

PPI 环比转正 释放积极信号

——5月物价数据点评



YONGXING SECURITIES

核心观点

PPI 环比近半年首次转正。国内工业品市场供需关系改善等带动 PPI 环比由负转正至 0.2%，其中，生产资料价格上涨 0.4%；生活资料价格下降 0.1%。一方面，受国际市场有色金属价格上行影响，国内相关行业 PPI 环比上涨；而在国际油价下行带动下，相关行业环比下降：石油和天然气开采业价格（-2.1%）。另一方面，国内部分行业供求也呈现边际变化。在夏季用电高峰背景下补库需求陆续释放，带动煤炭相关行业 PPI 环比上行。钢材市场预期也在大规模设备更新等政策下转好。此外，装备制造业环比分化：电气机械和器材制造业（0.7%）、计算机制造业（0.1%）；锂离子电池制造业（-0.5%）、新能源车整车制造业（-0.2%）。消费品制造业中可选消费行业价格环比上行：文教工美体育和娱乐用品制造业（0.6%）、家具制造业（0.2%）；而农副食品加工业价格（-0.5%）。5 月 PPI 同比降幅收窄 1.1 个百分点为 -1.40%，上下游价差进一步走阔。

猪肉等食品价格拉动 CPI 温和回升。从同比看，5 月 CPI 上涨 0.3%（前值 0.3%）。从环比看，全国 CPI 季节性下降，环比下降 0.1%（前值 0.10%），降幅略小于近十年同期平均下降 0.2% 的水平。5 月份翘尾因素影响进一步减弱，价格变动中的新影响约为 0.30 个百分点（前值为 0.50 个百分点），翘尾因素影响 CPI 为 0 个百分点（前值为 -0.20 个百分点）。核心 CPI 增速延续温和上涨。5 月份南方暴雨天气、蛋鸡夏季产蛋率下降和生猪产能调减等因素影响，鲜果、鸡蛋和猪肉价格分别上涨 3.0%、2.7% 和 1.1%；市场供应较为充足，虾蟹类、牛肉和鲜菜价格分别下降 4.3%、3.6% 和 2.5%。其中猪价拉动 CPI 上行约 0.05 个百分点。近期猪价整体上行，我们认为，6 月份猪价或将进一步释放积极信号，带动食品价格延续边际好转。假期后出行热度有所减退，非食品价格环比季节性回落。节假日后飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格分别下降 9.4%、7.9% 和 2.7%；受国际油价变动影响，国内汽油价格下降 0.8%；夏装换季上新，服装价格上涨 0.4%。

投资建议

PPI 环比转正，释放积极信号。国内工业品市场供需关系改善等带动 PPI 环比由负转正，其中，生产资料价格上行明显，在夏季用电高峰背景下补库需求陆续释放，带动煤炭相关行业 PPI 环比上行，在大规模设备更新等政策下钢材市场预期转好，消费品制造业中可选消费行业价格环比上行，建材相关行业价格继续下降或显示地产端仍待改善。我们认为随着基数效应、输入性价格影响以及部分供需阶段性变化等因素综合带动，或影响下一阶段 PPI 价格指数回正。我们认为 CPI 短期内或在翘尾因素波动下有所浮动，但在基数效应影响减弱、有效需求修复、价格指数进一步传导的路径下，CPI 或呈现温和回暖。综上，我们认为，短期物价对债市影响有限；长期来看，10Y 国债收益率有望向中性利率靠拢，债市大幅调整后仍是配置机会。

风险提示

地缘政治风险；美联储货币政策超调；海外经济增速不及预期；国内物价变化超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2024年06月25日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760523080003

