



缓慢修复

——中国物价数据点评 (2024 年 5 月)

5 月 CPI 通胀 0.3%，与前值持平 (0.3%)，低于市场预期 (0.4%)，PPI 通胀 -1.4%，高于前值 (-2.5%) 与市场预期 (-1.5%)。

5 月通胀形势总体边际改善，CPI 通胀受到猪价的托举，PPI 通胀则受到大宗商品价格与外需的支撑。前瞻地看，猪价回升和部分行业需求扩张有望驱动通胀继续修复，但需求不足仍在制约修复进程。

一、CPI 通胀：食品上涨，核心低迷

5 月 CPI 通胀录得 0.3%，低于市场预期。从结构看，多项食品价格上涨，但核心通胀除衣着之外的分项价格依然低迷。

食品通胀在猪价回暖影响下持续改善。5 月食品价格环比持平，同比下跌 2.0%，两项读数均较上月有所改观，对 CPI 通胀的拖累为 0.4pct。4 月能繁母猪头数进一步去化至 3,986 万，5 月猪价环比上涨 1.1%，同比上涨 4.6%。受多雨天气与炎热气候影响，5 月鲜果与蛋类价格环比分别上涨 3.0% 和 2.2%。前瞻地看，猪价持续上行或驱动肉蛋奶价格共振上行，食品通胀或于下半年转正。受国际油价回落影响，能源通胀有所走弱。5 月布伦特油价累计下跌 7.9%，交通工具用燃料价格环比下降 0.8%，同比增长 6.3%，拉动 CPI 通胀 0.1pct。随着国际油价转涨为跌，能源通胀对通胀贡献或有所下行。

核心 CPI 通胀小幅下行，结构特征指向需求依然不足。5 月核心 CPI 环比下跌 0.2%，大幅弱于季节性，同比增长 0.6%，较 4 月下行 0.1pct。从结构看，旅游价格未能在节假日驱动下延续上涨态势，其他分项价格表现亦普遍偏弱。服务方面，5 月旅游价格环比下降 0.6% (4 月上涨 2.7%)，其他各项服务价格亦非跌即平。商品方面，仅衣着价格环比上涨 0.4%，其他商品价格普跌，家具、汽车、手机三大耐用品价格跌幅全面走阔。

二、PPI 通胀：跌幅收敛



5 月环比增长 0.2%，为 2023 年 10 月以来首度转正。环比改善叠加低基数效应，使得 PPI 同比跌幅显著收敛 1.1pct 至 -1.4%。PPI 环比涨幅超预期，原因或在于有色、煤炭、黑色等上游大宗商品价格止跌转涨。

从结构看，上游价格止跌转涨，中游价格连续 3 个月上行，下游价格依旧低迷。国内大规模设备更新政策推动钢材等黑色金属价格上涨，煤炭供给偏紧叠加用电高峰期释放需求支撑煤炭价格上涨，国际市场有色金属价格上行，共同驱动上游 PPI 上涨。中游价格持续上涨或与制造业中间品出口高增相关，5 月通用机械设备增速大幅转正，半导体产业链产品出口高增长。下游价格仍受部分行业供需失衡拖累，表现相对低迷。

国际与国内定价大宗商品价格的分化有所收敛。国际定价的原油、天然气价格因 OPEC+ 减产计划延后与降息预期而下行。受政策预期与供需关系改善影响，国内定价的黑色金属和煤炭价格有所上行。

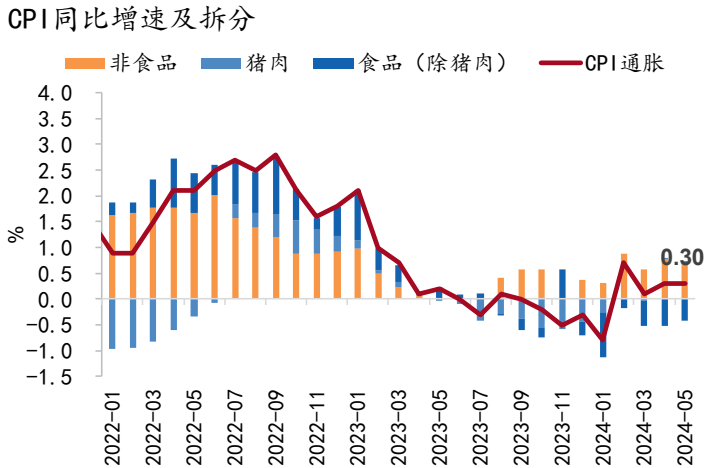
三、前瞻：缓慢修复

前瞻地看，通胀或延续缓慢修复，修复斜率取决于需求恢复的程度。一方面，猪周期回升对 CPI 通胀构成支撑，部分行业需求提升对 PPI 通胀构成支撑。但另一方面，需求偏弱的现状决定了通胀修复的斜率仍然偏低，政策托举至关重要。年内单月 CPI 通胀有望回升至 1% 上方，PPI 通胀有望向 0 收敛。

(作者：谭卓 王天程)

