

# 食品价格企稳、核心通胀温和

## 5月通胀数据点评

### 相关研究报告

《美债与美国自然利率》20230402  
 《通胀温和或有利于银行修复息差——3月通胀数据点评》20230411  
 《加息尾声的美元反弹》20230521  
 《美国经济“虚火”难降》20230709  
 《利率拐点与货币增速剪刀差》20230716  
 《经济韧性与通胀回落并不矛盾》20230729  
 《关注货币活性下降》20230813  
 《再看M1与利率拐点的关系》20230818  
 《货币活性与债券市场》20230908  
 《总量相对强劲、财政仍有空间——9月金融数据点评》20231015  
 《美债利率上行遇阻》20231029  
 《如何看待美债利率回落》20231105  
 《中债收益率曲线已较为平坦》20231112  
 《如何看待美债长期利率触顶》20231122  
 《联储表态温和、降息预期高涨》20231214  
 《“平坦化”存款降息》20231217  
 《长期利率或将度过快速下行阶段》20231231  
 《降息的“自我实现”？》20240107  
 《降息预期“逆通胀走强”》20240114  
 《宽松预期螺旋增强》20240204  
 《房贷利率仍是长期利率焦点》20240225  
 《名义增长放缓是美国降通胀的关键》20240303  
 《利率债与房地产的均衡分析》20240331  
 《新旧动能与利率定价》20240407  
 《利率定价重寻均衡》20240428  
 《美联储否定加息情景》20240505  
 《楼市政策推进、债市利率震荡》20240519  
 《商品市场或已纳入经济回升预期》20240526  
 《美联储能否实现“软着陆”？》20240602

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格  
 固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang\_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

前期大宗商品价格回升对上游物价产生影响，但核心通胀仍然温和，且后续大宗价格上涨或受全球流动性制约。

- 5月PPI和食品类CPI同比降幅收窄，但核心CPI同比涨幅回落，发挥了稳定整体通胀的作用。5月CPI同比上涨0.3%，涨幅与前月持平。其中，食品类CPI环比持平、同比降幅收窄0.7个百分点，是5月CPI主要的向上因素。与此同时，PPI也自去年10月以来首次环比正增长，叠加去年同期基数效应下降0.9个百分点，共同推动PPI同比降幅收窄1.1个百分点。不过，由于核心CPI环比回落0.2%，同比涨幅收窄0.1个百分点，发挥了稳定整体通胀的作用。在PPI降幅明显收窄的同时，非食品CPI同比涨幅不升反降。
- PPI和食品价格降幅收窄，反映了前期大宗商品价格回升对上游物价的影响，而核心CPI稳中有降则反映上游价格的回升压力向终端需求的传导仍然偏慢。
- 从大宗商品价格来看，后续上涨空间也可能受到全球流动性的制约。从历史经验看，CRB现货指数与美国M2存在相对紧密的关系。基于美国M2拟合的CRB指数拟合值可视为CRB现货指数的某种中枢。
- 现阶段，美国M2在经过前期爆发增长后已趋于平缓，而美联储资产规模也有明显回落。即使美联储开启降息过程，大概率也是追随通胀回落，不会对商品价格提供额外动力。近日公布的美国5月非农就业再度强于市场预期，美联储仍有必要展示对抗通胀的决心。另外，欧央行虽已开启降息进程，但同时上调了今明两年的通胀预期。欧央行本次降息本来就是在核心通胀偏高背景下实施，可以视为对欧洲经济增长放缓的反应。我们在此前报告中提到，欧元区杠杆率已经明显低于疫情前水平。可见在高利率之下，欧元区实体部门负债的信心更弱。如果顽固的通胀迫使欧央行的降息节奏偏慢，则对实体经济的影响可能有限。
- 除非是在极端情景下，否则CRB指数预计将受到美元流动性的约束；对我国而言，则预示输入型通胀压力不大。
- 以典型的输入型商品——原油为例，5月布伦特国际原油现货价降至80美元/桶附近，通过国内外油价的联动机制，限制国内柴油价格以及能源类通胀的上涨空间。此外，国内食品通胀的上涨动力仍然不强。5月国内食用农产品价格同比降幅平均约为6.41%，较4月仅有小幅收窄。猪肉价自5月下旬以来显著回升，可能对食品通胀产生一定助推，但其对食用农产品整体价格的影响尚有待观察。全球化背景下，进口肉类价格也对国内肉价具有影响。
- 5月房租CPI环比和同比均下降0.1%，延续企稳趋势，这可能反映城镇住房供求处于较为均衡状态。目前楼市仍处于前期政策效果的观察期，楼市景气的未来走势对居民预期高度敏感。
- 综合考虑上游价格和下游需求因素，通胀预计将进入温和回升趋势，对当前债市利率冲击有限，但也很难支持利率的进一步下行。维持对长期利率近期内趋于震荡的观点。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

