

2024年06月12日

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 基数外影响PPI回升的因素

——国内观察：2024年5月通胀数据

## 投资要点

- **事件：**6月12日，统计局发布2024年5月通胀数据。5月，CPI当月同比0.3%，前值0.1%；环比-0.1%，前值0.1%。PPI当月同比-1.4%，前值-2.5%；环比0.2%，前值-0.2%。
- **核心观点：**5月通胀数据中，PPI的回升是积极的信号，CPI整体表现偏平淡，但也依然连续两个月超季节性。往后看，CPI中需要关注代表下游需求的消费品价格表现，PPI需要关注7月后回升的斜率是否仍高，因为基数回落的影响将告一段落。总体来看，通胀水平温和回升的这一趋势确定性相对较强，有利于名义GDP增速以及整体企业利润增速的回升。
- **CPI连续两个月超季节性。**5月CPI环比-0.1%，高于近5年同期均值的-0.28%，值得注意的是CPI已连续两个月超季节性，不过不同于4月，5月的支撑主要来自于食品（环比0%，近5年同期均值-1.4%）。
- **食品分项多数上涨，且超季节性。**据农业农村部数据，5月猪肉平均批发价20.95元/公斤，延续上涨的趋势，叠加基数进一步回落，CPI中猪价同比升至4.6%。猪价基数的压力主要集中在8月以后，对CPI的贡献有重新转负的可能。其他主要食品项中，鲜菜价格虽然环比下跌-2.5%，但跌幅要小于近5年同期。叠加鲜果、蛋类的上涨，主要食品分项5月均表现出超季节性。
- **服务价格假期后季节性回落。**2023年以来假期前后的服务价格波动总体是加大的，以4月环比减5月环比来衡量，2023年及2024年前后两个月的差值均为0.4%，2015-2019年期间两者差值平均为0.27%。从同比的表现来看，服务消费自2023年3月以来一直强于消费品。
- **关注消费品价格是否脱离低位。**CPI中消费品价格与PPI中生活资料价格具有较好的同步性，关联性上主要反映出PPI对CPI的传导，决定上游成本上升是否能顺利传导。积极的一点是消费品价格已经连续两个月告别负增长（4、5月同比均为0%），但同比水平仍然位于历史低位。
- **PPI超季节性回升是积极的信号。**5月PPI同比降幅大幅收窄，除了基数明显回落的原因外，环比0.2%也略超季节性（近5年同期均值0.12%），同时结束了去年11月以来的6连降。
- **PPI回升的三条线索。**1.输入性价格上涨。从结构上来看，主要受生产资料价格的上涨带动（环比0.4%），进一步拆分来看，原料环比上涨0.9%，采掘、加工环比分别上涨0.2%和0.1%。而原料价格上涨的主要原因在于国际铜价的上涨，PPIRM有色金属材料类价格5月环比3.6%，有色金属加工环比上涨3.9%。2.政策见效，预期转好。受设备更新等政策推动，钢材市场的预期向好，影响黑色金属加工环比转涨0.8%，同比降幅收窄4.8个百分点。3.季节性需求转好。煤炭逐步进入需求旺季，叠加主产地供应偏紧，煤炭开采环比转涨0.5%，同比降幅收窄5.2个百分点。
- **风险提示：**政策落地不及预期，房地产继续下行风险。

## 正文目录

1. CPI 超季节性的支撑来自于食品.....	4
2. PPI 回升的三条线索.....	6
3. 核心观点 .....	7
4. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1 CPI 当月同比, %.....	4
图 2 CPI 环比季节性规律, % .....	4
图 3 猪肉平均批发价月平均, 元/公斤.....	4
图 4 CPI 食品环比季节性规律, %.....	4
图 5 2021、2023、2024 年 CPI 服务环比, %.....	5
图 6 2015-2019 年 CPI 服务环比, % .....	5
图 7 CPI 消费品、服务同比, % .....	5
图 8 CPI 消费品与 PPI 生活资料同比, % .....	6
图 9 PPI 当月同比, % .....	6
图 10 PPI 生产和生活资料类同比, % .....	6
图 11 PPI 采掘、原料、加工环比, %.....	7
图 12 PPIRM 有色金属材料和电线当月同比及环比, %.....	7
图 13 PPI 当月同比翘尾因素, %.....	7