相关报告：

《期限利差收窄，收益率曲线走平》

——2024年06月21日

《等待信号确认》

——2024年06月13日

《维护价格稳定、推动价格温和回升是当前货币政策重要考量》

——2024年06月07日

正文目录

1. PPI 环比近半年首次转正	3
2. CPI 温和回升	4
3. 投资建议	7
4. 风险提示	8

图目录

图 1: PPI 同比环比增速(%)	4
图 2: PPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)	4
图 3: 上游行业 PPI 环比涨跌幅(%)	4
图 4: 上下游价格走势	4
图 5: PPI 和 CPI 剪刀差	5
图 6: CPI 价格变动情况(%)	5
图 7: CPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)	5
图 8: 非食品与食品价格同比(%)	5
图 9: 非食品与食品价格环比(%)	5
图 10: 食品与非食品价格对 CPI 同比的拉动(%)	6
图 11: 核心 CPI 变动情况(%)	6
图 12: 近 3 个月主要食品价格同比涨跌幅(%)	6
图 13: 细分食品对 CPI 同比的影响(%)	6
图 14: 消费品与服务价格同比(%)	7
图 15: 消费品与服务价格环比(%)	7
图 16: 通信交通价格走势变化	7
图 17: 近 3 个月非食品细分价格同比涨跌幅(%)	7

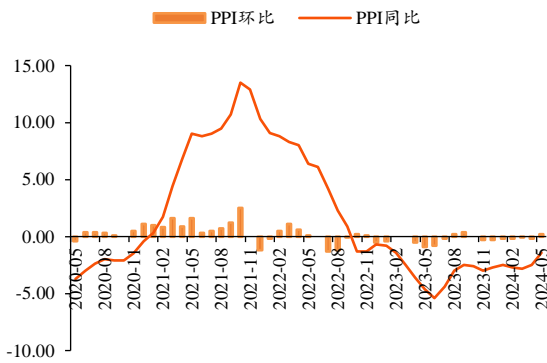
事件：2024年6月12日，国家统计局公布5月份全国居民消费价格指数（CPI）以及全国工业生产者出厂价格指数（PPI）数据：中国5月CPI同比上涨0.3%，前值为0.3%；中国5月PPI同比下降1.4%，前值为-2.5%。环比来看，CPI环比下降0.1%，PPI环比上升0.2%。

1. PPI 环比近半年首次转正

国内工业品市场供需关系改善等带动 PPI 环比转正。PPI 环比由负转正至0.2%，其中，生产资料价格上涨0.4%（前值为-0.2%）；生活资料价格下降0.1%（与前值相同）。一方面，受国际市场有色金属价格上行影响，国内相关行业 PPI 环比上涨：有色金属冶炼和压延加工业（3.9%，其中铜冶炼、铝冶炼、金冶炼价格分别上涨7.0%、3.4%、2.8%）。而在国际油价下行带动下，相关行业环比下降：石油和天然气开采业价格（-2.1%）。另一方面，国内部分行业供求也呈现边际变化。在夏季用电高峰背景下补库需求陆续释放，带动煤炭相关行业 PPI 环比上行：开采和洗选业（0.5%）。钢材市场预期也在大规模设备更新等政策下转好：黑色金属冶炼和压延加工业价格（0.8%）。此外，装备制造业环比分化：电气机械和器材制造业（0.7%）、计算机制造业（0.1%）；锂离子电池制造业（-0.5%）、新能源车整车制造业（-0.2%）。建材相关行业价格继续下降或显示地产端仍待改善：玻璃制造（-1.2%）、水泥制造（-0.8%）。消费品制造业中可选消费行业价格环比上行：文教工美体育和娱乐用品制造业（0.6%）、家具制造业（0.2%）；而农副食品加工业价格（-0.5%）。

