

5月通胀点评

AI需求出现影响通胀的迹象

5月CPI同比增速持平于4月，低于万得一致预期，PPI同比增速高于万得一致预期；AI需求对通胀的影响，体现在CPI上，表现为移动电话和平板电脑价格上涨，体现在PPI上，表现为电气设备和计算机通信产品价格上涨；关注5月CPI中猪肉价格向下共振的情况，考虑到当前猪肉价格处于历史偏低水平，如果猪肉价格见底回升，可能成为年内CPI同比增速超预期的因素。

- 5月CPI环比下降0.1%，同比增长1.2%，核心CPI同比增长1.1%，服务价格同比增长0.8%，消费品价格同比增长1.6%。
- 5月猪肉向下共振，但中长期看这一现象较难持续。5月CPI环比下降、同比增速与4月持平，低于万得一致预期。从环比看，食品影响CPI环比下降约0.07个百分点，能源影响CPI下降约0.01个百分点，服务影响CPI下降约0.03个百分点；从同比看，食品影响CPI同比下降约0.30个百分点，工业消费品影响CPI同比上涨约1.18个百分点，服务影响CPI同比上涨约0.40个百分点。整体来看，CPI低于预期的三个主要因素分别是食品的拖累、服务季节性回落、能源价格环比走低。从细项来看，还有值得关注的中类：一是食品价格受季节性影响出现分化，体现在鲜菜价格供给充足价格环比下降，但蛋类受供给偏紧和夏季高温影响价格环比上涨；二是猪肉价格环比继续下降，能源价格环比也由涨转降，导致猪肉价格向下共振；三是服务价格环比回落幅度超过历史同期平均水平，但旅游价格环比表现较好；四是AI相关需求旺盛带动移动电话机和平板电脑价格上涨。我们认为2026年CPI同比增速仍将维持在1.0%-2.0%区间，但需要关注几点可能的扰动：一是国际能源价格走势的不确定性，二是猪肉价格是否会见底回升，三是夏季天气因素对鲜菜、鲜果、水产品、蛋类等产品价格的影响，四是PPI同比增速上升向CPI的传导。
- 5月PPI环比增长0.5%，同比增长3.9%，其中生产资料同比增长5.2%，生活资料同比下降0.8%。5月PPIRM环比增长1.3%，同比增长5.8%。所有品类中，同比增速较4月上升较多的是化工原料类、燃料、动力类、纺织原料类和黑色金属，同比增速下降的仅有建筑材料类。
- 从同比看，价格上涨的行业中，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、黑色金属冶炼和压延加工业6个行业合计影响PPI同比上涨约2.56个百分点，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业合计影响PPI同比上涨约1.96个百分点；价格下降的行业中，非金属矿物制品业、电力热力生产和供应业、汽车制造业、农副食品加工业合计影响PPI同比下降约0.75个百分点。
- PPI同比增速超预期，年内同比增速高点可能突破4.0%。有色、能源和化工相关行业对PPI的拉动依然较强，5月对PPI同比增速贡献较大的因素新增了电气设备和计算机通信。我们维持此前观点，一方面，地缘冲突的不确定性，通过推高能源、有色、化工行业产品价格继续推高PPI，另一方面，全球算力投资需求较强拉动了相关产业产品价格。我们考虑到截至目前中东局势前景仍不明朗、算力投资需求持续释放、以及去年同期基数较低的影响，预计年内PPI同比增速将保持较强走势，不排除下半年同比增速高点或阶段性突破4.0%。
- **风险提示：**全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《2026年1-5月进出口数据点评》20260609
 《策略周报》20260607
 《美伊局势显现积极信号》20260607

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

5月CPI环比回落。5月CPI环比下降0.1%，增速较4月下降0.4个百分点。从分项环比看，5月环比上行的分项只有衣着（0.6%），环比降幅较大的分类包括食品烟酒（-0.2%）、交通通信（-0.3%）、生活用品及服务（-0.4%）和其他用品及服务（-0.4%）；5月分项中较4月环比增速上升的有衣着、食品烟酒和其他用品及服务，交通通信环比增速较4月下降3.8个百分点，降幅较大。

