

## 低基数叠加产能压缩推动 5 月 PPI 同比降幅明显收窄，消费不旺导致 CPI 同比延续低位

——2024 年 5 月物价数据点评

研究发展部总监 冯琳

**事件：**根据国家统计局公布的数据，2024 年 5 月，CPI 同比为 0.3%，上月为 0.3%；5 月 PPI 同比为-1.4%，上月为-2.5%。

### 基本观点：

5 月 CPI 同比上涨 0.3%，连续 4 个月保持正增长，涨幅与上月持平，基本符合市场预期。其中，猪肉、鲜果等价格走高带动食品 CPI 同比降幅收窄，而汽车“价格战”加剧导致扣除能源的工业消费品价格涨幅回落，两者形成对冲效应，加之当月服务价格涨幅未发生变化，共同推动 5 月 CPI 同比保持不变。整体上看，5 月 CPI 同比仍延续低位，背后的主要原因是消费需求不振，下一步宏观政策在促消费方面有较大空间。展望未来，近期受产能压缩影响，猪肉价格正在快速上涨，估计 6 月猪肉价格同比涨幅有望显著扩大至两位数，但可持续性有待观察。我们预计，在整体消费需求不旺的局面难有明显变化的背景下，预计 6 月 CPI 同比将继续处在 0.3%左右。

PPI 方面，主要受产能压缩带动煤炭、钢铁、水泥等大宗商品价格转向小幅上行拉动，5 月 PPI 环比上涨，结束了此前连续六个月的环比下跌局面，加之去年同期基数快速下沉，当月 PPI 同比跌幅大幅收敛。我们预计，6 月 PPI 同比跌幅将收窄至-0.6%左右，三季度同比有望转正。不过，在房地产行业处于调整阶段，工业品“供强需弱”格局还会持续一段时间的背景下，下半年 PPI 同比转正后仍将处在低位运行状态。

### 具体来看：

一、5 月 CPI 同比上涨 0.3%，连续 4 个月保持正增长，涨幅与上月持平，基本符合市场预期。其中，猪肉、鲜果等价格走高带动食品 CPI 同比降幅收窄，而汽车“价格战”加剧导致扣除能源的工业消费品价格涨幅回落，两者形成对冲效应，加之当月服务价格涨幅未发生变化，共同推动 5 月 CPI 同比保持不变。整体上看，5 月 CPI 同比仍延续低位，背后的主要原因是消费需求不振。下一步宏观政策在促消费方面有较大空间。

食品价格方面，主要受去年下半年以来的产能去化效果显现影响，5 月猪肉价格环比小幅上扬，同比

涨幅由上月的 1.4% 扩大至 4.6%。与此同时，受南方暴雨天气影响，5 月鲜果价格环比大幅上涨 3.0%，同比降幅收窄，而在上年同期价格基数走低带动下，尽管当月鲜菜价格季节性回落，但同比涨幅也有所扩大。以上共同拉动近期对 CPI 拖累较大的食品价格同比降幅由上月的 -2.7% 收窄至 -2.0%，好于市场普遍预期。

非食品价格方面，受需求预期转弱影响，近期国际原油价格持续下跌，5 月国内成品油价格下调。不过，在去年同期价格基数走低带动下，当月汽油、柴油价格同比涨幅与上月相比变化不大。值得注意的是，5 月汽车“价格战”加剧，交通工具 CPI 环比降幅达到 0.9%，比上月扩大 0.3 个百分点，创近一年来最大环比降幅。这带动 5 月交通工具 CPI 同比降幅达到 -4.7%，比上月扩大 0.4 个百分点，是拖累本月 CPI 同比涨幅的重要因素。国家统计局公布的数据显示，5 月新能源小汽车和燃油小汽车价格同比分别下降 6.9% 和 5.2%，降幅均有扩大，造成 5 月扣除能源的工业消费品价格同比仅上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。

服务价格方面，“五一”长假后旅游出行需求大幅回落，机票、酒店、景区消费等价格环比季节性下行，但同比涨幅仍保持较高水平。这带动当月服务价格 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅与上月持平，显示当前服务消费偏旺对整体物价水平的拉动效应依然明显。

整体上看，5 月 CPI 同比连续第四个月保持正增长，意味着通缩风险进一步缓和。不过，从最新物价增长动能来看，5 月 CPI 环比微降 0.1%，不及 2023 年以来的月度平均水平。另外，5 月剔除波动较大的食品、能源价格，更能体现基本物价水平的核心 CPI 同比为 0.6%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，继续处于明显偏低水平。以上都意味着 2023 年初以来物价上涨动能偏弱状况仍在延续。

当前物价水平偏低的背后是受楼市低迷、疫情疤痕效应等影响，当前居民消费信心偏低。国家统计局最新数据显示，2024 年 4 月消费者信心指数为 88.2，环比下行 1.2，继续明显低于 100 的中值水平。另外，当前居民可支配收入增速下滑的影响也不容低估。首先，根据国家统计局公布的数据，2024 年一季度城镇居民人均可支配收入同比增速为 5.3%，虽较去年全年增速反弹 0.2 个百分点，但继续明显低于过去 10 年平均 7.1% 的增长水平；而财政部公布的税收数据显示，1-4 月个人所得税累计同比为 -7.0%，剔除 2023 年 8 月开始实施的减税因素影响，同比也为 -2.9% 左右。考虑到个人所得税主要面向城市中产阶级征收，这意味着作为当前消费的主力军，城市中产阶级的收入状况不容乐观。由此，在商品和服务供应比较稳定的背景下，消费需求不足是现阶段物价水平明显偏低的主因。这也是近期政策面出台汽车、家电、家装等耐用消费品以旧换新措施、大力促消费的主要原因。

