

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

相关报告

投资要点

■ 事件：统计局公布，2024年5月CPI同比上涨0.3%，环比下降0.1%；PPI同比下降1.4%，环比上涨0.2%。我们点评如下：

■ 5月CPI同比0.3%（前值0.3%），低于市场预期值0.4%。八大项中，食品价格上涨支撑CPI，生活用品及服务、交通通信价格回落对CPI造成拖累：

第一，猪价、菜价上涨推升食品CPI，成为5月份CPI的重要支撑因素。从食品烟酒分项来看，5月份猪肉CPI同比上行4.6%（前值1.4%），鲜菜CPI同比上行2.3%（前值1.3%），是食品CPI上行的主要推动因素。从高频数据来看，猪肉价格的上涨可以得到印证，5月份猪肉批发价同比上行7.7%，环比上行2.0%；但28种重点监测蔬菜的平均批发价同、环比分别回落3.1%和3.7%，与鲜菜CPI的走势出现背离。

第二，生活用品及服务分项同比上涨0.8%，相比前值（1.4%）回落幅度较大。其中，家用器具是主要拖累因素，同比回落0.9%，前值为-0.3%，或反映前期家电以旧换新政策生效，带动家电价格回落。

第三，交通通信分项同比回落0.2%，前值为+0.1%。其中，交通工具（-4.7%）、交通工具使用燃料（6.3%）、邮递服务（-0.5%）同比增速均相比4月份有所回落，幅度分别为0.4、0.6、0.2个百分点。影响交通工具用燃料价格的原因主要是国际油价、燃气价格等，5月份布伦特原油价格中枢相比4月份回落，但仍明显高于去年同期，交通工具使用燃料价格回落可能与旅游、出行需求回落以及新能源汽车的逐渐普及有关。5月份旅游CPI环比回落0.6%，增速低于2020-2022年同期，与2023年持平。

■ CPI环比回落0.1%，其中食品项环比增速为0，非食品项环比回落0.2%；消费品、服务均环比回落0.1%；核心CPI环比回落0.2%。八大项中，环比回落幅度最大的是生活用品及服务中的家用器具分项（-1.1%）以及交通通信中的交通工具（-0.9%）和交通工具用燃料（-0.8%）分项，与同比增速的拖累项基本一致。

■ 5月份核心CPI同比增速降至0.6%（前值为0.7%），或反映居民消费需求有所下降。通常来说，CPI同比增速主要由猪价和油价驱动，“猪油共振”下CPI同比增速通常回升，但在5月份猪肉乃至食品价格进一步回升、油价持续同比增长的情况下，CPI同比增速保持不变，原因是剔除掉食品和能源的核心CPI同比增速走弱，或反映剔除影响终端消费品价格的外部价格冲击后，居民非必需消费的需求有所下降。

■ 5月PPI同比下降1.4%（前值-2.5%），降幅收窄，主要由中上游价格上涨驱动。从分项来看，生产资料价格同比增速由-3.1%回升至-1.6%，生活资料价格同比增速由-0.9%回升至-0.8%，主要由上游工业品价格降幅收窄所驱动，而与中下游关系更为密切的生活资料价格的变动并不明显，因此对CPI的传导影响较小。在主要行业中，煤炭采选、油炭加工、黑色冶金、有色冶金等中上游行业价格分项相比前值回升幅度较大。高频数据同样显示5月份工业原料价格回暖，5月CRB工业原料现货指数同比增速为1.2%，自2022年6月份以来再度回正；5月份螺纹钢、环渤海动力煤、水泥价格同比增速分别为-1.7%、-2.0%、-16.4%，降幅均有所收窄。

■ 6月份CPI能否持续增长？我们认为CPI同比增速有望持续回升。从影响CPI最主要的两个因素，即猪肉价格和原油价格来看，首先，从6月份已经发布的猪肉批发价格来看，猪价仍处在上行区间，而2023年同期猪肉价格小幅下行，因此猪肉CPI同环比上行的可能性较大。其次，从原油价格来看，6月份（截至11日）原油价格小幅抬升，并高于去年同期。因此，猪肉价格、原油价格预计仍对CPI同比有支撑，CPI同比增速有望持续回升，但需继续关注油价走势的扰动与国内消费回暖情况。