事件：6月12日，统计局发布2024年5月通胀数据。5月，CPI当月同比0.3%，前值0.1%；环比-0.1%，前值0.1%。PPI当月同比-1.4%，前值-2.5%；环比0.2%，前值-0.2%。

## 1.CPI 超季节性的支撑来自于食品

CPI连续两个月超季节性。5月CPI环比-0.1%，高于近5年同期均值的-0.28%，值得注意的是CPI已连续两个月超季节性，不过不同于4月，5月的支撑主要来自于食品（环比0%，近5年同期均值-1.4%）。

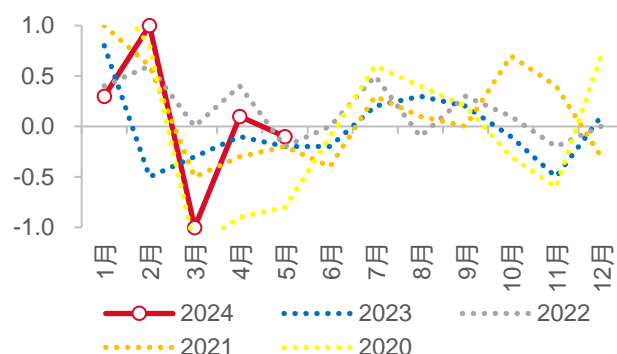
食品分项多数上涨，且超季节性。据农业农村部数据，5月猪肉平均批发价20.95元/公斤，延续上涨的趋势，叠加基数进一步回落，CPI中猪价同比升至4.6%。猪价基数的压力主要集中在8月以后，对CPI的贡献有重新转负的可能。其他主要食品项中，鲜菜价格虽然环比下跌-2.5%，但跌幅要小于近5年同期。叠加鲜果、蛋类的上涨，主要食品分项5月均表现出超季节性。

图1 CPI 当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律，%



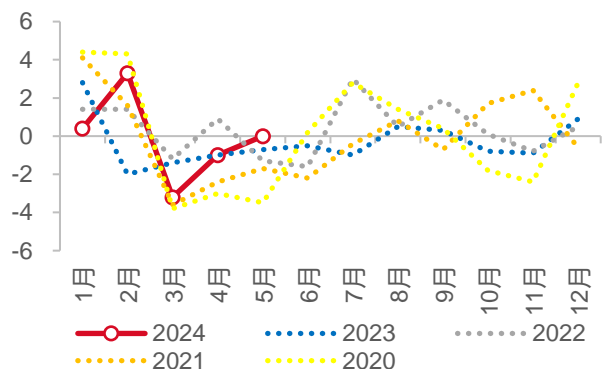
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 猪肉平均批发价月平均，元/公斤



