

价格不改温和走势

——5月通胀数据点评

报告日期：2024年6月13日

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MALL：xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

研究助理：万琦

电话：18702133638

E-MALL：wanq@tpyzq.com

一般证券业务登记编码：S1190122070011

Contents

1

服务及输入性因素支撑减弱，CPI季节性回落

2

生产资料涨价驱动PPI环比转正

3

通胀或延续温和走势

- 中国5月CPI同比增长0.3%，市场预期增长0.4%，前值增长0.3%。
- 中国5月PPI同比下降1.4%，市场预期下降1.5%，前值下降2.5%。

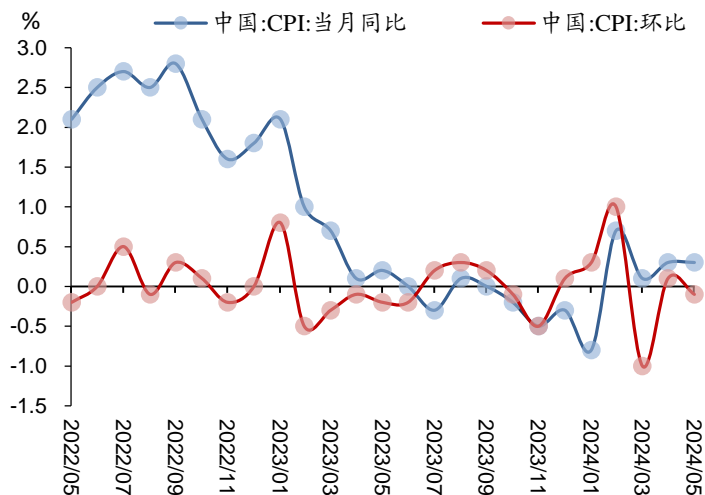
(%)	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
CPI同比	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.1	-0.3	0.0	0.2
食品	-2.0	-2.7	-2.7	-0.9	-5.9	-3.7	-4.2	-4.0	-3.2	-1.7	-1.7	2.3	1.0
非食品	0.8	0.9	0.7	1.1	0.4	0.5	0.4	0.7	0.7	0.5	0.0	-0.6	0.0
核心	0.6	0.7	0.6	1.2	0.4	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.4	0.6
CPI环比	-0.1	0.1	-1.0	1.0	0.3	0.1	-0.5	-0.1	0.2	0.3	0.2	-0.2	-0.2
食品	0.0	-1.0	-3.2	3.3	0.4	0.9	-0.9	-0.8	0.3	0.5	-1.0	-0.5	-0.7
非食品	-0.2	0.3	-0.5	0.5	0.2	-0.1	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.5	-0.1	-0.1
核心	-0.2	0.2	-0.6	0.5	0.3	0.1	-0.3	0.0	0.1	0.0	0.5	-0.1	0.0
PPI同比	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6	-2.5	-3.0	-4.4	-5.4	-4.6
生产资料	-1.6	-3.1	-3.5	-3.4	-3.0	-3.3	-3.4	-3.0	-3.0	-3.7	-5.5	-6.8	-5.9
生活资料	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-1.1	-1.2	-1.2	-0.9	-0.3	-0.2	-0.4	-0.5	-0.1
PPI环比	0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	0.0	0.4	0.2	-0.2	-0.8	-0.9
生产资料	0.4	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	0.1	0.5	0.3	-0.4	-1.1	-1.2
生活资料	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.3	-0.2	-0.2