■ PPI同比降幅预计继续收窄。CRB工业原料现货指数同比变动通常领先于PPI同比变动，当前原料价格仍处在上行周期，预计6月份PPI同比降幅继续收窄。

■ 5月份，CPI同比增速在食品项的支撑下维持不变，核心CPI回落；PPI同比降幅收窄，主要受上游领域价格上升驱动。简单认为实际利率=名义利率-物价，若以剔除能源和食品的核心CPI来衡量物价，则当前实际利率仍处于较高水平，即企业和居民实际的融资成本较高。政策层面，潘功胜行长在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上答记者问上明确表示，“我们将把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量”。考虑到当前物价回升、内生融资需求并不乐观，年内政策利率下调仍可期待。

■ 风险提示：猪肉价格、原油价格超预期波动，数据更新不及时等。

图表目录

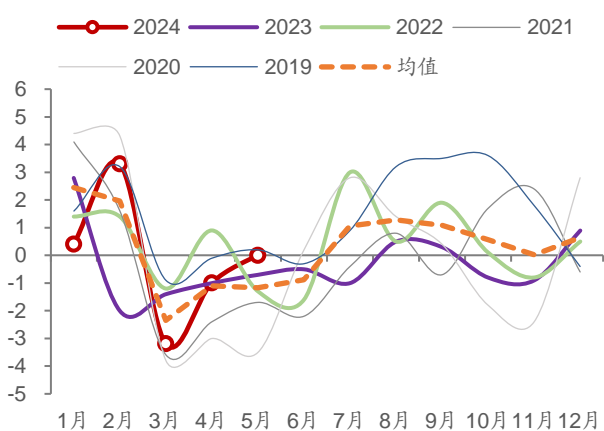
图表 1: 通胀数据概览 (%)	- 3 -
图表 2: CPI 食品环比增速回升 (%)	- 3 -
图表 3: 5 月份 CPI 旅游环比增速回落至-0.6% (%)	- 3 -
图表 4: CPI 八大类同比增速 (%)	- 4 -
图表 5: 食品烟酒分项同比增速 (%)	- 4 -
图表 6: 猪肉 CPI 环比上行 (%)	- 4 -
图表 7: 5 月猪肉批发价同、环比均回升 (元/公斤)	- 4 -
图表 8: 5 月份原油价格回落, 但仍高于 2023 年同期 (美元/桶)	- 5 -
图表 9: PPI 主要行业同比增速 (%)	- 5 -
图表 10: 5 月 CRB 指数同比增速转正 (%)	- 5 -
图表 11: 5 月 PMI 原材料购进价格指数回升 (%)	- 6 -
图表 12: 5 月 PMI 制造业出厂价格回升 (%)	- 6 -
图表 13: 5 月份 CPI、PPI 同比增速剪刀差收窄 (%)	- 6 -
图表 14: 今年 6 月份猪肉批发价格呈上升趋势 (元/公斤)	- 6 -

图表 1: 通胀数据概览 (%)

CPI	2024-05	2024-04	2024-03	2023-05	2023-04	2023-03
CPI 环比	-0.1	0.1	-1.0	-0.2	-0.1	-0.3
CPI 同比	0.3	0.3	0.1	0.2	0.1	0.7
食品	-2.0	-2.7	-2.7	1.0	0.4	2.4
非食品	0.8	0.9	0.7	0.0	0.1	0.3
核心 CPI	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
三分法 CPI						
食品	-2.0	-2.7	-2.7	1.0	0.4	2.4
工业消费品	0.8	1.1	0.7	-0.8	-0.9	-0.1
服务	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	0.8
PPI	2024-05	2024-04	2024-03	2023-05	2023-04	2023-03
PPI 环比	0.2	-0.2	-0.1	-0.9	-0.5	0.0
PPI 同比	-1.4	-2.5	-2.8	-4.6	-3.6	-2.5
生产资料	-1.6	-3.1	-3.5	-5.9	-4.7	-3.4
生活资料	-0.8	-0.9	-1.0	-0.1	0.4	0.9

