

5月通胀温和回升，后续回升趋势有望延续

2024年5月通胀数据点评

报告摘要

5月CPI环比为-0.1%，高于过去10年（2014年至2023年）同月均值的-0.2%，同时，5月核心CPI环比为-0.2%，低于过去10年同月均值的+0.1%，显示去除食品和能源后，5月CPI弱于季节性。结合5月交通工具用燃料环比低于近10年同月均值的同时食品CPI环比明显高于近10年均值，可以发现5月CPI环比超越季节性的核心支撑是食品价格的回升速度较快。5月CPI同比录得+0.3%，与4月持平，略低于市场预期的+0.38%。5月核心CPI同比+0.6%，较上月-0.1PCTS。核心CPI同比下行的同时CPI上行，主要因为5月食品CPI下行幅度明显缩窄。

在核心CPI的环比和同比不算强势的情况下，5月关键商品价格，尤其是猪肉价格同比的回升对CPI环比和同比起到了重要支撑作用。往后看，预计后续CPI同比仍将继续上行，但上行速率预计较慢：其一，核心CPI恢复速率主要取决于我国内需的修复速度；其二，后续猪肉价格的向上趋势预计会对CPI同比形成较强的向上拉动作用；其三，今年三季度CPI翘尾因素的走低或对CPI同比起到一定压制作用，但四季度翘尾因素将上行，压制作用将减轻。

5月PPI同比-1.4%，较4月+1.1PCTS，PPIRM同比-1.7%，较4月+1.3PCTS。5月PPI环比+0.2%，较4月+0.4PCTS，PPIRM环比+0.3%，较4月+0.6PCTS。值得注意的是，PPI环比和PPIRM环比均为2023年10月以来首次转正，对工业生产和需求回升是一个相对积极的信号。

从工业子行业角度，5月出厂价格环比上行的行业主要集中在上游的有色开采及加工、化石燃料加工、黑色金属冶炼及加工业等。其中，有色金属总体上是国际市场定价，其价格表现的强势主因近期国际有色金属价格上行。黑色金属加工业2月到4月出厂价格连续3个月下行，5月属于触底反弹。化石燃料加工业价格环比上行主因国内进入运输出行旺季。

5月PMI数据显示当前工业生产的修复速度领先于工业需求，而5月上游原材料行业的价格环比修复领先下游制造业，进一步印证了这种态势。从去年末开始，工业产成品存货同比持续上行，结合当前国内政策持续推动内需修复以及国际流动性大概率逐步转松有利于提振全球需求，本轮库存周期有望继续向上，进而带动工业品价格上行趋势延续。结合今年下半年PPI翘尾因素总体较上半年有所抬升，预计下半年PPI同比将延续降幅逐渐缩窄的趋势。

主要数据

上证指数	3037.4675
沪深300	3544.1225
深证成指	9269.9358

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	

相关研究报告

出口延续同比高增，为经济复苏提供有力支撑	—2023-05-10
金融市场分析周报	—2023-05-09
流动性有望逐步由内松外紧转为内外皆松	—2023-05-08