数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

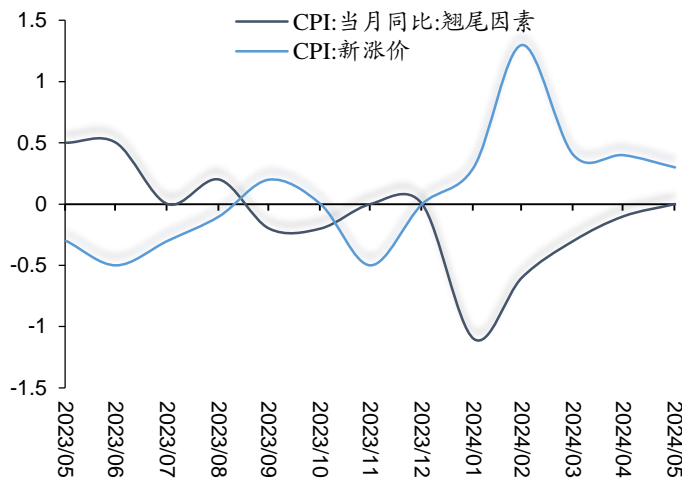
01 服务及输入性因素支撑减弱，CPI季节性回落

- 中国5月CPI同比增长0.3%，小幅低于市场预期，与前值持平；环比而言本月CPI出现季节性回落，环比下降0.1%，上月为上涨0.1%，2005-2023年5月CPI环比变动的均值为-0.2个百分点。
- 从基数及今年新涨价两个角度来理解5月份相对稳定的同比涨幅：一方面，基数拖累继续减弱，根据国家统计局的测算，本月0.3%的CPI同比变动中，翘尾影响约为0（前值-0.1个百分点）；另一方面今年新涨价的拉动小幅下降。今年价格变动的新影响约为0.3个百分点（前值为0.4个百分点）。
- 边际来看，第一，CPI环比下降的原因主要在于非食品项。本月非食品价格由上月上涨0.3%转为下降0.2%，影响CPI环比下降约0.14个百分点。第二，非食品项对CPI同比的拉动效应较前值也有所走弱。5月非食品价格同比上涨0.8%，影响CPI同比上涨约0.68个百分点（前值影响约0.77个百分点）。