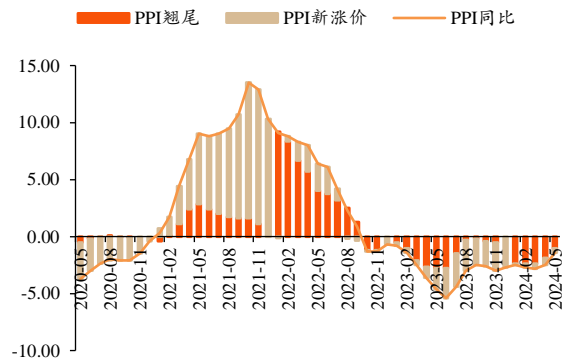
5月 PPI 同比降幅收窄 1.1 个百分点为-1.40%，上下游价差进一步走阔。在5月PPI同比变动中，翘尾影响减少至-1.00个百分点（前值-1.89个百分点），新涨价因素影响约为-0.40个百分点（前值-0.61个百分点）。5月份上下游价差继续走阔，原材料工业和加工工业出厂价价差上升1.4个百分点至3.10%。其中，原材料工业出厂价格同比转正为0.50%（前值为-1.90%），下游加工工业价格同比增速录得-2.60%（前值-3.60%）。此外，生产资料价格下降1.6%，降幅收窄1.5个百分点；生活资料价格下降0.8%，降幅收窄0.1个百分点。分行业来看，同比看PPI降幅收窄的有：煤炭开采和洗选业（-9.0%），非金属矿物制品业（-8.8%），黑色金属冶炼和压延加工业（-3.7%），化学原料和化学制品制造业（-3.4%），农副食品加工业（-3.4%），电气机械和器材制造业（-3.0%），计算机通信和其他电子设备制造业（-1.9%）。汽车制造业价格（-2.0%）降幅与前值相同；石油煤炭及其他燃料加工业价格（3.4%）由降转涨；石油和天然气开采业价格（9.4%）涨幅与前值相同；有色金属冶炼和压延加工业价格（8.9%）涨幅扩大5.3个百分点。

图1:PPI 同比环比增速(%)



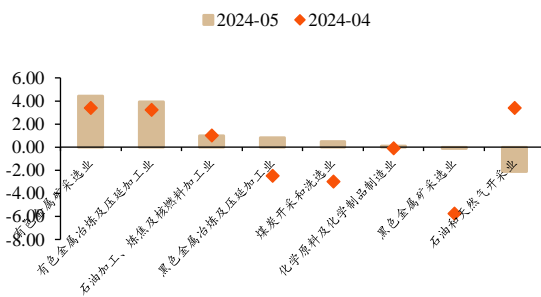
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:PPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)



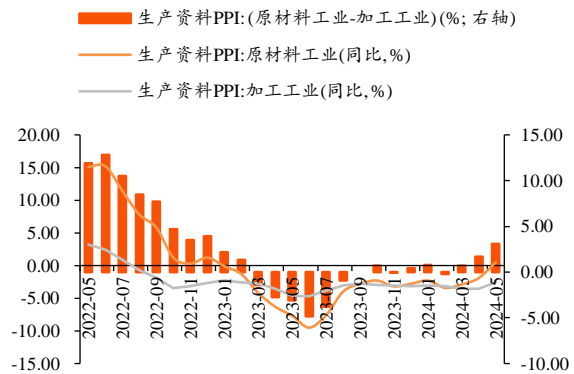
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:上游行业 PPI 环比涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:上下游价格走势



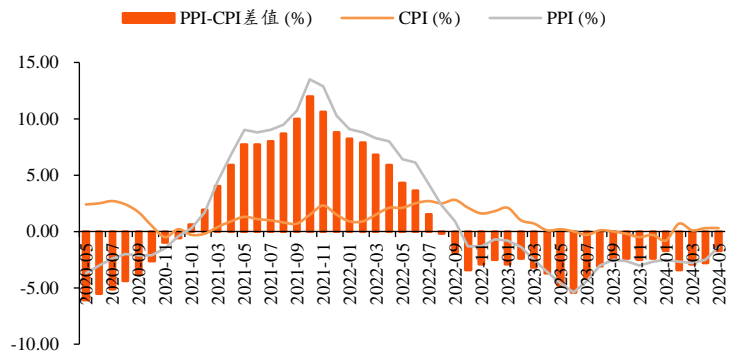
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. CPI 温和回升

季节性背后，猪肉等食品价格拉动CPI温和回升。从同比看，5月CPI上涨0.3%（前值0.3%）。从环比看，全国CPI季节性下降，环比下降0.1%（前值0.10%），降幅略小于近十年同期平均下降0.2%的水平。5月份翘尾因素影响进一步减弱，价格变动中的新影响约为0.30个百分点（前值为0.50个百分点），翘尾因素影响CPI为0个百分点（前值为-0.20个百分点）。