风险提示：猪肉价格超预期大幅反弹、原油价格超预期大幅反弹

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

一、CPI 同比与上月持平，食品项拉动作用大

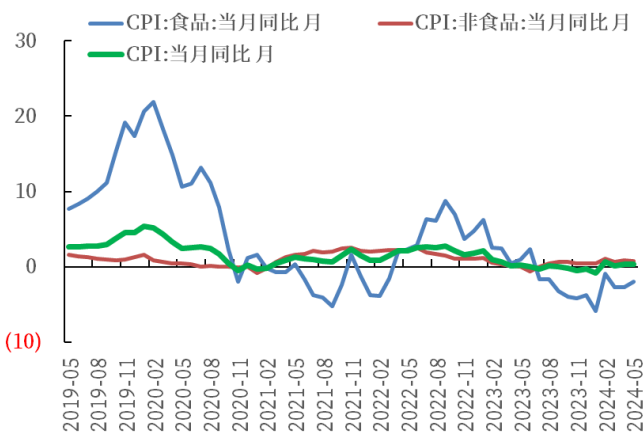
5月CPI环比为-0.1%，高于过去10年（2014年至2023年）同月均值的-0.2%，同时，5月核心CPI环比为-0.2%，低于过去10年同月均值的+0.1%，显示去除食品和能源后，5月CPI弱于季节性。结合5月交通工具用燃料环比低于近10年同月均值的同时食品CPI环比明显高于近10年均值，可以发现5月CPI环比超越季节性的核心支撑是食品价格的回升速度较快，具体来看，主要是鲜菜（5月环比-2.5%，近10年5月均值-9.5%）、猪肉（5月环比+1.1%，近10年5月均值-1.2%）和鲜果（5月环比+3.0%，近10年5月均值+0.74%）等价格环比表现强于季节性。

5月CPI同比录得+0.3%，与4月持平，略低于市场预期的+0.38%。5月核心CPI同比+0.6%，较上月-0.1PCTS。核心CPI同比下行的同时CPI上行，主要因为5月食品CPI下行幅度明显缩窄，具体来说主要是猪肉价格同比+4.6%，较上月+3.2PCTS，同时蛋类和鲜果同比分别录得-7.4%和-6.7%，分别较上月缩窄+3.2PCTS和+3.0PCTS。

5月核心CPI的环比和同比不算强势，显示当前时点消费仍有向上恢复空间。具体类别来说，从CPI8大分项同比看，主要是生活用品及服务类消费仍有待进一步恢复（5月CPI生活用品及服务类同比+0.8%，较上月-0.6PCTS）。另一方面，关键商品价格，尤其是猪肉价格同比的回升对CPI环比和同比起到了重要支撑作用。

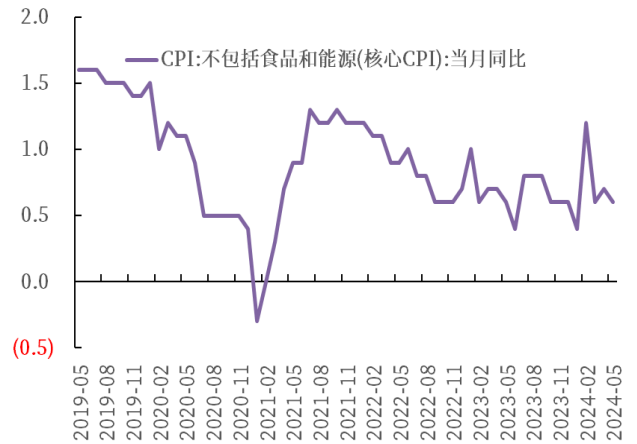
往后看，预计后续CPI同比仍将继续上行，但上行速率预计较慢：其一，核心CPI恢复速率主要取决于我国内需的修复速度。站在当前时点，后续内需的修复速率仍取决于稳内需政策的起效情况以及消费者信心的修复程度；其二，后续猪肉价格的向上趋势预计会对CPI同比形成较强的向上拉动作用。去年7月末到8月上旬，猪肉平均批发价格虽然出现短暂的上行，但从8月上旬开始再次开启缓慢下降。截止今年5月末，猪肉平均批发价格已经明显高于去年同期，同时，6月以来，5月中旬开启的本轮猪肉价格上行仍然在持续。截止6月12日，猪肉平均批发价格24.6元/公斤，明显高于去年同期的19.2元/公斤，也高于去年6月之后最高值的22.84元/公斤。结合截止今年4月能繁母猪存栏继续下降的趋势以及当前能繁母猪存栏数已经明显低于去年同期的事实，预计后续猪肉价格仍有向上空间，将对CPI同比起到重要的向上拉动作用。其三，今年三季度CPI翘尾因素的走低或对CPI同比起到一定压制作用，但四季度翘尾因素将上行，压制作用将减轻。