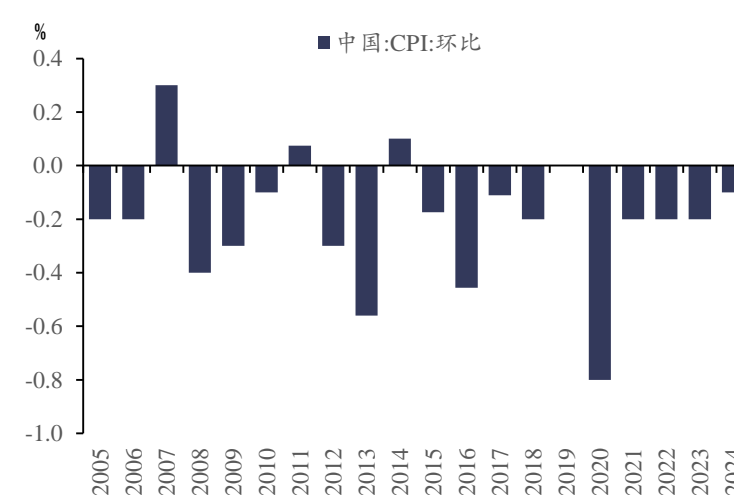
CPI 环比及同比



新涨价及翘尾因素



5月CPI 环比

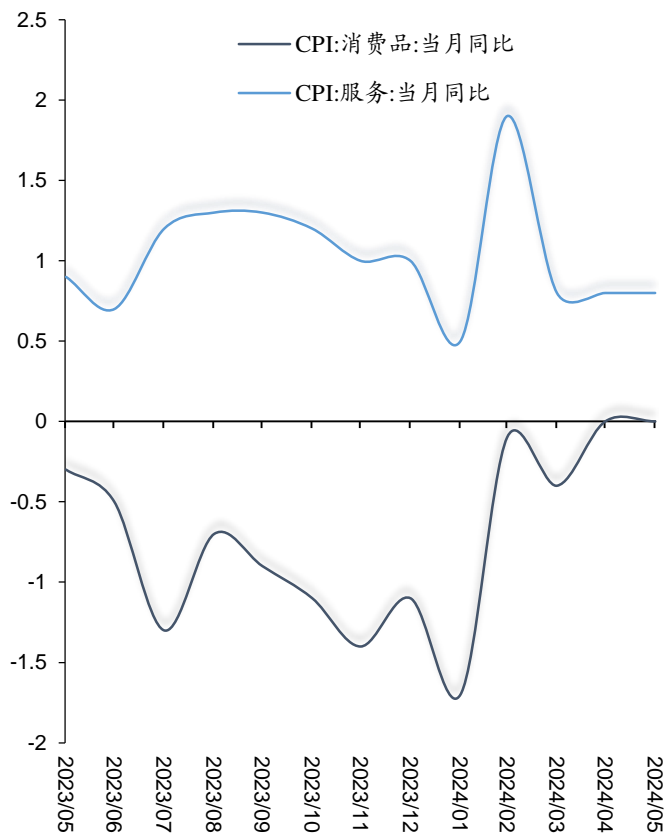


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

01

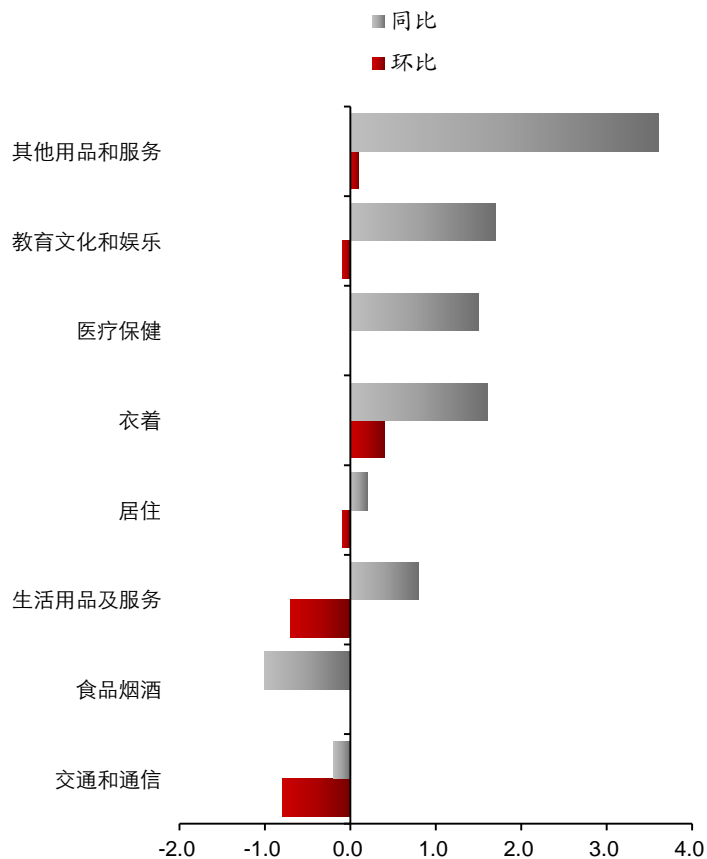
服务及输入性因素支撑减弱，CPI季节性回落

消费品及服务同比

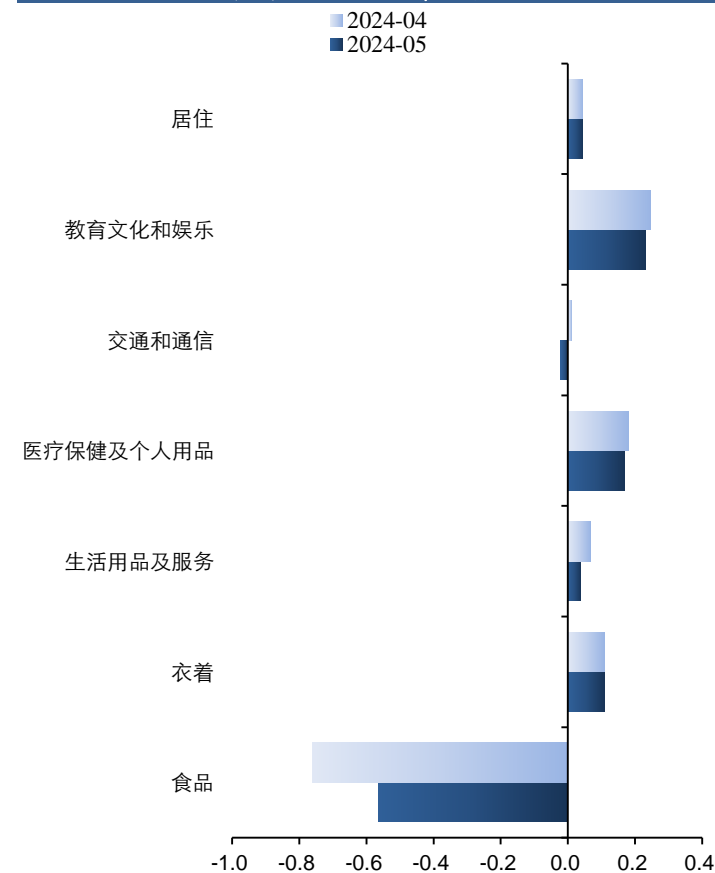


数据来源: Wind, iFinD, 太平洋证券研究院

5月各分项价格环比及同比



各分项对CPI同比拉动



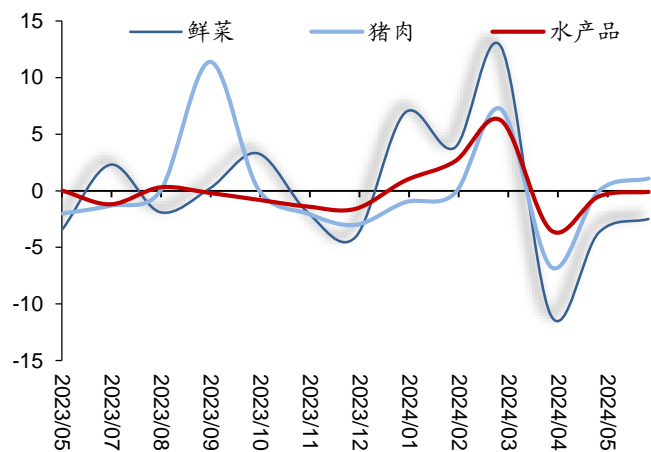
01

服务及输入性因素支撑减弱，CPI季节性回落