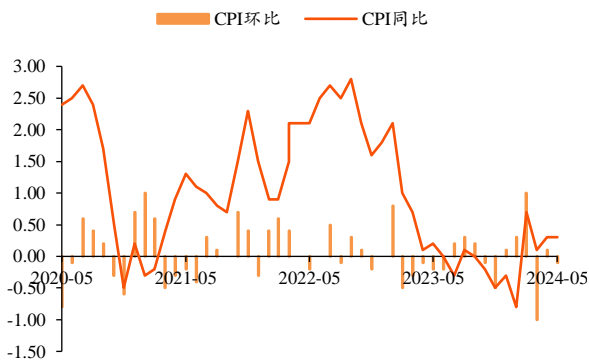
核心CPI增速延续温和上涨。食品供应整体稳定，叠加节后非食品价格季节性减退，影响5月份食品和非食品环比价格分别为0.00%和-0.20%，较前值分别变动1.0和-0.5个百分点。反映在同比上，食品和非食品同比价格分别为-2.00%和0.80%（前值分别为-2.7%和0.9%），分别拉动CPI上涨约-0.56和0.86个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI环比下降0.2%，前值为上涨0.2%；同比上涨0.6%，涨幅比前值降0.1个百分点。

图5:PPI和CPI剪刀差



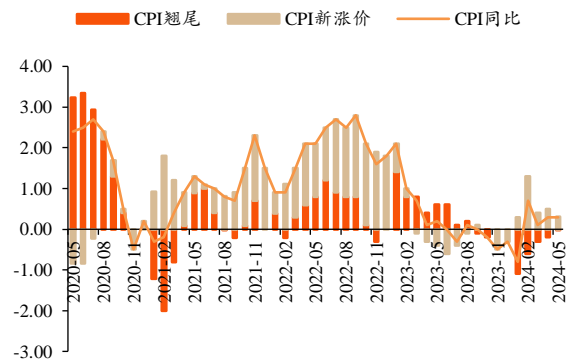
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:CPI价格变动情况(%)



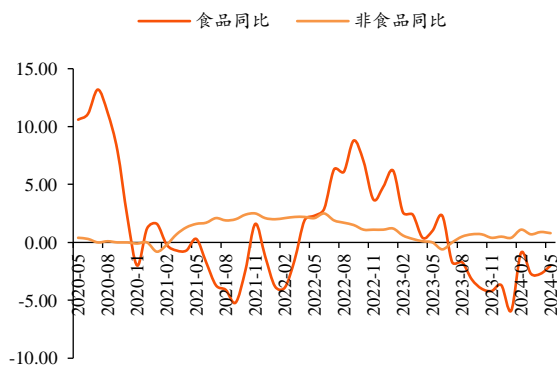
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:CPI翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)



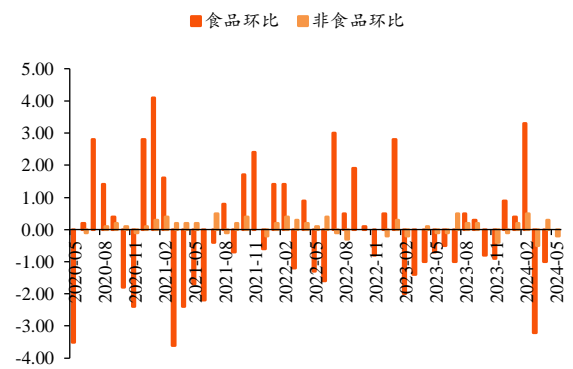
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:非食品与食品价格同比(%)



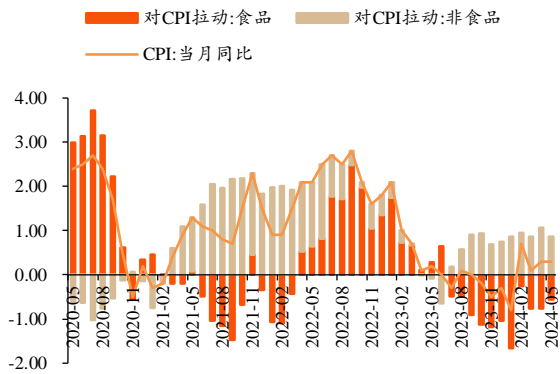
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:非食品与食品价格环比(%)