资料来源：农业农村部，东海证券研究所

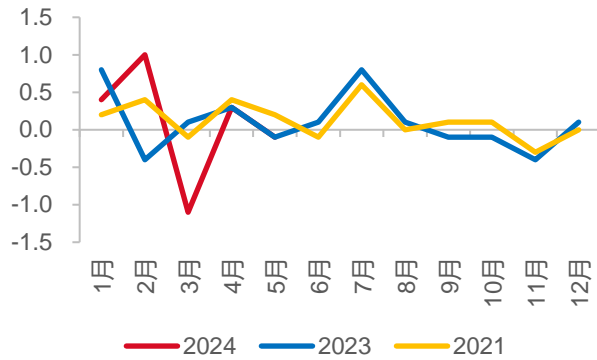
图4 CPI 食品环比季节性规律，%



资料来源：国家统计局东海证券研究所

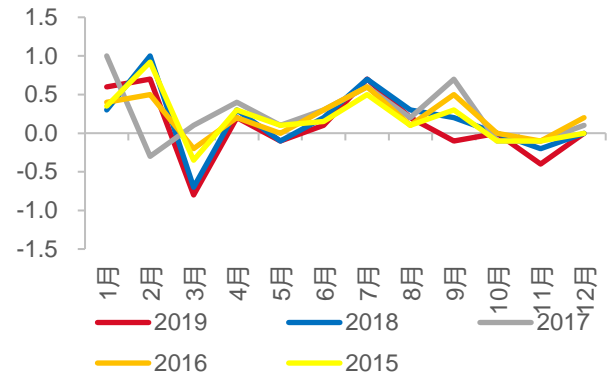
服务价格假期后季节性回落。2023年以来假期前后的服务价格波动总体是加大的，以4月环比减5月环比来衡量，2023年及2024年前后两个月的差值均为0.4%，2015-2019年期间两者差值平均为0.27%。从同比的表现来看，服务消费自2023年3月以来一直强于消费品。

图5 2021、2023、2024年CPI服务环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

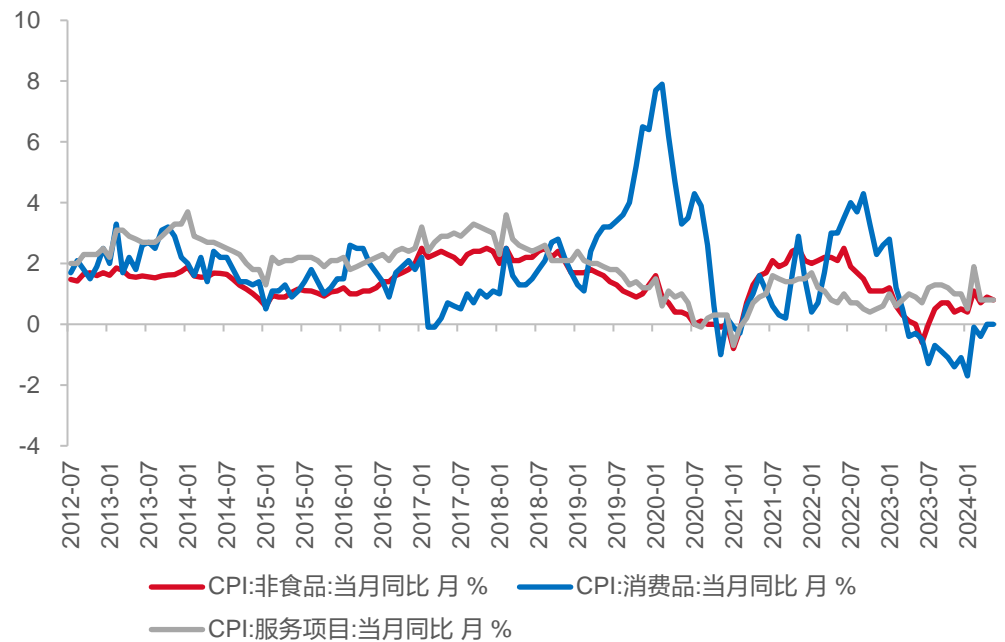
图6 2015-2019年CPI服务环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