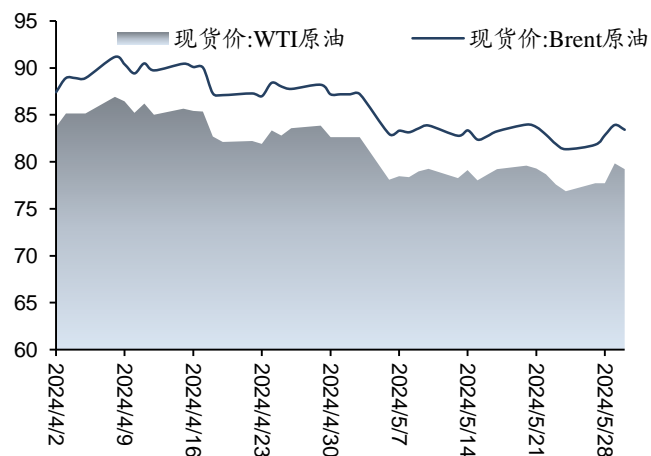
商品方面，

- 猪价上涨支撑食品项环比降幅持续收窄。5月食品价格由上月下降1.0%转为持平，其中贡献比较大的分项为鲜果、鸡蛋及猪肉，分别环比上涨3.0%、2.7%和1.1%。上述分项价格上行主要受供给侧的影响，南方暴雨天气、夏季蛋鸡产蛋率下降以及生猪产能去化、养殖户压栏惜售情绪的作用下，鲜菜、鸡蛋以及猪肉供给相对收缩，继而推动价格上涨。
- 国际大宗商品价格变动带动相关分项调整。本月因国际油价回调的影响，国内汽油价格环比下降0.8%，对于整体CPI的作用由正向拉动转为拖累。同比而言，能源价格的同比涨幅亦回落0.2个百分点。
- 此外，换季因素推动衣着价格上涨。5月衣着分项环比上涨0.4%，前值-0.1%，其中服装及鞋类价格环比均转为正增长，主要受春夏换季，换新需求增强的影响。车企“以价换量”策略延续。5月新能源小汽车和燃油小汽车价格分别同比下降6.9%和5.2%，降幅均较前值有所扩大。