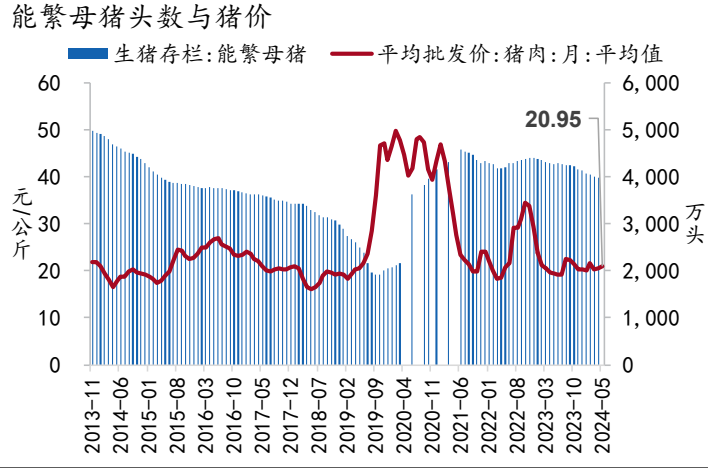
感谢实习生 王蓁 的贡献

图 1: 非食品价格驱动 CPI 通胀企稳回升



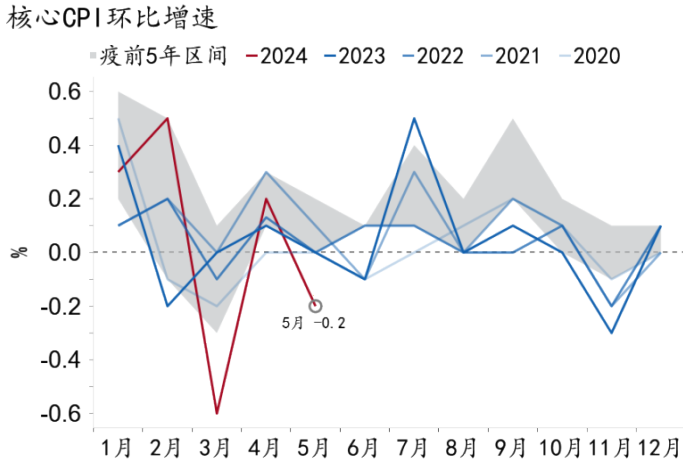
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 2: 产能持续去化, 猪价持续上行



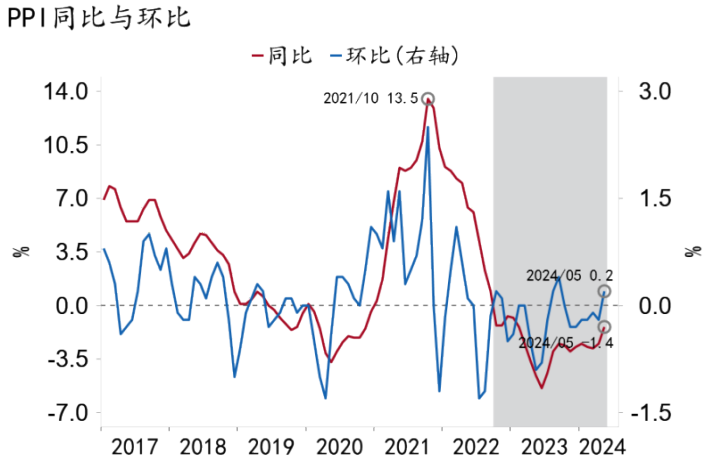
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 3: 核心通胀环比小幅下行



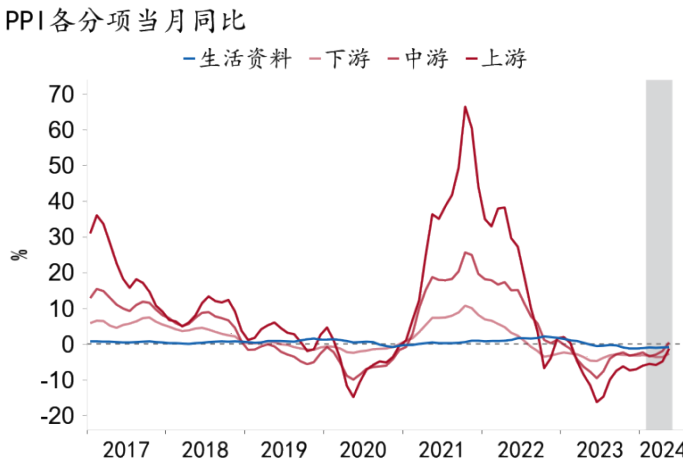
资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 4: PPI 指数持续回暖



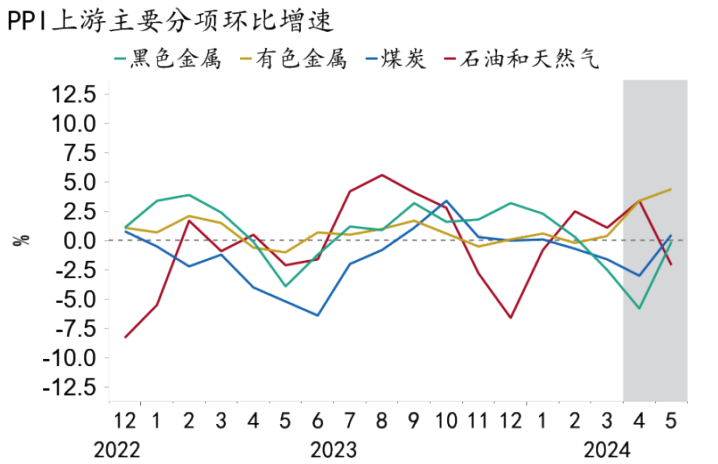
资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 5: PPI 上中下游同比跌幅收窄



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图 6: 国际与国内定价大宗商品价格分化收敛



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院