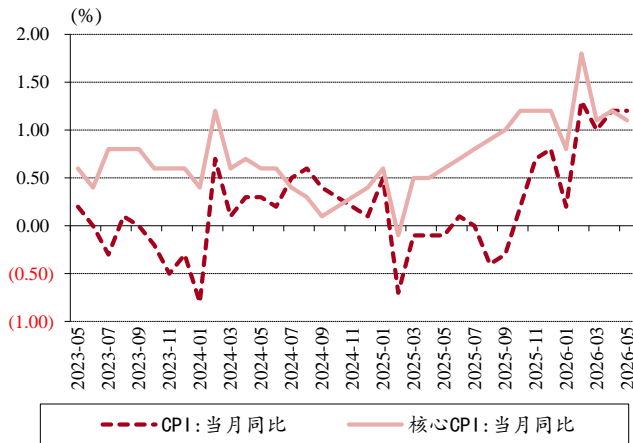
5月CPI同比增速低于万得一致预期，增速较4月持平。5月CPI同比增长1.2%，较4月持平，核心CPI同比增长1.1%，较4月下降0.1个百分点，服务价格同比增长0.8%，较4月下降0.1个百分点，消费品价格同比增长1.6%，较4月上升0.2个百分点。从分项同比看，5月同比增长的是其他用品及服务（9.9%）、交通通信（5.4%）、医疗保健（2.1%）、生活用品及服务（1.8%）、衣着（1.4%）、教育文化娱乐（1.3%），同比增速下降的是居住（-0.2%）和食品烟酒（-0.9%），同比增速较4月上升的是交通通信和生活用品及服务，同比增速较4月下降的是食品烟酒、衣着、医疗保健、其他用品及服务，居住和教育文化娱乐同比增速较4月持平。

5月食品烟酒部分品类价格出现分化。从环比看，5月食品价格环比下降0.4%，降幅比上月收窄1.2个百分点，影响CPI环比下降约0.07个百分点；食品中，应季蔬菜大量上市，鲜菜价格环比下降3.6%，影响CPI环比下降约0.06个百分点；猪肉供应充足，价格环比下降1.6%，降幅比上月收窄4.1个百分点，影响CPI环比下降约0.03个百分点；阶段性供给偏紧叠加夏季高温产蛋率下降、端午节前集中备货等因素影响，鸡蛋价格环比上涨6.1%，影响CPI环比上涨约0.03个百分点。从同比看，5月食品价格下降1.7%，降幅比上月扩大0.1个百分点，影响CPI同比下降约0.30个百分点；其中，猪肉价格同比下降16.1%，降幅比上月扩大0.9个百分点，影响CPI同比下降约0.31个百分点；鲜果价格同比下降2.2%，影响CPI同比下降约0.04个百分点；鸡蛋、羊肉、牛肉、禽肉类、水产品和鲜菜价格均同比有上涨，合计影响CPI同比上涨约0.13个百分点。

能源和服务价格变动影响较大。从环比看，5月受国际油价传导影响，国内汽油价格由上月环比上涨12.6%转为环比下降0.3%，带动能源价格由上月环比上涨5.7%转为环比下降0.1%，对CPI环比的影响由上月上拉0.39个百分点转为下拉0.01个百分点；受“五一”节后出行季节性回落影响，服务价格由上月环比上涨0.5%转为环比下降0.1%，对CPI环比的影响由上月上拉0.22个百分点转为下拉0.03个百分点，其中交通工具租赁和飞机票价格合计影响CPI环比下降约0.04个百分点；夏装换季上新带动服装价格上涨，AI相关需求旺盛带动移动电话机和平板电脑价格上涨，三项合计影响CPI环比上涨约0.05个百分点。从同比看，5月工业消费品价格同比上涨3.9%，涨幅比上月扩大0.4个百分点，影响CPI同比上涨约1.18个百分点，其中汽油价格受上年同期对比基数较低影响，同比涨幅继续扩大至23.5%，影响CPI同比上涨约0.66个百分点，黄金饰品价格同比涨幅继续回落至39.0%，影响CPI同比上涨约0.17个百分点；家用器具和服装价格同比分别上涨3.4%和1.5%，合计影响CPI同比上涨约0.12个百分点；服务价格同比上涨0.8%，涨幅比上月回落0.1个百分点，影响CPI同比上涨约0.40个百分点，其中出行服务价格同比涨幅较上月回落。

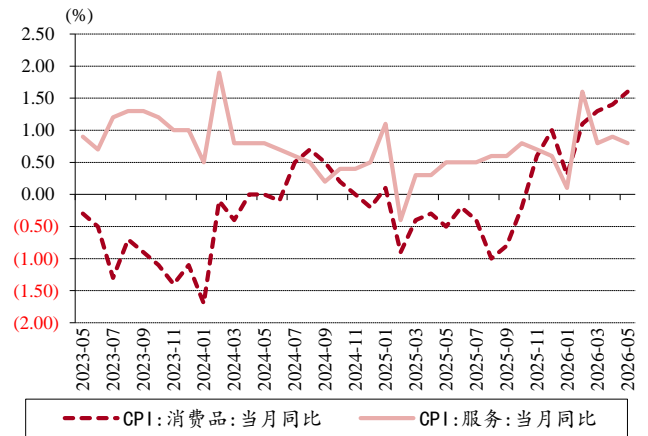
5月猪油向下共振，但中长期看这一现象较难持续。5月CPI环比下降、同比增速与4月持平，低于万得一致预期。从环比看，食品影响CPI环比下降约0.07个百分点，能源影响CPI下降约0.01个百分点，服务影响CPI下降约0.03个百分点；从同比看，食品影响CPI同比下降约0.30个百分点，工业消费品影响CPI同比上涨约1.18个百分点，服务影响CPI同比上涨约0.40个百分点。整体来看，CPI低于预期的三个主要因素分别是食品的拖累、服务季节性回落、能源价格环比走低。从细项来看，还有值得关注的中类：一是食品价格受季节性影响出现分化，体现在鲜菜价格供给充足价格环比下降，但蛋类受供给偏紧和夏季高温影响价格环比上涨；二是猪肉价格环比继续下降，能源价格环比也由涨转降，导致猪油价格向下共振；三是服务价格环比回落幅度超过历史同期平均水平，但旅游价格环比表现较好；四是AI相关需求旺盛带动移动电话机和平板电脑价格上涨。我们认为2026年CPI同比增速仍将维持在1.0%-2.0%区间，但需要关注几点可能的扰动：一是国际能源价格走势的不确定性，二是猪肉价格是否会见底回升，三是夏季天气因素对鲜菜、鲜果、水产品、蛋类产品价格的影响，四是PPI同比增速上升向CPI的传导。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



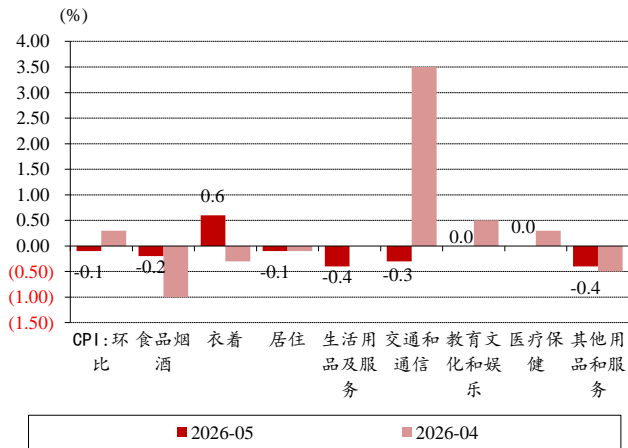
资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



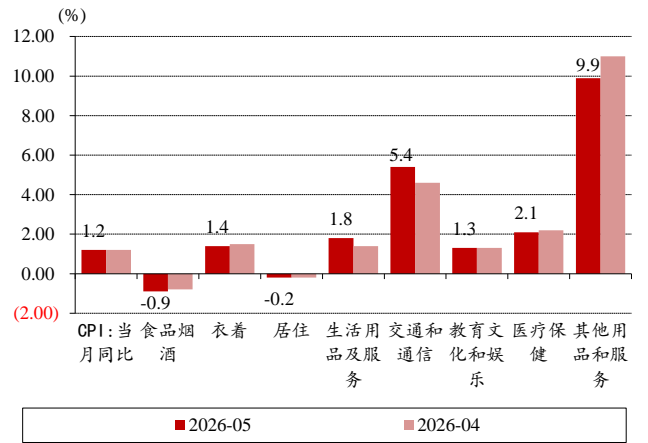
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. CPI 环比走势



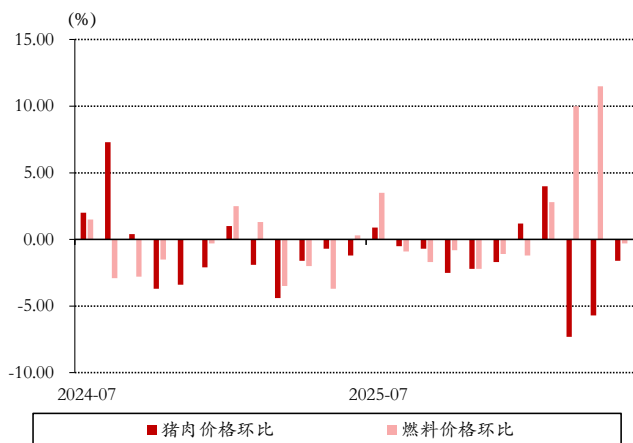
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



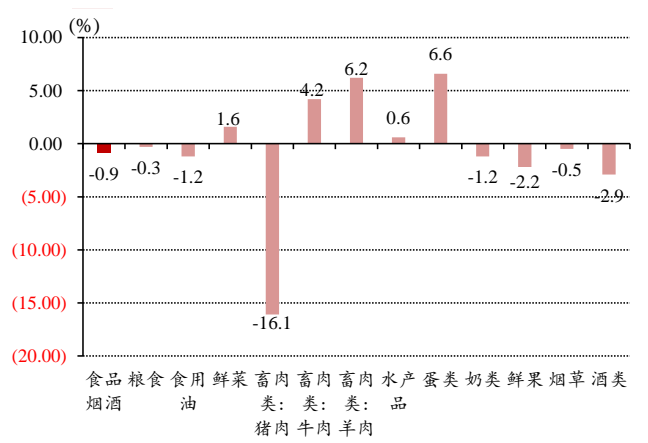
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 猪肉价格和燃料价格环比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 5 月食品类价格同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

PPI

PPI 环比涨幅回落。5月PPI环比增长0.5%，较4月下降1.2个百分点，其中生产资料环比增长0.7%，生活资料环比持平。5月PPI同比增长3.9%，较4月上升1.1个百分点，其中生产资料同比增长5.2%，较4月上升1.4个百分点，生活资料同比下降0.8%，较4月收窄0.2个百分点。

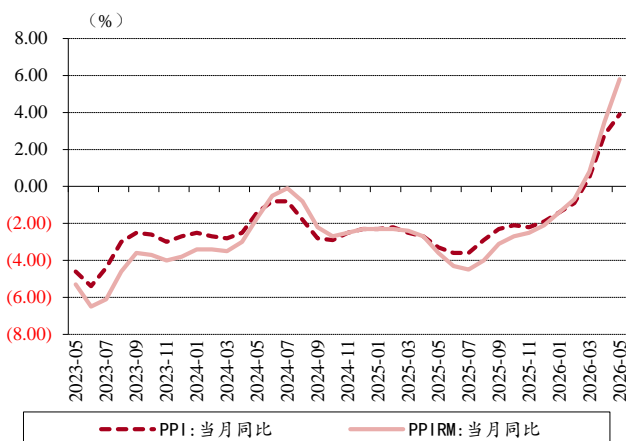
5月PPIRM环比增长1.3%，同比增长5.8%，较4月上升2.3个百分点；从构成来看，5月同比增速上升较多的是有色金属材料类（22.0%），化工原料类（11.8%）和燃料、动力类（10.0%），同比增速下降的是建筑材料类（-5.5%），农副产品类（-1.6%）和木材及纸浆类（-1.6%）；所有品类中，同比增速较4月上升较多的是化工原料类、燃料、动力类、纺织原料类和黑色金属，同比增速下降的仅有建筑材料类。

5月主要行业中出厂价格同比增速较高的是，有色金属矿采选业（36.5%），石油和天然气开采业（35.7%）和有色金属冶炼及压延加工业（24.0%），同比增速较低的是非金属矿物制品业（-5.1%），医药制造业（-4.5%）和电力、热力的生产和供应业（-4.4%）；同比增速较4月上升较多的是石油和天然气开采业，煤炭开采和洗选业和石油、煤炭及其他燃料加工业，下降的仅有有色金属矿采选业，电力、热力的生产和供应业和农副食品加工业。

拉动 PPI 同比上涨的主要是有色和能源。5月PPI环比运行的主要特点：一是产业结构优化升级带动部分行业价格上行。特别值得关注的是，电气化进程加快，人工智能与各领域深度融合，算力需求增长等带动有色金属、电气机械和计算机相关行业价格上涨，有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨1.1%，其中锡冶炼、铜冶炼价格分别环比上涨4.8%和3.1%；计算机通信和其他电子设备制造业价格环比上涨0.6%，其中集成电路封装测试系列、外存储设备及部件价格分别环比上涨2.9%和1.9%；电气机械和器材制造业价格环比上涨0.5%，其中光纤制造、电线电缆制造价格分别环比上涨8.0%和1.2%。二是季节性需求增加带动部分行业价格上涨。三是国际原油价格波动传导影响国内相关行业价格由涨转降或涨幅回落。从同比看，价格上涨的行业中，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、黑色金属冶炼和压延加工业6个行业合计影响PPI同比上涨约2.56个百分点，上拉影响较上月增加0.51个百分点；石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业合计影响PPI同比上涨约1.96个百分点，上拉影响较上月增加0.46个百分点。价格下降的行业中，非金属矿物制品业、电力热力生产和供应业、汽车制造业、农副食品加工业合计影响PPI同比下降约0.75个百分点，下拉影响较上月增加0.01个百分点。

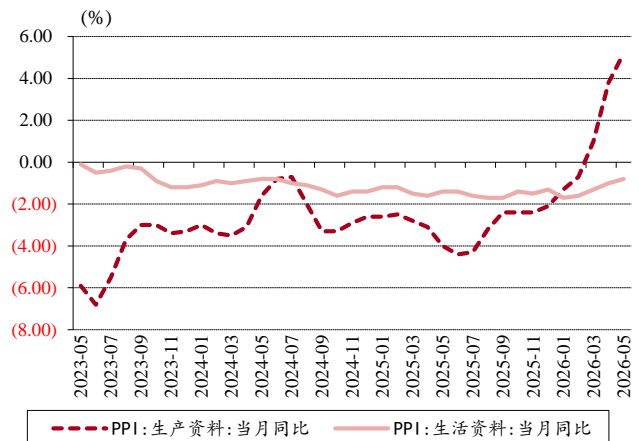
PPI 同比增速超预期，年内同比增速高点可能突破 4.0%。有色、能源和化工相关行业对PPI的拉动依然较强，5月对PPI同比增速贡献较大的因素新增了电气设备和计算机通信。我们维持此前观点，一方面，地缘冲突的不确定性，通过推高能源、有色、化工行业产品价格继续推高PPI，另一方面，全球算力投资需求较强拉动了相关产业产品价格。我们认为考虑到截至目前中东局势前景仍不明朗、算力投资需求持续释放、以及去年同期基数较低的影响，预计年内PPI同比增速将保持较强走势，不排除下半年同比增速高点或阶段性突破4.0%。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增速



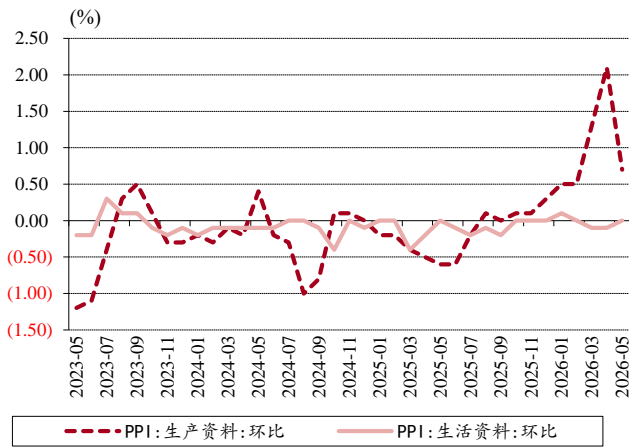
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



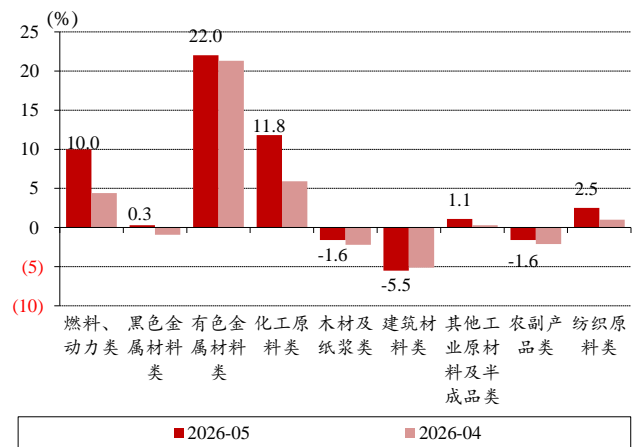
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



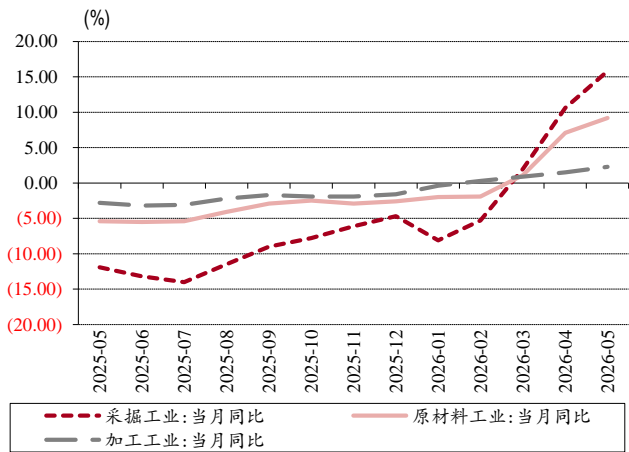
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



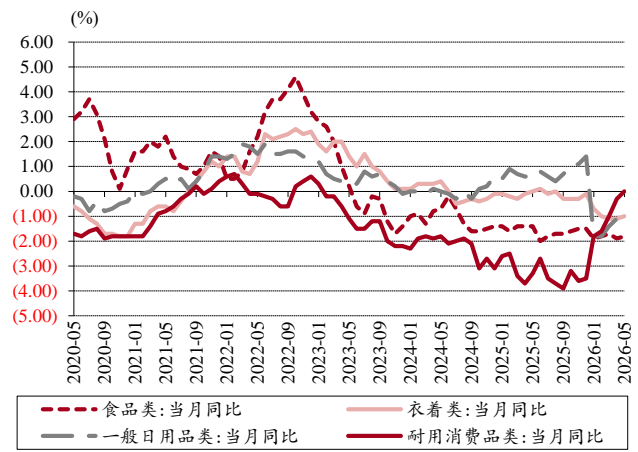
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀二次上行的风险; 欧美经济回落速度偏快; 国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371