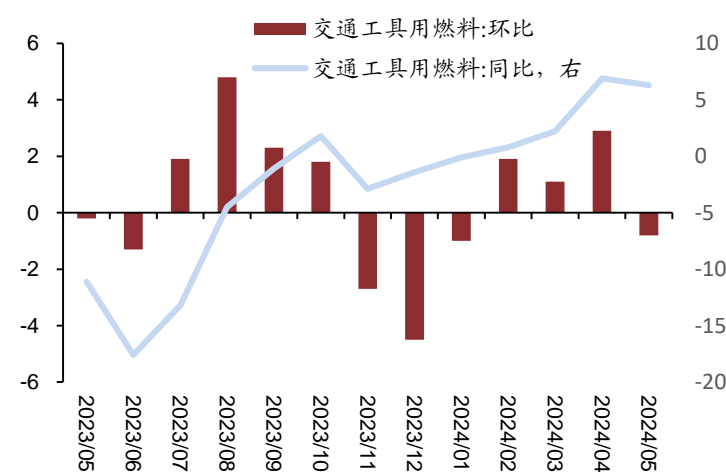
部分食品分项价格环比



国际油价



交通燃料价格环比及同比



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

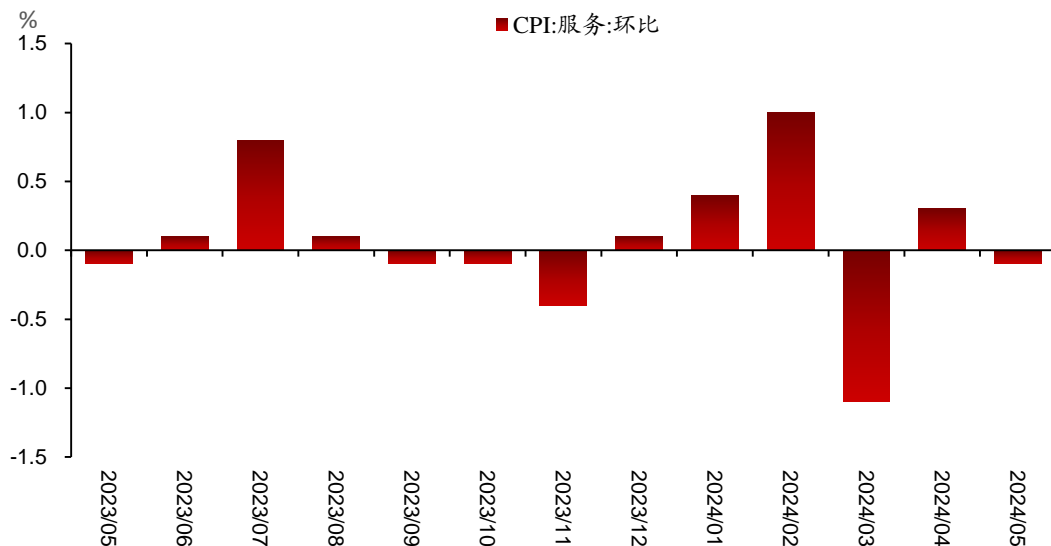
01

服务及输入性因素支撑减弱，CPI季节性回落

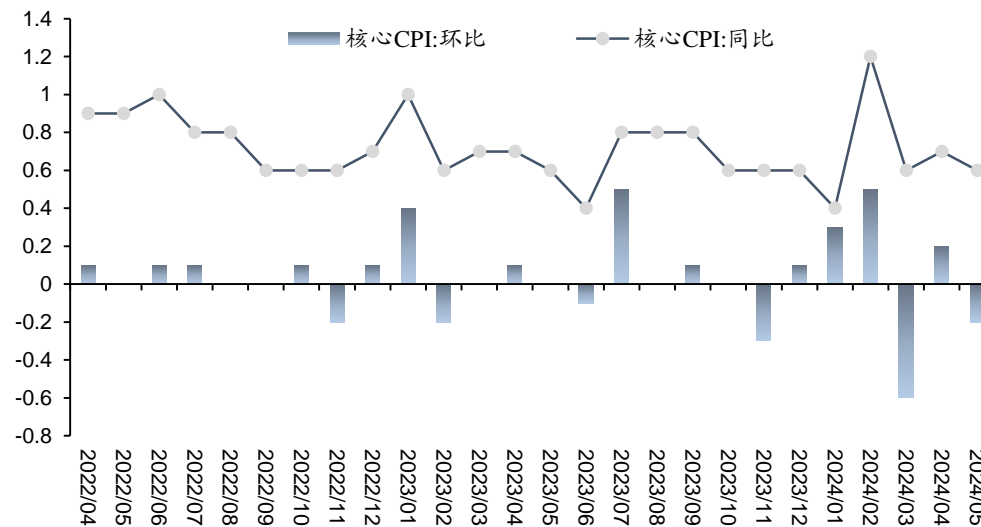
服务方面，

- ▶ **小长假后出行有关分项价格回落。**本月服务价格环比由上涨0.3%转为下降0.1%，此前支撑较为强劲的、与假期出行相关分项价格边际上均有回落。飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格分别环比下降9.4%、7.9%和2.7%。小长假之后出行需求相应转弱，供需缺口弥合，价格因此向下调整。