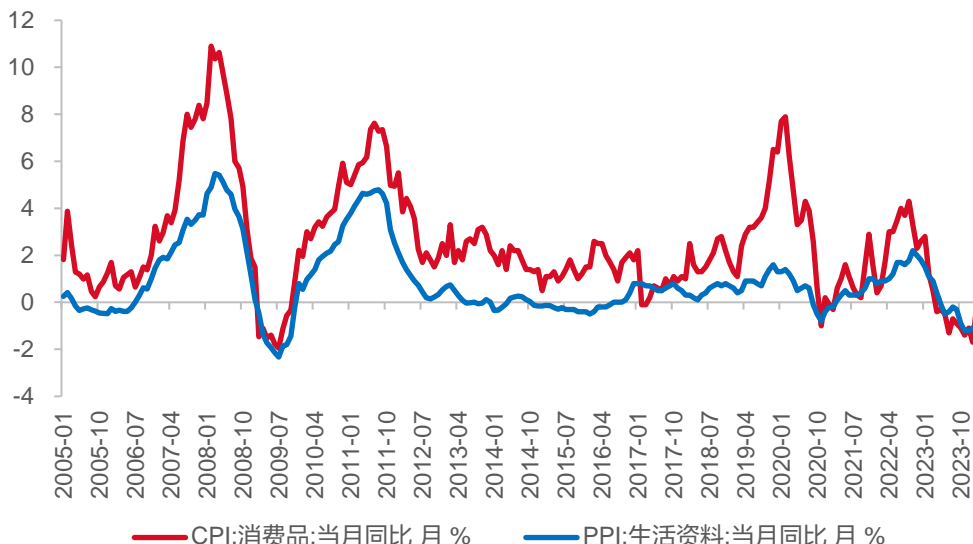
关注消费品价格是否脱离低位。CPI中消费品价格与PPI中生活资料价格具有较好的同步性，关联性上主要反映出PPI对CPI的传导，决定上游成本上升是否能顺利传导。积极的一点是消费品价格已经连续两个月告别负增长（4、5月同比均为0%），但同比水平仍然位于历史低位。

图7 CPI消费品、服务同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 CPI 消费品与 PPI 生活资料同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

## 2.PPI 回升的三条线索

PPI 超季节性回升是积极的信号。5 月 PPI 同比降幅大幅收窄, 除了基数明显回落的原因外, 环比 0.2% 也略超季节性 (近 5 年同期均值 0.12%), 同时结束了去年 11 月以来的 6 连降。

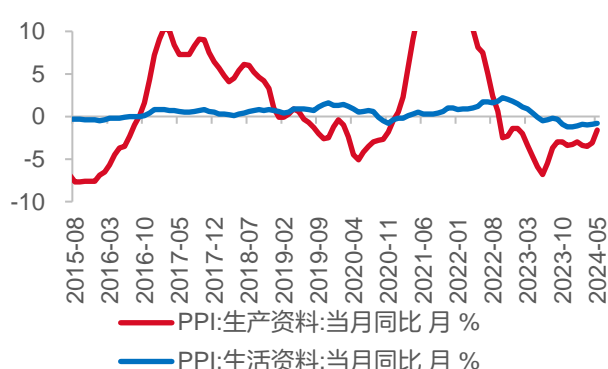
PPI 回升的三条线索。1. 输入性价格上涨。从结构上来看, 主要受生产资料价格的上涨带动 (环比 0.4%), 进一步拆分来看, 原料环比上涨 0.9%, 采掘、加工环比分别上涨 0.2% 和 0.1%。而原料价格上涨的主要原因在于国际铜价的上涨, PPIRM 有色金属材料类价格 5 月环比 3.6%, 有色金属加工环比上涨 3.9%。2. 政策见效, 预期转好。受设备更新等政策推动, 钢材市场的预期向好, 影响黑色金属加工环比转涨 0.8%, 同比降幅收窄 4.8 个百分点。3. 季节性需求转好。煤炭逐步进入需求旺季, 叠加主产地供应偏紧, 煤炭开采环比转涨 0.5%, 同比降幅收窄 5.2 个百分点。