图1 CPI同比及CPI食品项和非食品项走势(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 核心CPI同比走势(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 CPI分项目同比和环比情况(%)

	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
CPI: 当月同比	0.30	0.30	0.10	0.70	-0.80	-0.30	-0.50	-0.20	0.00	0.10	-0.30	0.00	0.20
CPI: 食品烟酒: 当月同比	-1.00	-1.40	-1.40	-0.10	-3.60	-2.90	-2.20	-2.10	-1.50	-0.50	-0.50	2.00	1.20
CPI: 衣着: 当月同比	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.40	1.30	1.10	1.10	1.10	1.00	0.90	0.90
CPI: 居住: 当月同比	0.20	0.20	0.20	0.20	0.30	0.30	0.30	0.30	0.20	0.10	0.10	0.00	-0.20
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	0.80	1.40	1.00	0.50	1.00	0.00	-0.50	-0.60	-0.40	-0.50	-0.20	-0.50	-0.10
CPI: 交通和通信: 当月同比	-0.20	0.10	-1.30	-0.40	-2.40	-2.20	-2.40	-0.90	-1.30	-2.00	-4.70	-6.50	-3.90
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	1.70	1.80	1.80	3.90	1.30	1.80	1.80	2.30	2.50	2.50	2.40	1.50	1.70
CPI: 医疗保健: 当月同比	1.50	1.60	1.50	1.50	1.30	1.40	1.30	1.30	1.30	1.20	1.20	1.10	1.10
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	3.60	3.80	2.70	3.00	2.90	2.90	3.00	3.60	3.90	3.80	4.10	2.40	3.10
CPI: 环比	-0.10	0.10	-1.00	1.00	0.30	0.10	-0.50	-0.10	0.20	0.30	0.20	-0.20	-0.20
CPI: 食品烟酒: 环比	-0.20	0.20	-0.60	0.50	0.30	0.10	-0.30	0.00	0.10	0.00	0.50	-0.10	0.00
CPI: 衣着: 环比	0.40	-0.10	0.60	-0.20	-0.30	0.10	0.60	0.20	0.80	-0.10	-0.30	-0.20	0.40
CPI: 居住: 环比	-0.10	-0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	0.10	0.20	0.10	-0.10
CPI: 生活用品及服务: 环比	-0.10	-0.10	-0.30	0.00	0.60	0.60	-1.10	1.10	0.00	-0.60	0.90	-0.90	-0.60
CPI: 交通和通信: 环比	-0.90	-0.60	-0.70	0.10	-0.10	-0.70	-0.30	-0.20	-0.30	-0.30	-0.40	-0.40	-0.40
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.40	0.10	0.10	0.00	0.00
CPI: 医疗保健: 环比	0.00	0.30	0.10	0.10	0.10	0.00	0.30	0.20	1.00	0.80	1.10	0.80	0.60
CPI: 其他用品和服务: 环比	1.10	0.30	-0.60	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-0.30	1.10

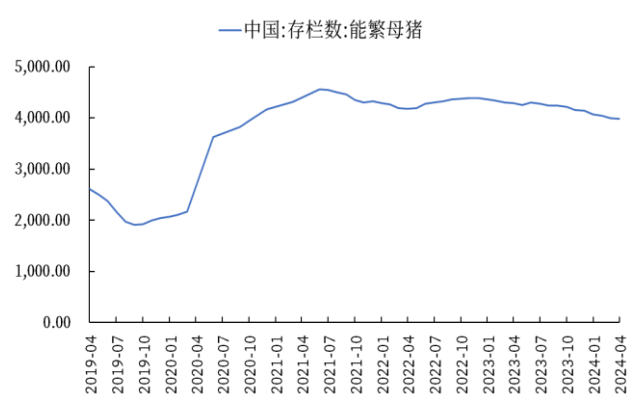
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 平均猪肉批发价走势(元/公斤)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 能繁母猪数量走势(万头)