- ▶ **核心CPI小幅回调。**5月扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅相比前值小幅回落0.1个百分点，环比下降0.2个百分点（前值为上涨0.2个百分点）。本月核心CPI一是持续处于温和增长的区间，对应目前国内需求仍处修复进程之中；二是同比小幅回调，部分可能受到今年“五一”出行“量升价跌”的影响，去年存在“报复式出游”的现象并且机票酒店等供应侧还未完全完全修复，所以供需之间出现缺口，也为价格上涨提供动能，今年上述涨价逻辑则有所弱化，供需缺口趋于收窄，因此机酒等价格同比下降，或在一定程度上拖累了核心CPI同比。

服务项价格环比



核心CPI同比及环比



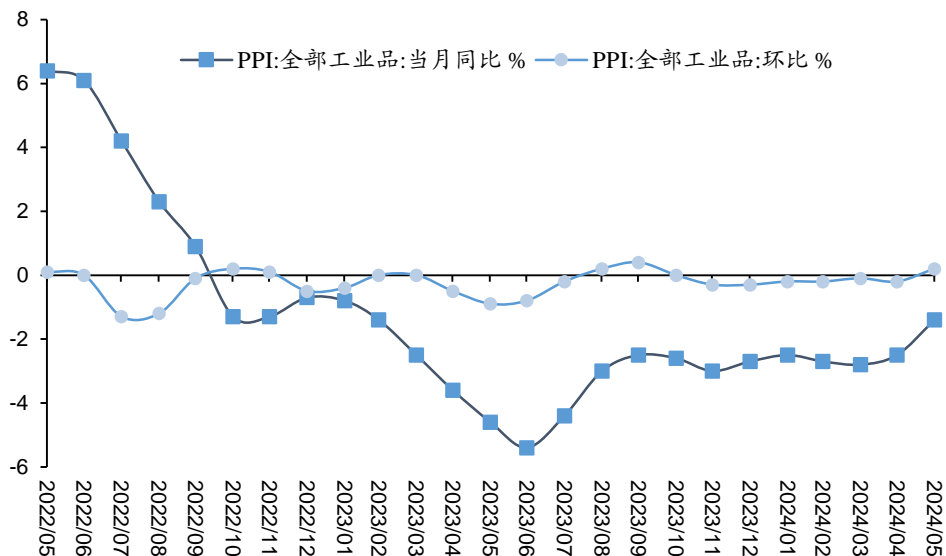
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