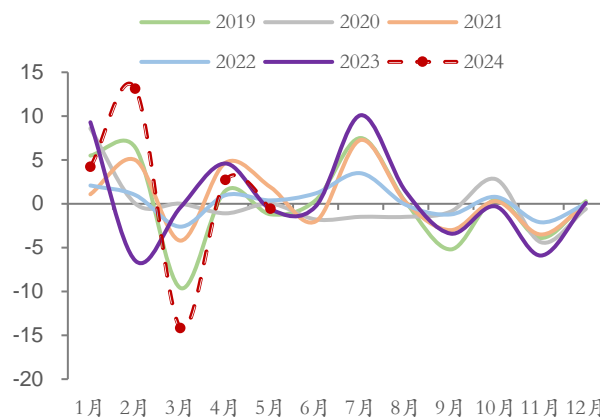
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: CPI 食品环比增速回升至 0 (%)



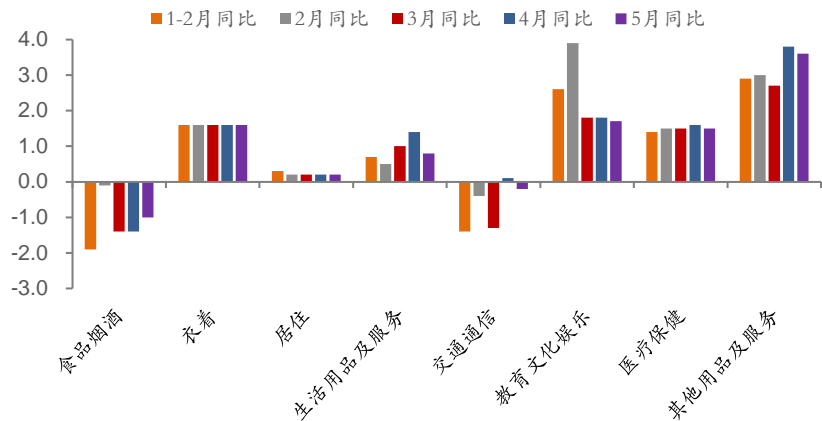
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 5月份 CPI 旅游环比增速回落至-0.6% (%)



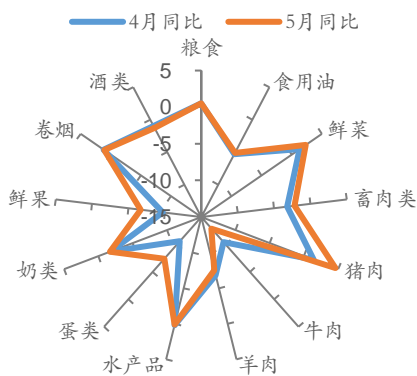
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: CPI 八大类同比增速 (%)



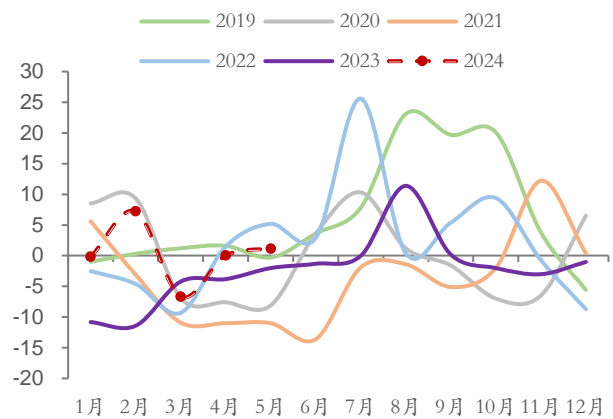
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 食品烟酒分项同比增速 (%)



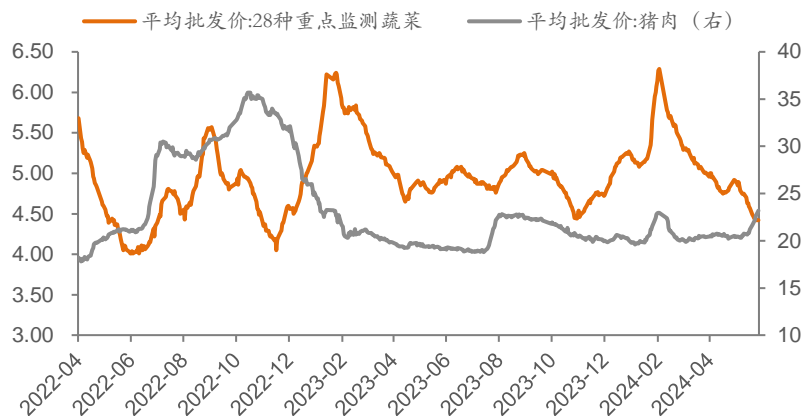
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 猪肉 CPI 环比上行 (%)