图9 PPI 当月同比, %



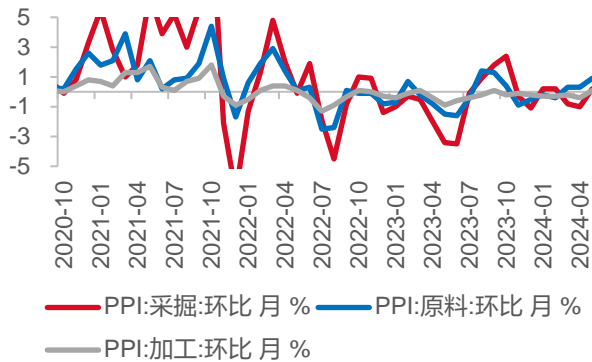
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 PPI 生产和生活资料类同比, %



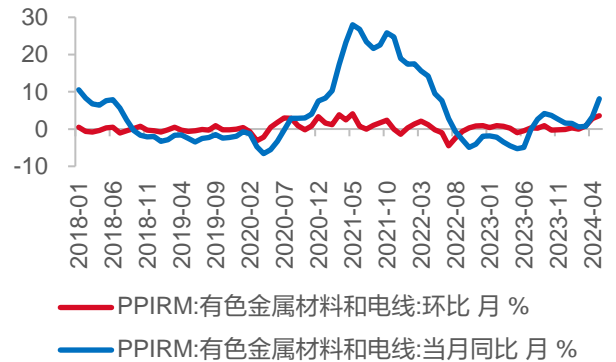
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图11 PPI 采掘、原料、加工环比，%



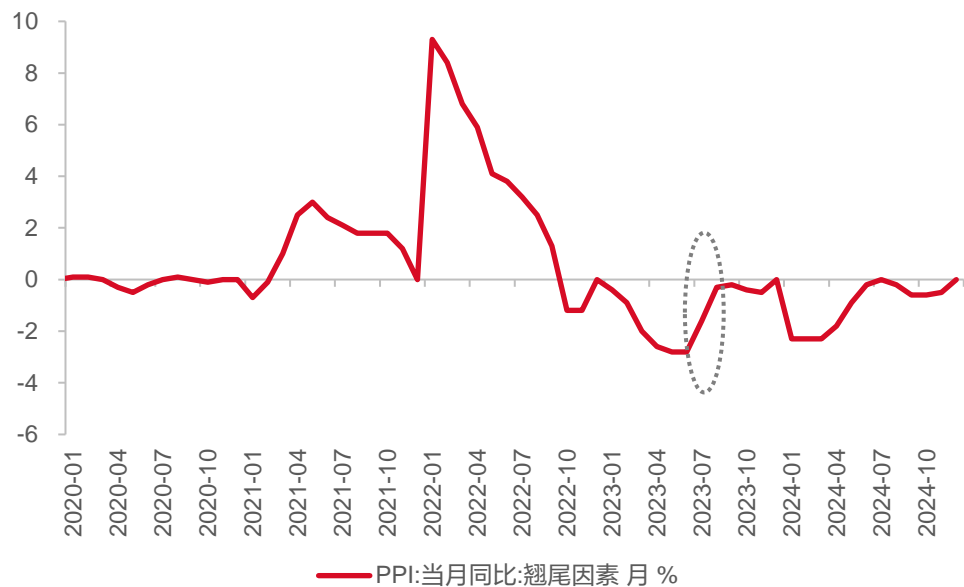
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图12 PPIRM 有色金属材料和电线当月同比及环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图13 PPI 当月同比翘尾因素，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 3.核心观点

5月通胀数据中，PPI的回升是积极的信号，CPI整体表现偏平淡，但也依然连续两个月超季节性。往后看，CPI中需要关注代表下游需求的消费品价格表现，PPI需要关注7月后回升的斜率是否仍高，因为基数回落的影响将告一段落。总体来看，通胀水平温和回升的这一趋势确定性相对较强，有利于名义GDP增速以及整体企业利润增速的回升。

### 4.风险提示

政策落地不及预期，可能导致制造业以及基建投资无法延续较好的表现，消费无法进一步恢复，进而影响整个经济的修复。

房地产继续下行风险，可能导致相关产业链价格持续回落，进而影响整体PPI修复进程。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089