02

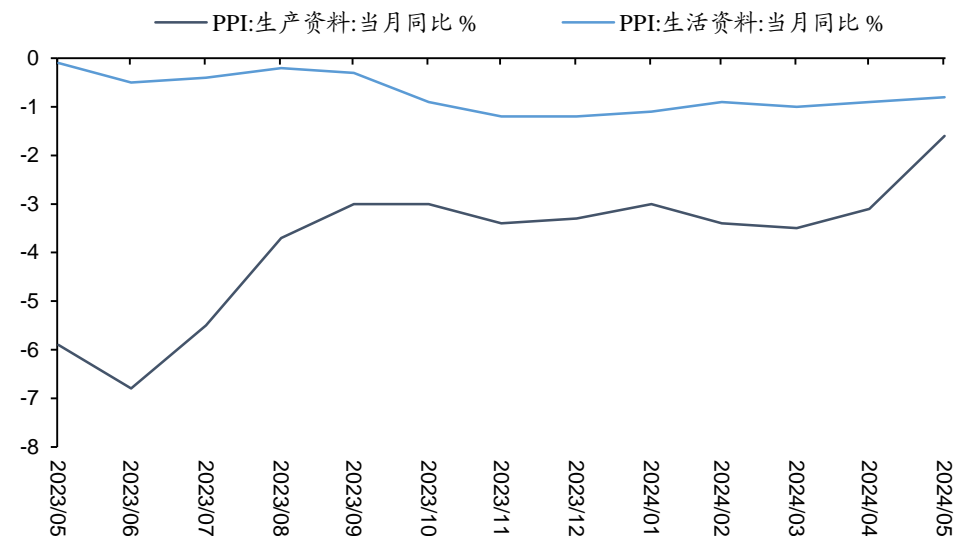
生产资料涨价驱动PPI环比转正

- 5月PPI同比下降1.4%，降幅比上月收窄1.1个百分点，表现略好于市场预期。环比而言，本月PPI结束了6个月持续下降的趋势，相比前值转为正增长，由上月下降0.2%转为上涨0.2%。
- 翘尾及新涨价因素来看，基数及新涨价拖累均有减弱，翘尾影响约为-0.9个百分点，今年价格变动的新影响约为-0.5个百分点，前值分别为-1.8个百分点、-0.7个百分点。
- 5月PPI边际上的改善一是来自国际部分大宗商品涨价的传导，二是源于国内政策的提振，三是部分工业品产能压缩，供给侧偏紧的带动。

PPI 同比及环比



生产资料及生活资料同比



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

03

通胀或延续温和走势

- 5月通胀数据并未明显偏离市场预期，与4月份相比，低基数、猪肉以及部分外部因素对于物价上涨的支撑依旧，但服务以及油价的贡献边际走弱。整体而言，本月物价数据仍然反映出有效需求不足的关键问题，一则节假日过后价格回调明显，核心CPI同比则持续运行在1%以下，需求虽因假期刺激有脉冲式的波动，但整体中枢仍偏低位；二则，工业品上中下游价格变动并不均衡，上游价格反弹相对明显，这同样也在本月制造业PMI原材料价格及出厂价格指数走阔的差值中得到体现。需求不强，上游成本的增加也难顺畅传导至消费终端。
- 向后看，预计CPI同比上行但幅度有限。一方面翘尾因素的拖累将逐渐走弱，并且随供给端生猪产能去化的影响逐渐显现，猪价有望对CPI形成持续支撑；另一方面，目前政策落地效果还待跟踪，居民收入以及预期修复还未有明显提速，对应着需求侧对于物价的助推可能比较有限。PPI同比所受低基数的支撑在一段时间内仍持续，但国内供强需弱的格局短期难现扭转，因此后续工业品价格同比或有改善，但转为正增或还需一定时间。而延伸至政策端，通胀数据偏低位的状态一方面反映出货币政策有宽松空间，另一方面也凸显执行稳增长政策以提振内需的必要，下半年货币政策有进一步放松的可能。

风险提示：

- 地缘政治冲突不确定性。
- 国内稳增长政策不及预期。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。