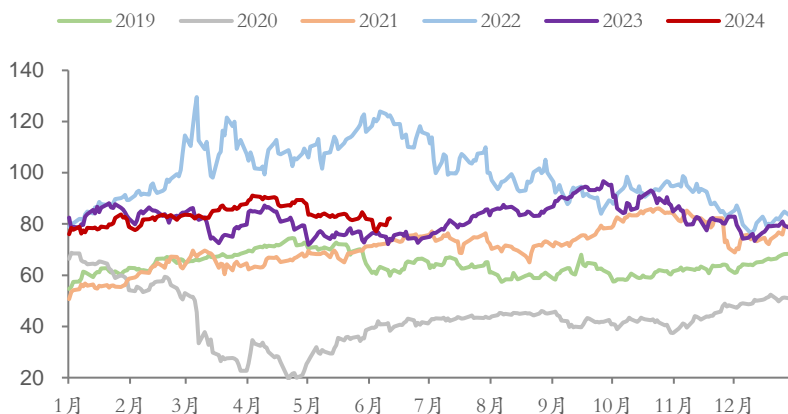
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 5月猪肉批发价同、环比均回升 (元/公斤)



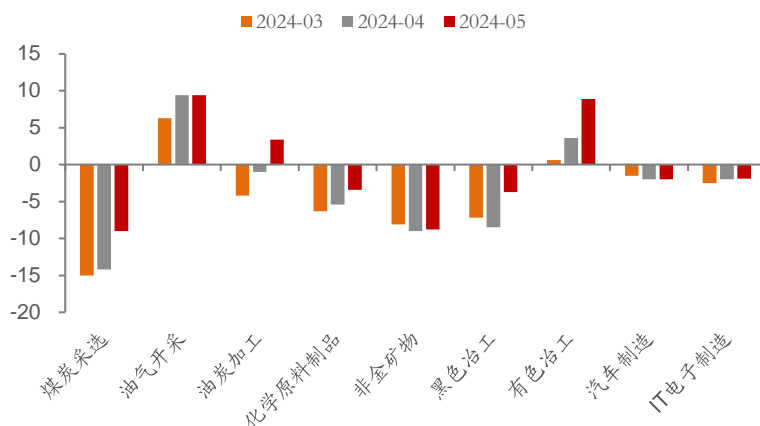
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 5 月份原油价格回落, 但仍高于 2023 年同期 (美元/桶)



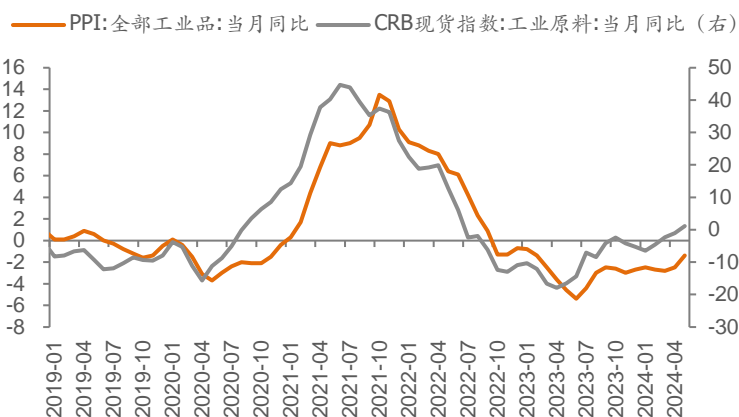
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: PPI 主要行业同比增速 (%)