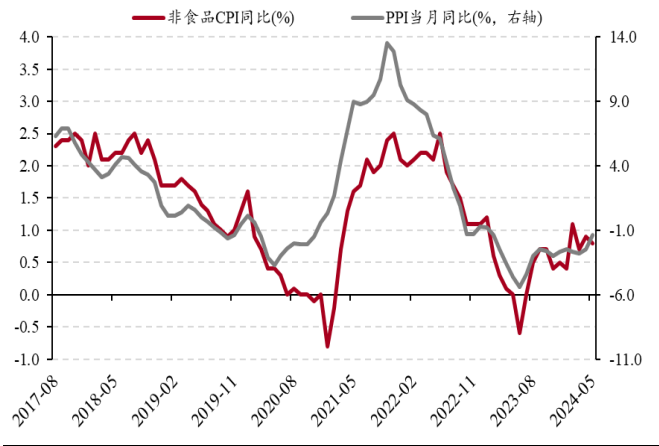
## 事件:

国家统计局2024年6月12日发布2024年5月通胀数据。5月份,全国居民消费价格指数CPI同比上涨0.3%,其中,食品价格下降2.0%,非食品价格上涨0.8%;消费品价格持平,服务价格上涨0.8%。CPI环比下降0.1%,其中,食品价格持平,非食品价格下降0.2%;消费品价格下降0.1%,服务价格下降0.1%。5月份,全国工业生产者出厂价格指数PPI同比下降1.4%,环比上涨0.2%;工业生产者购进价格同比下降1.7%,环比上涨0.3%。

## 点评:

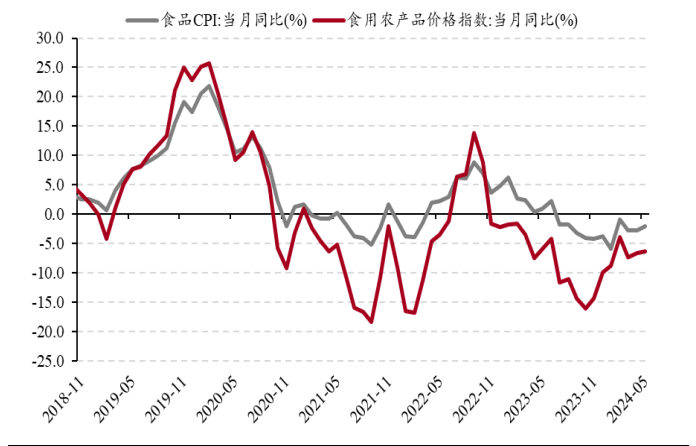
5月PPI和食品类CPI的同比降幅收窄,但核心CPI同比涨幅回落,发挥了稳定整体通胀的作用。5月CPI同比涨0.3%,涨幅与前月持平。其中,食品类CPI环比持平、同比降幅收窄0.7个百分点,是5月CPI主要的向上因素。与此同时,PPI自去年10月以来首次环比正增长,叠加去年同期基数效应下降0.9个百分点,共同推动PPI同比降幅收窄1.1个百分点。

图表 1. PPI和非食品CPI同比



资料来源: iFinD, 中银证券

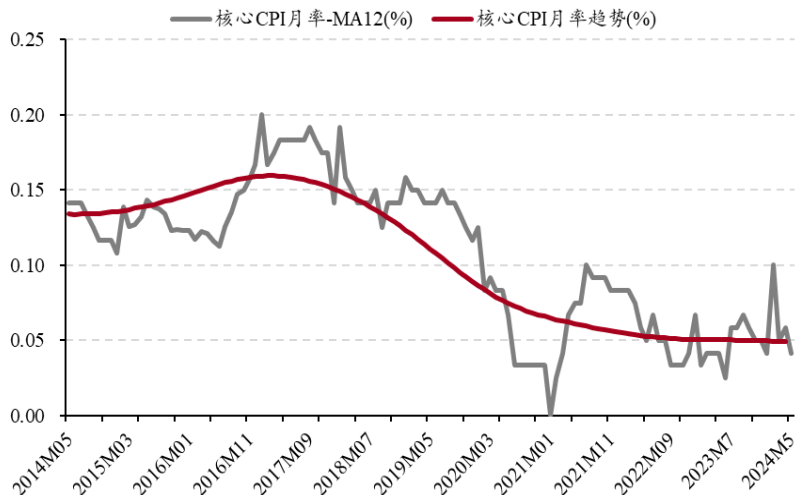
图表 2. 食品类CPI降幅收窄



资料来源: Wind, 中银证券

不过,由于核心CPI环比回落0.2%,同比涨幅收窄0.1个百分点,发挥了稳定整体通胀的作用。在PPI降幅明显收窄的同时,非食品CPI同比涨幅不升反降。从趋势来看,核心CPI月率仍处于企稳态势,向上弹性尚不明显。