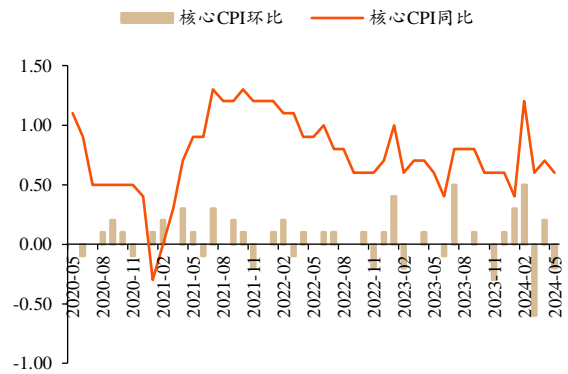
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:食品与非食品价格对CPI同比的拉动(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

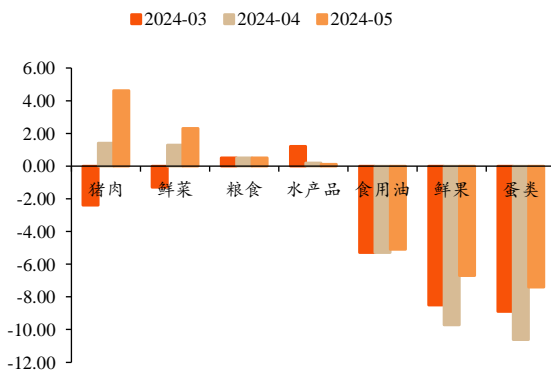
图11:核心CPI变动情况(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

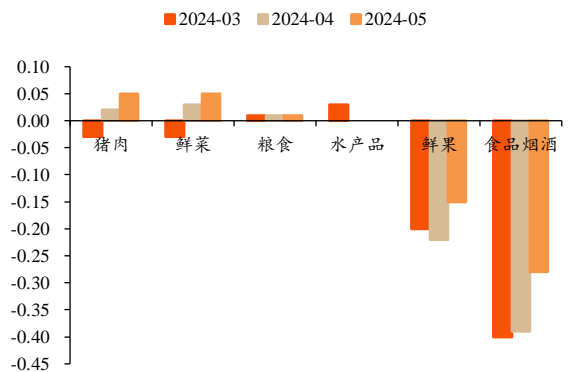
食品价格有所抬升。5月份南方暴雨天气、蛋鸡夏季产蛋率下降和生猪产能调减等因素影响，鲜果、鸡蛋和猪肉价格分别上涨3.0%、2.7%和1.1%；市场供应较为充足，虾蟹类、牛肉和鲜菜价格分别下降4.3%、3.6%和2.5%。从同比来看，猪肉、鲜菜、粮食、水产品、食用油、鲜果、蛋类同比分别变动3.2、1.0、0.0、-0.1、0.2、3.0、3.2个百分点至4.60%、2.30%、0.50%、0.10%、-5.10%、-6.70%、-7.40%。其中猪价拉动CPI上行约0.05个百分点。近期猪价整体上行，我们认为，6月份猪价或将进一步释放积极信号，带动食品价格延续边际好转。

图12:近3个月主要食品价格同比涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图13:细分食品对CPI同比的影响(%)

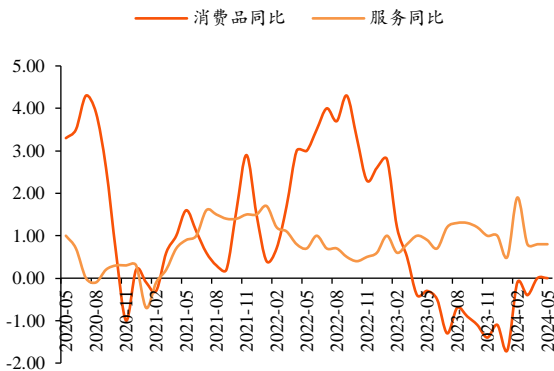


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

假期后出行热度有所减退，非食品价格环比季节性回落。环比来看，非食品价格由前值上涨0.3%转为下跌0.2%，影响CPI环比下降约0.14个百分点。其中消费品环比与前值一致为-0.1%，服务环比回落0.4个百分点至-0.1%。节假日后飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格分别下降9.4%、7.9%和2.7%；受国际油价变动影响，国内汽油价格下降0.8%；夏装换季上新，服装价格上涨0.4%。同比来看，非食品价格上涨0.80%，涨

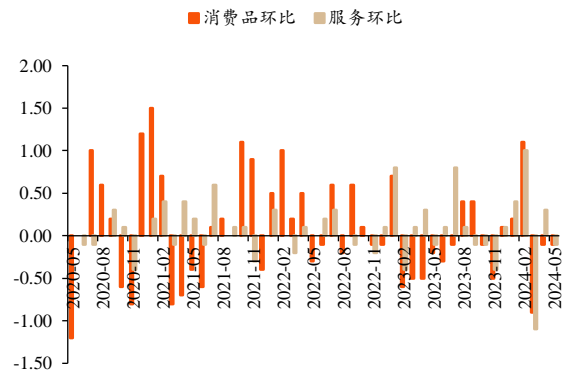
幅比前值收窄 0.1 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.68 个百分点。非食品中，能源价格上涨 3.4%，涨幅回落 0.2 个百分点；扣除能源的工业消费品价格上涨 0.1%，涨幅回落 0.3 个百分点，其中新能源小汽车和燃油小汽车价格分别下降 6.9%和 5.2%，降幅均有扩大；服务价格上涨 0.8%，涨幅与上月相同，其中家庭服务和教育服务价格均上涨 1.8%，涨幅略有扩大。

图14:消费品与服务价格同比(%)



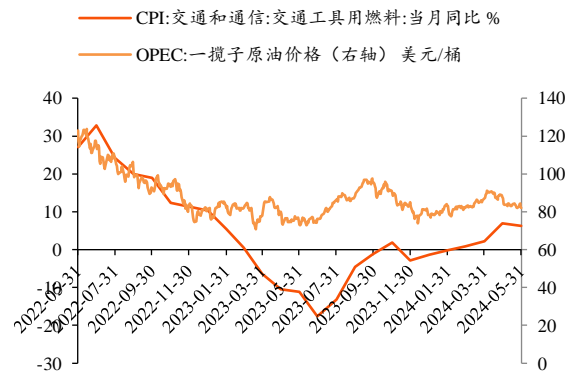
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:消费品与服务价格环比(%)



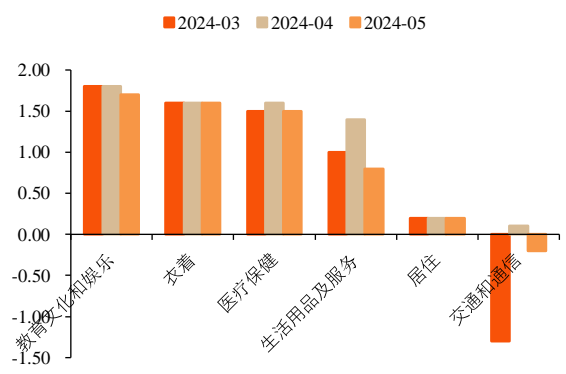
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:通信交通价格走势变化



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图17:近3个月非食品细分价格同比涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 投资建议

PPI 环比转正，释放积极信号。国内工业品市场供需关系改善等带动 PPI 环比由负转正，其中，生产资料价格上行明显，在夏季用电高峰背景下补库需求陆续释放，带动煤炭相关行业 PPI 环比上行，在大规模设备更新等政策下钢材市场预期转好，消费品制造业中可选消费行业价格环比上行，建材相关行业价格继续下降或显示地产端仍待改善。我们认为随着基数效应、输入性价格影响以及部分供需阶段性变化等因素综合带动，或影响下一阶段 PPI 价格指数回正。我们认为 CPI 短期内或在翘尾因素波动下有所浮动，但在基数效应影响减弱、有效需求修复、价格指数进一步传导

的路径下，CPI 或呈现温和回暖。综上，我们认为，短期物价对债市影响有限；长期来看，10Y 国债收益率有望向中性利率靠拢，债市大幅调整后仍是配置机会。

4. 风险提示

地缘政治风险：地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储货币政策超调：美联储货币政策或随市场变化进行调整，存在超出市场预期的可能；

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内物价变化超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在物价指数变化超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超预期：市场波动存超预期可能。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。