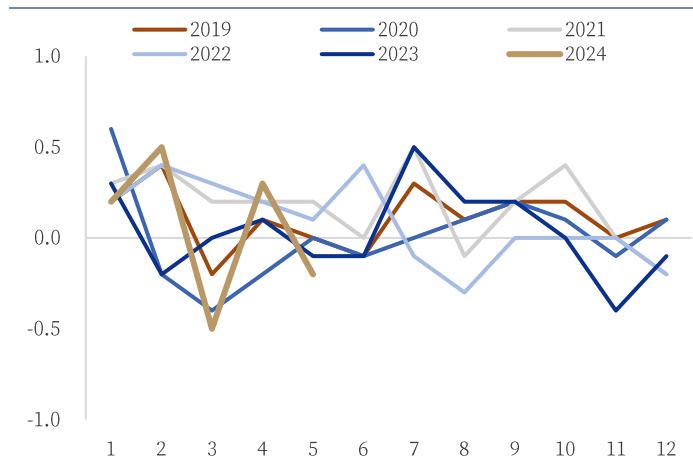
第一、非食品价格回落，出行类价格环比降幅超历年季节性表现。非食品价格下降0.2%，过去十年环比均值在0.1%左右，主要源于出行服务价格的超季节性回落。受五一小长假后出行热度季节性减退影响，交通工具租赁费和旅游价格分别下降7.9%和0.6%，旅游价格环比变动过去五年均值为0.1%，此外国际油价下行亦带动国内汽油价格下降0.8%。

第二、猪价上行带动食品项价格由下降转为持平。受蛋鸡夏季产蛋率下降和生猪产能调减等因素影响，鸡蛋和猪肉价格分别上涨2.7%和1.1%，过去五年猪肉价格的环比均值为-1.8%，五一假期多地有备货表现，叠加当前生猪出栏量减少、养殖户二次育肥情绪较高，拉涨了生猪价格，市场逻辑已从产能去化转向猪价反转，后市猪价如何演绎还要关注养殖端如何调节出栏节奏。天气渐热，各产区蔬菜生长旺盛，供货能力较强，且随着市场交易淡季的来临，菜价进入季节性下滑区间，鲜菜价格环比下降2.5%，降幅小于近十年同期平均下降9.5%的水平。

第三、衣着、家庭服务和医疗服务价格上涨，水电燃料、通信服务和中药价格基本稳定，家用电器、交通工具、通信工具等可选消费价格下降。夏装换季上新，服装价格上涨0.4%；家庭服务价格上涨0.1%，涨幅略有扩大。水电、通信和邮递服务价格基本持平，符合季节性波动。中药价格同比上涨放缓，环比连续八个月保持稳定低增长。其它商品中，家用器具、交通工具和通信工具价格环比分别下行1.1%、0.9%和0.4%，当前以旧换新活动和车企持续价格战推动了家用器具和交通工具价格的下行，可选消费的价格回落表明消费需求仍有进一步释放空间。

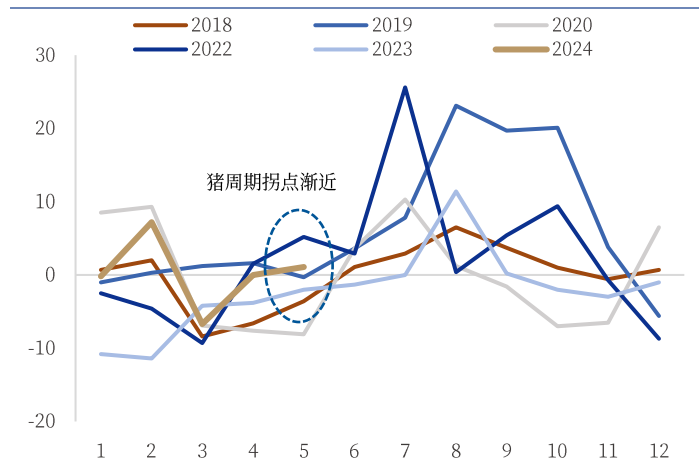
第四、核心价格同比保持温和上涨，有效需求延续修复。5月份核心CPI环比下降0.2%，同比上涨0.6%，延续保持温和上涨态势。

图3: 非食品项价格环比季节性变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 猪肉价格环比季节性变动 (%)