资料来源: wind, 中航证券研究所

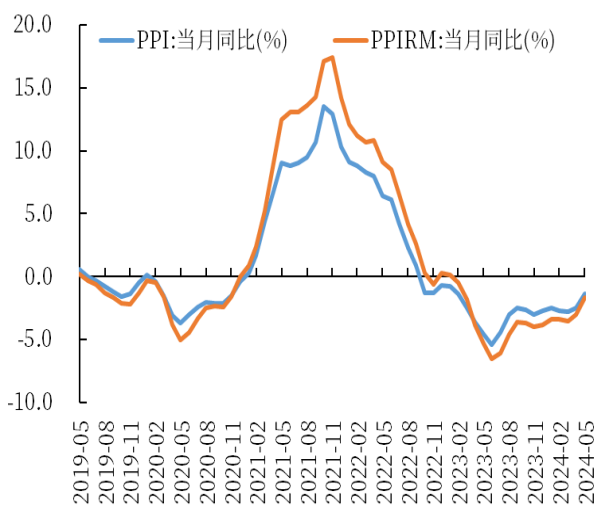
二、5月 PPI 降幅再缩窄, 库存周期上行有望拉动后续 PPI 降幅持续缩窄

5月 PPI 同比-1.4%，较4月+1.1PCTS，PPIRM 同比-1.7%，较4月+1.3PCTS。5月 PPI 环比+0.2%，较4月+0.4PCTS，PPIRM 环比+0.3%，较4月+0.6PCTS。值得注意的是，PPI 环比和 PPIRM 环比均为2023年10月以来首次转正，对工业生产和需求回升是一个相对积极的信号。

从工业子行业角度，5月30个子行业中，有12个子行业 PPI 环比为正，5月的9个行业数量上有所增加。行业角度，环比出厂价格上行的行业主要集中在上游的有色开采及加工、化石燃料加工、黑色金属冶炼及加工业等。其中，有色金属总体上是国际市场定价，其价格表现的强势主因近期国际有色金属价格上行。黑色金属加工业2月到4月出厂价格连续3个月下行，5月属于触底反弹。化石燃料加工业环比价格上行主因国内进入运输出行旺季。更进一步，2024年5月50种流通中的重要生产原料中，价格环比为正的达到31种，较上月的24种有所改善，体现出工业品价格的总体修复。

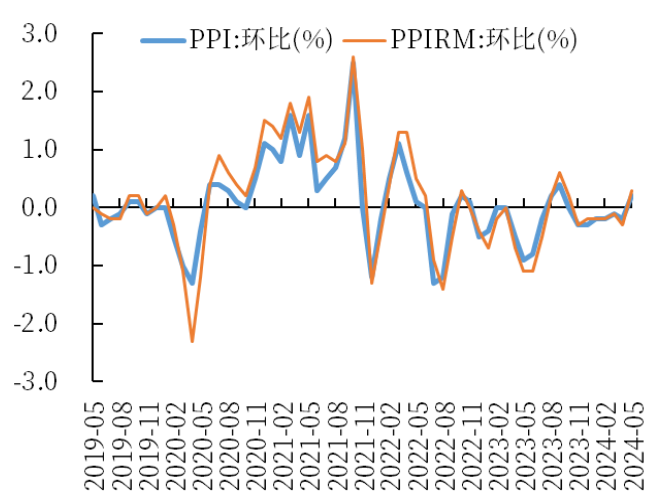
5月 PMI 数据显示当前工业生产的修复速度领先于工业需求，而5月上游原材料行业的价格环比修复领先下游制造业，进一步印证了这种态势。从去年末开始，工业产成品存货同比持续上行，结合当前国内政策持续推动内需修复以及国际流动性大概率逐步转松有利于提振全球需求，本轮库存周期有望继续向上，进而带动工业品价格上行趋势延续。结合今年下半年 PPI 翘尾因素总体较上半年有所抬升，预计下半年 PPI 同比将延续降幅逐渐缩窄的趋势。