展望未来，近期受产能压缩影响，猪肉价格正在快速上涨，估计 6 月猪肉价格同比涨幅有望显著扩大至两位数，但可持续性有待观察，而且这种涨幅扩大势头也会在很大程度上被蔬菜价格的同比下跌所抵消。

我们预计，6月成品油价格会继续下调，汽车“价格战”也还会延续。在整体消费需求不旺的局面难有明显变化的背景下，预计6月CPI同比将继续处在0.3%左右。

当前物价水平偏低状况需要高度重视，重点是要着力避免形成“低物价、低收入、低消费”循环。我们判断，接下来决定居民消费价格走势的最重要因素将是楼市何时企稳回暖。这对当前居民消费信心的影响最大。另外，各地在较大力度落实耐用消费品以旧换新的同时，地方财政部门还会加大消费券、消费补贴发放力度，在一定程度上弥补城镇居民收入增速下行带来的影响。我们判断，在物价水平偏低背景下，着眼于做好逆周期调节，有效提振内需，三季度货币政策降息降准都有空间。

**二、主要受国内定价的煤炭、钢铁、水泥等大宗商品和工业品价格转向小幅上行拉动，5月PPI环比实现上涨，结束了此前连续6个月的环比下跌，加之去年同期基数快速下沉，当月PPI同比跌幅大幅收敛至-1.4%。**

5月PPI环比上涨0.2%（上月为下跌0.2%），结束了此前连续6个月的环比下跌，加之去年同期基数快速下沉，当月PPI同比跌幅从上月的-2.5%大幅收敛至-1.4%。

推动5月PPI环比转升的主要原因在于，近期国内定价的煤炭、钢铁、水泥等大宗商品和工业品价格转向小幅上行，这在很大程度上抵消了海外定价的国际原油及铜、铝等有色金属价格高位调整带来的影响。可以看到，5月煤炭开采和洗选业PPI环比上涨0.5%（上月为下跌3.0%），钢铁行业PPI环比上涨0.8%（上月为下跌2.5%），对PPI整体环比转升的拉动作用明显。同时，尽管近期国际原油及铜、铝等有色金属价格高位调整，但传导至国内并充分体现在国内工业品价格上会存在一定时滞。从细分行业PPI表现看，5月石油、煤炭及其他燃料加工业PPI环比涨幅持平上月于1.0%，化工行业PPI环比上涨0.1%（上月为下跌0.1%）、有色金属冶炼加工业PPI环比涨幅从上月的3.2%加快至3.9%。

但需指出的是，5月国内定价的煤炭、钢铁、水泥等价格反弹，主要由相关行业产能压缩所致，而非市场需求扩大。可以看到，1-4月原煤、粗钢、水泥产量同比分别下降3.5%、3.0%和10.3%。与此同时，5月官方制造业PMI中的新订单指数降至收缩区间，反映市场需求不足的制造业企业比重超过60%，明显处于偏高水平。背后是当前居民消费需求偏弱，以及房地产投资持续较大幅度下滑，分别对PPI中的生活资料价格和生产资料价格形成较大下行压力。

分大类看，5月生产资料PPI环比上涨0.4%（上月为下跌0.2%），同比跌幅从上月的-3.1%收敛至-1.6%。各分项中，采掘工业和加工工业PPI环比转升、同比跌幅收敛，原材料工业PPI环比涨幅扩大，同比实现回正。不过，5月生活资料PPI环比下跌0.1%，跌幅与上月持平，同比下跌0.8%，跌幅仅较上月小幅收敛0.1个百分点。截至5月，生活资料PPI已连续8个月环比下跌，核心原因在于居民消费信心不足，

消费需求不振，导致消费品出厂价格上涨动力不足——这也与5月核心CPI同比继续处于1%以下的低增长状态相印证。

展望后续，6月以来，国内煤炭、水泥价格继续上涨，但钢材价格弱势调整，同时国外定价的原油以及铜、铝等有色金属价格总体延续回落。由此判断，6月PPI环比涨势较难强于5月。不过，6月翘尾因素对PPI同比的拖累效应进一步减弱，这意味着6月PPI同比跌幅还将继续收敛。我们预计，6月PPI环比涨幅将回落至0.0%附近，同比跌幅将收窄至-0.6%，并有望在三季度实现小幅转正。

需要指出的是，尽管近期《2024—2025年节能降碳行动方案》发布，将在促进上游基础原材料行业产能压降方面发挥一定作用，但前期煤炭、钢铁、水泥产能压降已对相关省份一季度经济运行带来较大压力——作为煤炭大省，一季度山西GDP同比仅为1.2%，远低于5.3%的全国平均水平，各省市排名垫底——后期产能压降力度有望缓和，个别行业产能不排除转为扩张的可能。这意味着主要受工业品需求偏低、基础原材料行业产能难以进一步压缩影响，PPI同比在三季度转正后仍将处于低位运行状态。背后是房地产行业处于调整阶段，工业品“供强需弱”格局还会持续一段时间。在需求小于供给、产出缺口为负的背景下，即使后期原油等国际大宗商品价格上涨，也难以从根本上改变国内PPI低位运行状况。

#### 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。