图表 3. 核心CPI月率回落



资料来源: iFinD, 中银证券。注: 趋势项使用HP滤波方法得到。

PPI 和食品价格降幅收窄，反映了前期大宗商品价格回升对上游物价的影响。截至今年 5 月，反映全球商品现货价格的 CRB 现货指数去年底已经累计上涨约 7.0%，同比也转为上涨。而核心 CPI 稳中有降则反映上游价格的回升压力向终端需求的传导仍然偏慢。

从大宗商品价格来看，后续上涨空间也可能受到全球流动性的制约。CRB 现货指数与美国 M2 存在相对紧密的关系。基于美国 M2 拟合的 CRB 指数拟合值可以视为 CRB 现货指数的某种中枢。

从历史经验来看，在“次贷危机”后美联储采取量化宽松政策期间(以联储扩表作为标志)，非常规政策对商品市场情绪可能产生了明显激励，CRB 指数持续显著超出美国 M2 所支撑的水平。现阶段，美国 M2 在经过前期爆发增长后已趋于平缓，而美联储资产规模也有明显回落。即使联储开启降息过程，大概率也将是追随通胀回落，不会对商品价格提供额外动力。近日公布的美国 5 月非农就业再度强于市场预期，美联储仍有必要展示对抗通胀的决心。

图表 4. 基于美国 M2 拟合的 CRB 商品现货指数



资料来源: iFinD, 中银证券

另外，欧央行虽已开启降息进程，但同时上调了今明两年的通胀预期。欧央行本次降息本来就是在核心通胀偏高背景下实施，可以视为对欧洲经济增长放缓的反应。我们在此前报告中提到，欧元区杠杆率已经明显低于疫情前水平（《美联储否定加息情景》（20240505））。可见在高利率之下，欧元区实体部门负债的信心更弱。如果顽固的通胀迫使欧央行降息节奏偏慢，则对实体部门的影响可能有限。除非在极端情景下，否则 CRB 指数预计将受到美元流动性的约束；对我国而言，则预示输入型通胀压力不大。

以典型的输入型商品——原油为例，5 月布伦特国际原油现货价降至 80 美元/桶附近，通过国内外油价的联动机制，限制国内柴油价格以及能源类通胀的上涨空间。此外，国内食品通胀的上涨动力仍然不强。5 月国内食用农产品价格同比降幅平均约为 6.41%，较 4 月仅有小幅收窄。猪肉价格自 5 月下旬以来显著回升，或对食品通胀产生一定助推，但其对食用农产品整体价格的影响尚有待观察。全球化背景下，进口肉类价格也对国内肉价具有影响。

5 月房租 CPI 环比和同比均下降 0.1%，延续企稳趋势，这可能反映城镇住房供求处于较为均衡状态。目前楼市仍处于前期政策效果的观察期，楼市景气的未来走势对居民预期高度敏感。

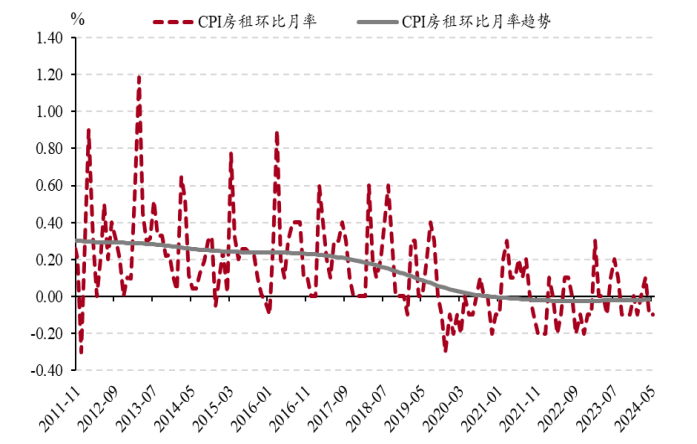
综合考虑上游价格和下游需求因素，通胀预计将进入温和回升趋势，对当前债市利率冲击有限，但也很难支持利率的进一步下行。维持对长期利率近期内趋于震荡的观点。

图表 5. 国内外油价



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 6. 房租类 CPI 月率企稳



资料来源: iFinD, 中银证券。注: 月率中枢使用 HP 滤波方法获得。

**风险提示:** 国内外实体经济出现超预期变化; 国内政策超预期收紧; 国际地缘政治紧张局势升级等。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371