图6 PPI 和 PPIRM 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 PPI 和 PPIRM 环比走势 (%)



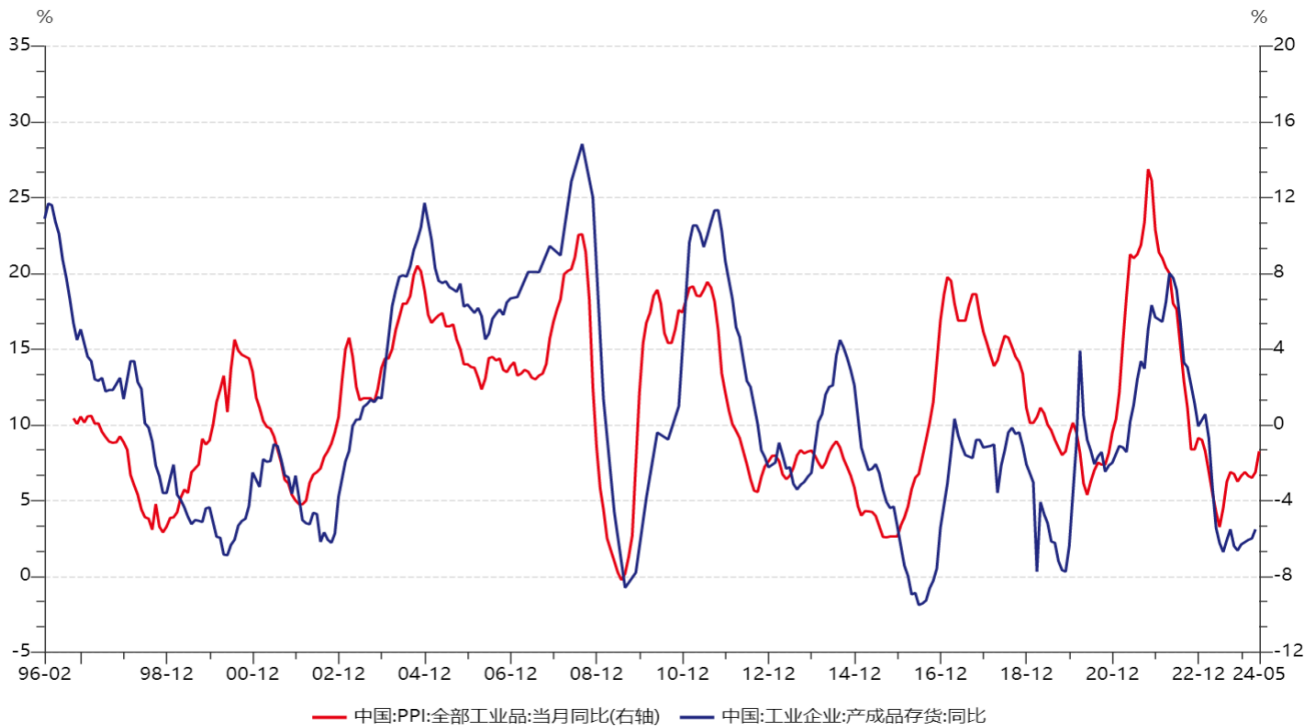
资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 PPI 分行业环比 (%)