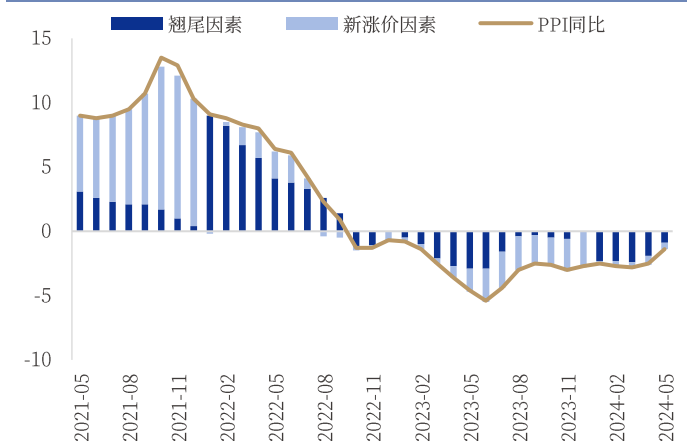
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、PPI: 翘尾因素改善带动同比降幅收窄

5 月份 PPI 环比上涨 0.2%，较上月回升 0.4 个百分点，同比下降 1.4%，降幅较前值收窄，略高于 wind 一致预期-1.5%，主要受部分国际大宗商品价格上行及翘尾因素的改善带动。5 月份生产资料价格环比上涨 0.4%，较前值回升 0.6 个百分点，拉动 PPI 上行约 0.28 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅与上月相同。生活资料价格延续小幅走低态势，居民需求恢复缓慢。

PPI 环比由降转涨，上游有色金属矿采选和冶炼加工价格上涨，中游的设备和下游的消费品价格走低。5 月国际市场有色金属价格延续上涨，带动国内有色金属相关行业价格上涨，其中有色金属矿采选业和冶炼加工业价格分别上涨 4.4%和 3.9%，其中铜冶炼、铝冶炼、金冶炼价格分别上涨 7.0%、3.4%、2.8%。煤炭供应总体偏紧，随着气温升高电煤消费旺季到来，“迎峰度夏”旺季需求释放，煤炭开采和洗选业价格上涨 0.5%。大规模设备更新等政策逐步落地见效，钢材市场预期向好，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.8%。5 月油价持续偏弱运行，OPEC 部长暗示对自愿减产部分放松，预计产能回升，国际油价下行带动石油和天然气开采业价格下降 2.1%。受房地产基建项目复工偏缓等因素影响，建材价格继续下降，玻璃制造、水泥制造价格分别下降 1.2%、0.8%。受部分行业产能过剩的影响，中电气机械和器材制造业、计算机制造价格分别上涨 0.7%、0.1%；锂离子电池制造、新能源车整车制造价格分别下降 0.5%、0.2%。5 月份居民生活用品主要由耐用消费品项下跌拉动，夏装换季带动衣着类出厂价格回升，一般日用品价格持平，其中文教工美体育和娱乐用品制造业、家具制造业价格分别上涨 0.6%、0.2%；农副食品加工业价格下降 0.5%。

图5: 5月翘尾因素对PPI的影响为-0.9% (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 5月份有色金属价格持续上行(元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、下半年通胀延续温和回升

整体来看，猪价缓爬坡、低基数效应和政策发力节奏加快将构成下半年物价延续温和回升的三条主线。

CPI 低位温和回升，服务支出韧性支撑核心 CPI 小幅上行。 首先，生猪自去年四季度去化有所加速，对应到三季度生猪供给或进入供给逐步缩量的周期，5月以来生猪价格持续上行或表明当前也许已进入生猪产能去化的兑现时期，供给缩量带动了猪价上行。整个下半年猪价上行的逻辑不变，但需求表现整体低迷，猪价上行高度仍需等待基本面兑现；其次，高基数效应逐步消退，翘尾因素对CPI的负向拖累逐步缓解；最后，疫后消费需求呈现服务消费复苏更强的特征，居民更倾向于通过短期集中式的消费来获得即时情绪上的满足，服务消费支出的韧性有助于推动核心CPI小幅上行。

预计6月份CPI的翘尾因素在0.2%，新涨价因素在0.3%，同比增速为0.5%。综合来看，我们预计全年CPI增速为0.5%，二、三、四季度增速分别为0.4%、0.1%和0.9%。

PPI 降幅有望收窄，回暖需要政策发力。 一方面，5月份PPI的翘尾因素影响开始明显缓解，有利于PPI同比的快速改善；另一方面，尽管1-4月政府发债进度偏缓，地产基建开工率及进度均不及预期，但5月开始特别国债启动和地方政府专项债券加快发行，有利于推动投资增速和居民预期的多重改善，带动国内需求保持稳定复苏。

预计6月份PPI的翘尾因素在-0.3%，新涨价因素在-0.7%，同比增速-1%。综合来看，我们预计全年PPI增速为-1%，二、三、四季度增速分别为-1.8%、-0.3%和0.3%。

四、风险提示

政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn