

2024 年 6 月 12 日

## 中国宏观

### CPI 动能偏软，PPI 环比转正—中国 5 月通胀数据点评

中国 5 月 CPI 同比 0.3%，预期 0.4%，前值 0.3%；5 月 CPI 环比 -0.1%，预期 0%，前值 0.1%。中国 5 月 PPI 同比 -1.4%，预期 -1.5%，前值 -2.5%。5 月 PPI 环比 0.2%，前值 -0.2%。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1849

#### ⊕ 5 月通胀数据仍反映了生产端优于需求端，内需仍待巩固：

- \* 一方面，反映居民内需的核心 CPI 仍待改善，当前核心 CPI 受假期因素影响较大，与假期出行的热度一致，而反映居民持续需求的消费品等价格仍待支撑，其中部分受家电更新、新能源车降价等因素影响，以及强地产刺激措施对于需求的提振仍需时间显现。
- \* 另一方面，PPI 环比改善明显，特别是上中游材料价格显著上升，但从 5 月制造业 PMI 来看，出厂价格提升有限，价格传导不畅，主要还是受到产能因素影响，使得部分工业企业利润空间可能受到挤压。预计随着中国地产刺激政策的逐步显效，叠加特别国债陆续发行、以及地方债发行加快，基建等实物工作量逐渐上升，有望带动黑色系商品、建材、木材等价格回升。同时，在全球制造业景气度提升，以及欧美补库周期阶段性开启的形势下，外需有望维持一定的韧性，叠加前期 PPI 的低基数，预计后续 PPI 同比改善空间相对较大。

#### ⊕ CPI 同比持平，环比由升转降；核心 CPI 环比亦由正转负，主要受到假期因素影响。

- \* 食品价格上涨。5 月 CPI 食品价格环比由上月下降 0.1% 转为持平，而同比则下降 2.0%，较上月收窄 0.7 个百分点。受南方暴雨天气、蛋鸡夏季产蛋率下降等季节性因素影响，鲜果和鸡蛋分别环比上涨 3.0% 和 2.7%。猪肉价格环比大幅上涨 1.1%，值得注意的是，生猪价格自 5 月以来正在快速上涨，6 月首周价格同比涨超 15%，创 18 个月以来的新高。全国能繁母猪存栏量已经连续 16 个月环比下降，在去产能取得进展的推动下，预计后续猪肉价格上涨仍有支撑。
- \* 能源价格回落。受国际油价变动影响，中国汽油价格环比下降 0.8%，燃料价格已连续三个月环比回落。但随着近期国际油价边际上有所反弹，预计对 6 月 CPI 的拖累将有所转弱。
- \* 核心 CPI 再度转负，假期出行退潮是主因。5 月核心 CPI 环比下降 0.2%，上月为上涨 0.2%。受 5 月出行热度减退，服务价格中的旅游、交通分项出现明显回落，两项价格环比分别降 0.8% 和 0.6%，而房租价格环比仍为 -0.1%。商品价格维持平稳，环比下降 0.1% 与上月一致，其中耐用消费品环比跌幅由 -0.1% 扩大至 -1.1%，反映内需仍待巩固。

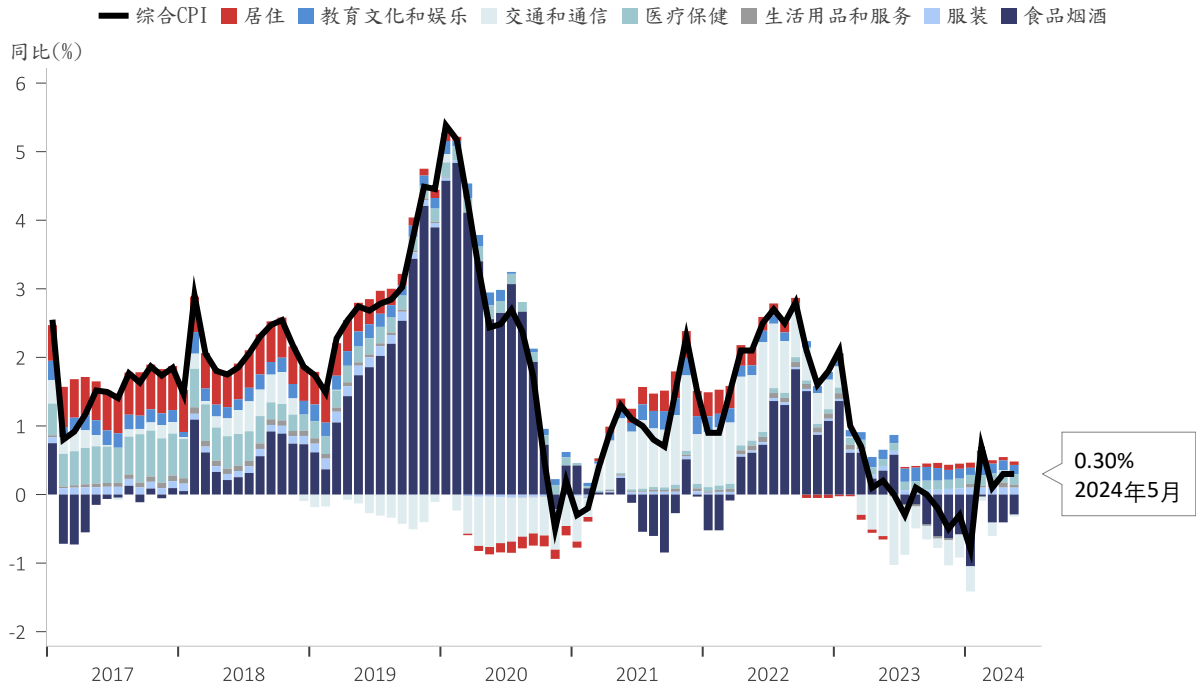
- ⊕ **大宗价格上涨带动下，PPI 同比降幅收窄，环比由跌转涨，结束连续6个月下降趋势。**其中，生产资料价格环比上涨0.4%，上月为下降0.2%；生活资料价格环比下降0.1%，降幅与上月相同。
- \* **能源价格降、材料价格升。**国际油价回落带动石油和天然气开采业价格下降2.1%。同时，中国煤炭主产地供应偏紧，“迎峰度夏”补库需求陆续释放，煤炭开采和洗选业价格环比涨0.5%。近期受国际大宗商品价格传导，以铜为主的有色金属价格快速上涨，冶炼价格迅速上升，其中铜冶炼、铝冶炼、金冶炼价格环比上涨7.0%、3.4%、2.8%。黑色金属价格上涨滞后显现在5月PPI中。在大规模设备更新等政策逐步落地见效，钢材市场预期向好，黑金冶炼及加工价格环比上涨0.8%。
  - \* **装备制造业景气度不一**，电气机械和器材制造业、计算机制造价格分别环比上涨0.7%、0.1%。全球电子、半导体等设备的高景气度下，5月集成电路出口亦实现量价齐升。而受产能因素影响，锂离子电池制造、新能源车整车制造价格环比下降0.5%、0.2%，亦反映在出口数据中的量增价减。

图表 1: 中国 CPI 同比及环比走势

	权重	CPI 同比				CPI 环比			
		05/2024	04/2024	03/2024	02/2024	05/2024	04/2024	03/2024	02/2024
综合CPI	100.0	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.1	0.1	-1.0	1.0
核心		0.6	0.7	0.6	1.2	-0.2	0.2	-0.6	0.5
商品		0.0	0.0	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.9	1.1
服务		0.8	0.8	0.8	1.9	-0.1	0.3	-1.1	1.0
食品、饮料和烟草	29.0	-1.0	-1.4	-1.4	-0.1	0.0	-0.7	-2.2	2.2
食品		-2.0	-2.7	-2.7	-0.9	0.0	-1.0	-3.2	3.3
谷物		0.5	0.5	0.5	0.3	-0.2	-0.2	0.1	-0.1
油与脂肪		-5.1	-5.3	-5.3	-5.4	-0.3	-0.4	0.0	-0.6
肉类		-2.2	-3.2	-4.3	-2.9	-0.4	-0.8	-3.9	3.4
猪肉		4.6	1.4	-2.4	0.2	1.1	0.0	-6.7	7.2
牛肉		-12.9	-10.4	-8.4	-6.9	-3.6	-2.7	-2.3	-0.3
羊肉		-7.5	-6.8	-6.0	-4.2	-1.2	-1.3	-1.7	1.3
鸡蛋		-7.4	-10.6	-8.9	-5.1	2.2	-2.0	-3.8	-2.2
水产		0.1	0.2	1.2	4.1	-0.1	-0.5	-3.5	6.2
新鲜蔬菜		2.3	1.3	-1.3	2.9	-2.5	-3.7	-11.0	12.7
新鲜水果		-6.7	-9.7	-8.5	-4.1	3.0	-2.0	-4.2	4.3
奶及奶制品		-1.7	-1.8	-1.0	-1.5	0.0	-0.5	0.3	-0.4
烟草		1.1	1.2	1.2	1.3	0.0	0.1	0.1	0.1
酒类		-1.3	-1.0	-1.2	-1.3	-0.2	0.1	0.5	-0.9
服装	6.3	1.6	1.6	1.6	1.6	0.4	-0.1	0.6	-0.2
衣服		1.8	1.8	1.8	1.6	0.4	-0.1	0.6	-0.2
鞋类		0.7	0.8	1.0	1.2	0.4	-0.1	0.5	0.0
家用设施和服务	5.2	0.8	1.4	1.0	0.5	-0.7	0.4	0.0	-0.5
耐用消费品		-0.9	-0.3	-0.8	-0.1	-1.1	-0.1	-0.3	0.0
家居服务		1.8	1.7	1.8	2.0	0.1	0.0	-0.2	-1.7
医疗健康	10.2	1.5	1.6	1.5	1.5	0.0	0.2	0.1	0.4
中医		4.8	5.4	5.5	5.9	0.0	0.3	0.1	0.1
西医		-0.9	-0.7	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	0.0
医疗保健服务		1.8	1.9	1.7	1.6	0.1	0.3	0.2	0.6
运输和通讯	15.4	-0.2	0.1	-1.3	-0.4	-0.8	1.0	-1.4	1.6
燃料		6.3	6.9	2.2	0.8	-0.9	-0.6	-0.7	0.1
交通运输		-4.7	-4.3	-4.6	-5.4	-0.8	2.9	1.1	1.9
车辆使用及维护		0.4	0.3	0.4	2.9	0.0	-0.1	-2.4	2.6
通讯设施		-2.5	-2.9	-2.4	-2.1	-0.4	-0.9	-0.3	-1.1
通讯服务		-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
邮政服务		-0.5	-0.3	-0.4	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.1
文娱教育	8.0	1.7	1.8	1.8	3.9	-0.1	0.5	-2.1	1.7
教育		1.8	1.7	1.7	1.7	0.0	0.0	0.1	0.0
旅游		4.2	4.1	6.0	23.1	-0.6	2.7	-14.2	13.1
居民服务	25.1	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.0
房租		-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.0
水电燃气		0.8	0.6	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0

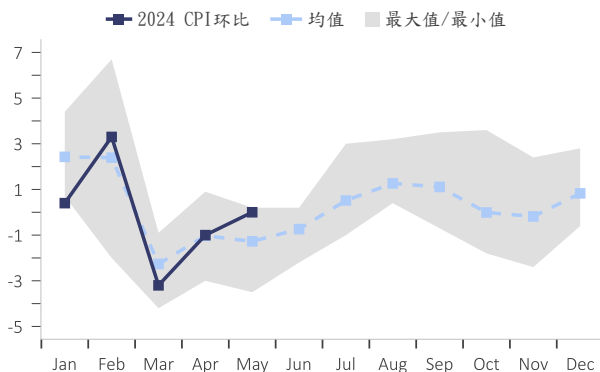
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 中国 CPI 及分项贡献情况



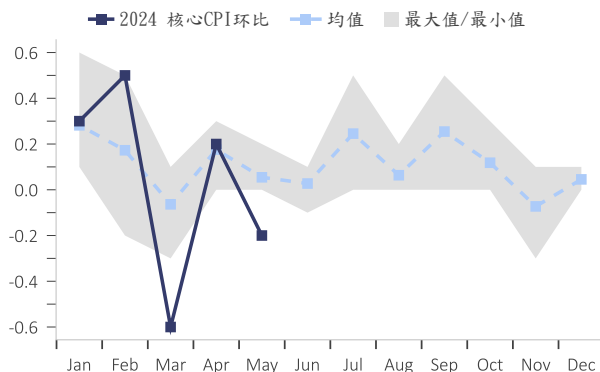
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: CPI 环比



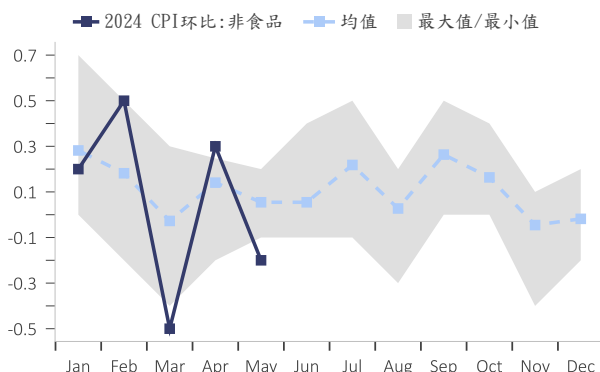
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 核心 CPI 环比



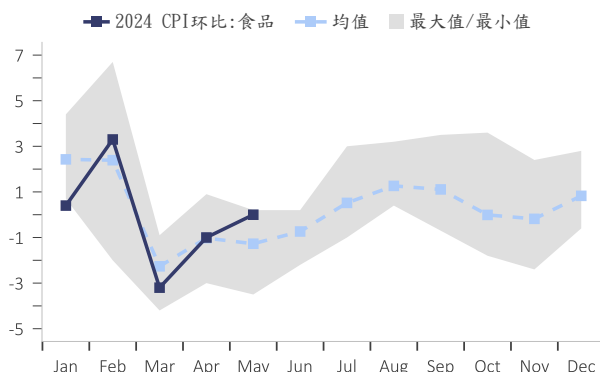
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 非食品价格环比



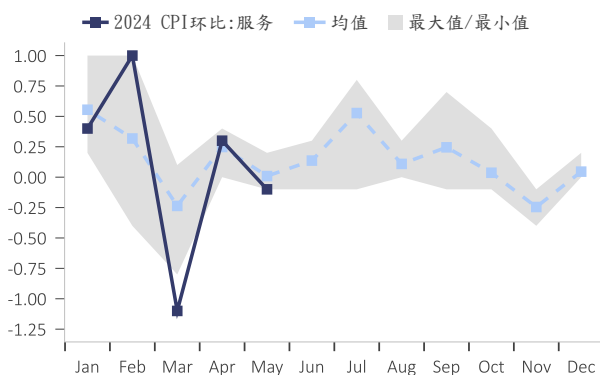
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 食品价格环比



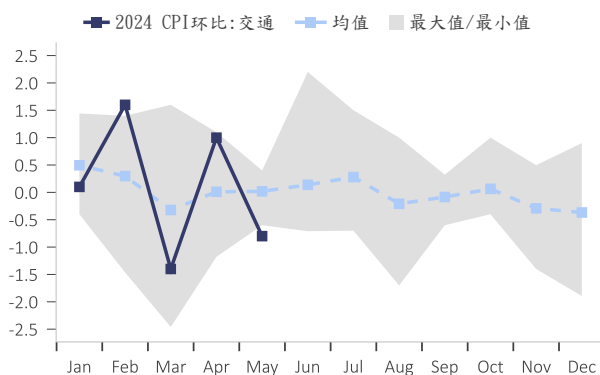
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 服务价格环比



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 交通价格环比



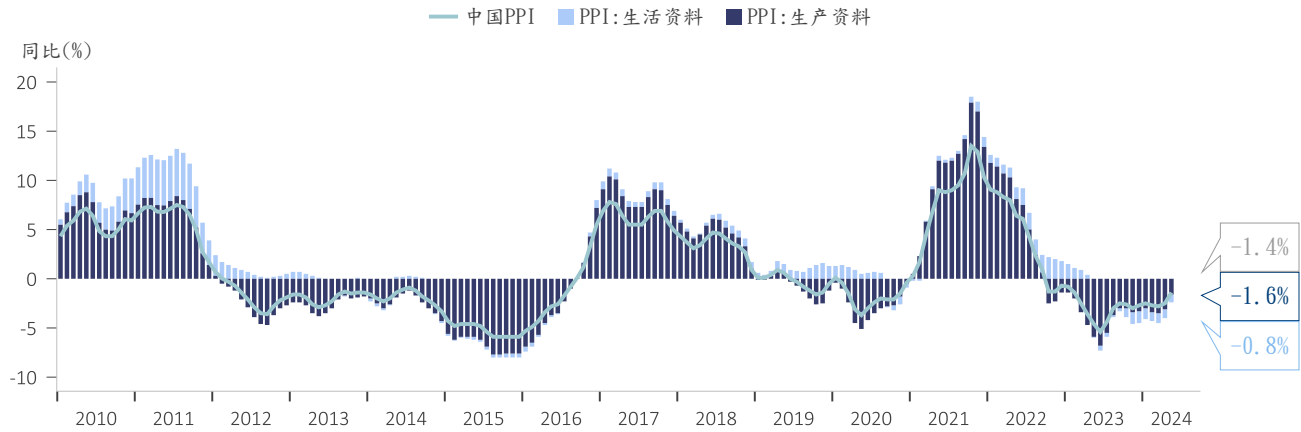
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 中国 PPI 同比及环比分项走势

	PPI 同比				PPI 环比			
	05/2024	04/2024	03/2024	02/2024	05/2024	04/2024	03/2024	02/2024
PPI	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	0.2	-0.2	-0.1	-0.2
生产资料	-1.6	-3.1	-3.5	-3.4	0.4	-0.2	-0.1	-0.3
采掘工业	0.5	-1.9	-2.9	-3.4	0.9	0.3	0.3	-0.4
原材料工业	-1.5	-1.8	-1.9	-1.7	0.0	-0.2	-0.1	-0.1
加工工业	-2.6	-3.6	-3.6	-3.2	0.1	-0.4	-0.2	-0.3
生活资料	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
食品	-0.7	-0.8	-1.3	-0.9	-0.2	-0.1	-0.4	0.0
衣着	0.4	0.3	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0	-0.1
一般日用品类	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.3	0.0	-0.2
耐用消费品类	-1.8	-1.9	-1.8	-1.9	-0.3	-0.5	0.0	0.0
能源	-2.1	-4.3	-4.9	-6.6	0.2	-1.4	0.7	-0.3
化工	-2.9	-4.3	-5.4	-5.6	0.1	0.1	-0.1	-0.2
有色	8.1	3.3	0.7	0.6	3.6	2.8	0.8	0.0
黑色	-3.1	-5.5	-4.1	-1.5	0.2	-1.8	-1.6	-0.3
建材	-8.4	-8.5	-7.2	-6.5	-0.5	-1.2	-0.6	-0.5
木材	-1.8	-3.4	-4.6	-5.4	0.2	-0.1	0.0	-0.2
纺织	0.3	0.5	0.5	0.0	-0.1	0.0	0.3	0.0
农副	-1.2	-4.8	-5.8	-5.5	0.2	-1.0	-0.8	0.2
半成品	-4.6	-5.2	-6.0	-5.3	-0.4	-0.3	-0.6	-0.5

资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 10: 中国 PPI 及分项贡献



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 11: PPI 与制造业物价指数



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 12: 国际大宗商品价格上涨推升 PPI



资料来源: Macrobond, 交银国际

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**



## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。