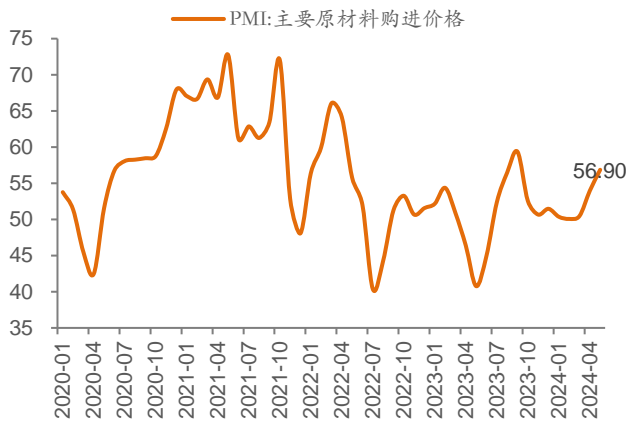
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 5 月 CRB 指数同比增速转正 (%)



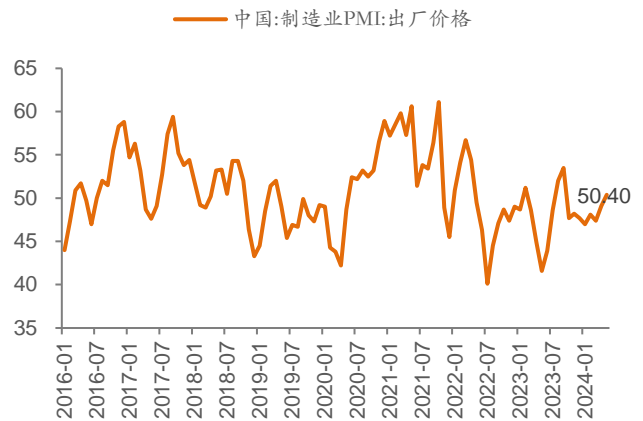
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 5 月 PMI 原材料购进价格指数回升 (%)



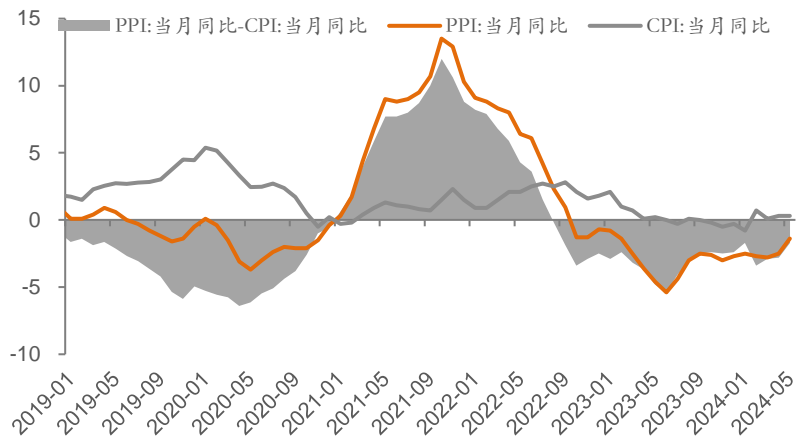
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 12: 5 月 PMI 制造业出厂价格回升 (%)



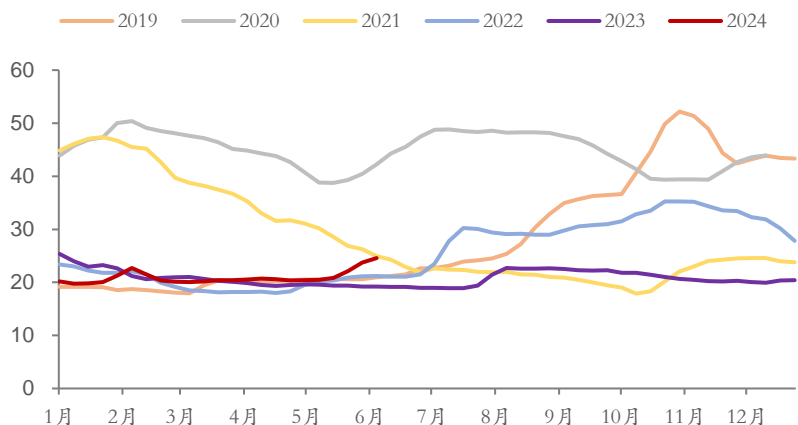
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 13: 5 月份 CPI, PPI 同比增速剪刀差收窄 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 14: 今年 6 月份猪肉批发价格呈上升趋势 (元/公斤)



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示: 猪肉价格、原油价格超预期波动, 数据更新不及时等。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。