	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
煤炭开采和洗选业	+0.5	-3.0	-1.6	-0.7	+0.1	0.0	+0.3	+3.4	+1.1	-0.8	-2.0	-6.4	-5.2
石油和天然气开采业	-2.1	+3.4	+1.1	+2.5	-0.8	-6.6	-2.8	+2.8	+4.1	+5.6	+4.2	-1.6	-2.1
黑色金属矿采选业	-0.1	-5.8	-2.5	+0.3	+2.3	+3.2	+1.3	+1.6	+3.2	+0.9	+1.2	-1.2	-3.9
有色金属矿采选业	+4.4	+3.4	+0.4	-0.2	+0.6	+0.1	-0.5	+0.6	+1.7	+1.0	+0.5	+0.7	-1.0
非金属矿采选业	+0.2	-0.2	-0.1	-0.1	+0.1	-0.2	+0.3	+0.7	-0.1	-0.4	-1.7	-0.5	-0.1
石油、煤炭及其他燃料加工业	+1.0	+1.0	+0.2	+0.2	-1.7	-3.0	-2.5	+2.5	+3.1	+5.4	+0.2	-2.6	-3.3
黑色金属冶炼及压延加工业	+0.8	-2.5	-1.2	-0.4	+0.4	+0.8	+1.1	-0.6	0.0	+0.1	-0.1	-2.2	-4.2
有色金属冶炼及压延加工业	+3.9	+3.2	+0.6	+0.2	+0.3	-0.3	-0.1	-0.2	+1.2	+0.4	+0.4	-0.8	-1.1
化学原料及化学制品制造业	+0.1	-0.1	+0.3	-0.5	-1.1	-0.7	-0.9	+0.7	+2.0	+0.6	-1.2	-2.6	-2.0
化学纤维制造业	-0.2	-0.2	+0.3	+0.7	0.0	-0.5	-1.2	+0.1	+1.1	+0.3	-0.3	-0.3	-0.6
橡胶和塑料制品业	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.4	-0.3	0.0	+0.1	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
金属制品业	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4
非金属矿物制品业	-0.8	-1.0	-0.5	-0.4	-0.6	+0.1	-0.1	-0.1	-0.8	-1.2	-2.0	-1.9	-0.9
通用设备制造业	-0.1	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	+0.1	+0.1	-0.1
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	+0.1	0.0	+0.3	-0.2	0.0	+0.2	-0.1	+0.1	0.0	-0.1	-0.3	0.0	0.0
汽车制造业	-0.3	-0.6	-0.2	-0.1	-0.3	+0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.3	-0.6	-0.2	-0.3	+0.3	-0.4	+0.2	0.0	-0.3
医药制造业	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	+0.2	-0.5	-0.1	+0.1	-0.1	-0.3	+0.3	+0.1	0.0
农副食品加工业	-0.5	-0.4	-1.1	-0.3	-0.5	-0.7	-0.8	-0.4	+0.6	+1.3	+0.1	-0.7	-0.7
食品制造业	-0.2	-0.2	-0.4	-0.6	+0.2	0.0	0.0	0.0	+0.2	+0.2	0.0	-0.1	-0.2
酒、饮料和精制茶制造业	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	+0.2	-0.3	0.0	+0.1	+0.2	+0.1	+0.3
烟草制品业	0.0	+0.4	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	+0.8	0.0	0.0
纺织业	-0.1	0.0	+0.2	+0.1	-0.3	-0.5	-0.1	0.0	+0.2	+0.1	0.0	-0.1	-0.2
纺织服装、服饰业	+0.2	+0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	+0.1	-0.1	+0.6	+0.2	0.0
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.2	-0.1	-0.1	+0.2	-0.1	+0.2	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.7	-0.1
造纸及纸制品业	-0.7	-0.7	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	+0.3	+1.1	-0.1	-0.7	-1.1	-1.2	-0.9
印刷业和记录媒介的复制	-0.1	-0.5	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.4	-0.2	+0.7
电力、热力的生产和供应业	+0.4	-0.6	+0.7	-1.3	+0.7	+0.8	-0.7	-0.7	+0.1	+0.2	-0.6	-0.8	+0.1
燃气生产和供应业	-1.4	-1.3	-1.0	-0.9	+1.4	+2.3	+1.4	+0.3	+0.1	+0.3	-0.5	-1.4	-1.8
水的生产和供应业	+0.5	0.0	+0.1	-0.4	0.0	+0.1	+0.2	+0.3	+0.1	0.0	+0.1	+0.1	+0.1

资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 工业企业库存同比和 PPI 走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及/或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637