

## 黄金与半导体消长，服务与核心 CPI 趋降 ——通胀数据点评（2026.5）

证券分析师：秦泰

电话：

E-MAIL: qintai@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190526040001

5月油价涨幅再度走高但CPI同比持平，服务CPI和核心CPI同比均小幅下行，总体指向国内消费需求内生增长动能需巩固。5月CPI同比1.2%与4月持平，在国际油价涨幅较高的传导效应影响下消费品CPI同比1.6%，较4月上行0.2个百分点，其中交通工具用燃料同比涨幅在4月高位基础上继续扩大3.7个百分点至21.1%，这也意味着扣除燃料的CPI同比涨幅是有所回落的。5月核心CPI、服务CPI同比分别为1.1%、0.8%，涨幅均较4月回落0.1个百分点。

食品环比涨幅稍高于季节性，主要源于近期天气变化较为剧烈导致鲜菜价格跌幅较小，属短期扰动。5月食品CPI环比-0.4%，高于季节性均值约0.8个百分点；受基数扰动影响同比-1.7%跌幅较4月小幅扩大0.1个百分点。环比稍高于季节性的表现主要来自鲜菜，当月环比-3.6%，跌幅较季节性均值收窄4.9个百分点，或与近期全国多地反常高温等气候短期变化有关。畜肉、鲜果环比分别为-0.8%、0.6%，分别较季节性均值稍高0.6个百分点和低0.8个百分点，整体波动较小。考虑到畜肉价格近期一段时间以来总体跌多涨少，单月稍有向上波动尚不能指向猪周期见底。

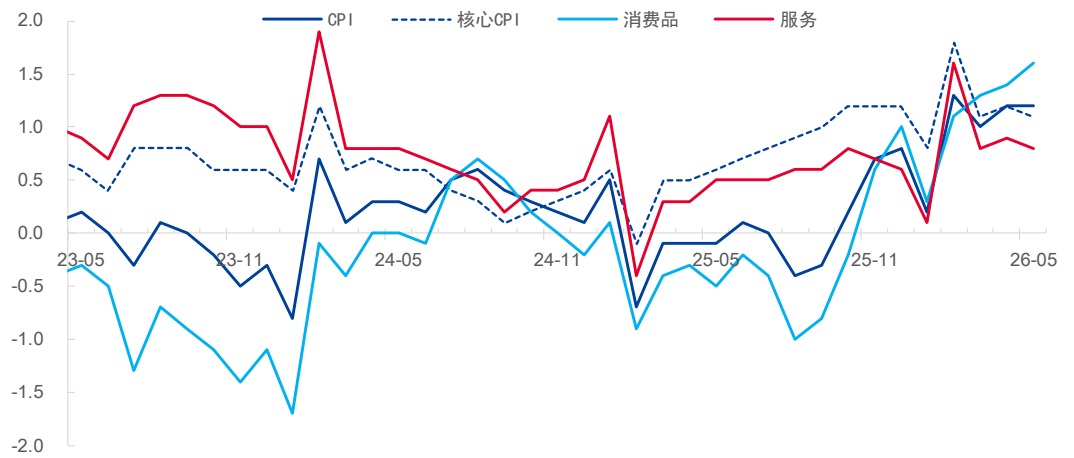
服务拖累核心CPI同比涨幅趋降，黄金与半导体价格此消彼长，工业消费品总体波动不大。此种CPI结构性表现指向居民商品和服务消费内生动能仍需巩固。5月核心CPI同比1.1%，较4月回落0.1个百分点。其中服务同比0.8%亦较4月回落0.1个百分点是主要原因。服务中房租同比-0.6%持平于4月低位，而其他服务同比则下滑0.1个百分点至1.2%，其中出行服务价格上涨2.8%，涨幅比上月回落0.9个百分点是主要原因，这显示五一假期后居民服务消费需求总体有所走弱。不含交通工具用燃料的工业消费品同比1.5%，较4月小幅回升0.1个百分点，主要原因是全球半导体涨价潮对消费电子产品价格形成传导，5月通信工具同比涨幅扩大2.4个百分点至6.6%，较大程度上抵消了国际金价涨幅回落的向下传导效应（5月包含金银珠宝项的其他用品和服务同比涨幅收窄1.1个百分点至9.9%）；其他主要商品类别涨幅变动较小。这显示居民商品消费需求总体意愿亦较为一般，核心CPI中商品价格的波动主要来自全球市场部分产品价格消长的传导性影响。

油价高位煤价小幅跟涨，PPI涨幅有所扩大。5月PPI同比3.9%，涨幅较4月扩大1.1个百分点。我国PPI同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者基本可形成国内供需闭环，对PPI影响程度更深，也构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。5月美伊谈判波折中进行，油价中枢高位震荡，石油和天然气开采环比涨势结束，5月转为环比略跌0.1%，而由于基数走低原油同比继续冲高。受国际原油价格的小幅传导、以及国内用电需求提升的带动，煤炭冶金产业链环比涨幅有所扩大，煤炭开采及洗选、黑色金属环比分别上涨3.2%、1.2%，涨幅分别较4月上行1.3、0.6个百分点。

总体上，5月油价同比冲高但总体CPI同比持平、服务拖累核心CPI同比趋降、核心商品主要反映黄金和半导体价格消长传导、PPI亦主要由国际油价驱动向国内能源价格渗透有限的结构，仍指向国内居民商品和服务消费内生增长动能尚待巩固，工业生产总体供强于需的阶段性、结构性特征。这种内需结构背景下，预计国内债市利率曲线尚不至于出现显著上行的基本面压力，股市短期波动加大但风格轮动时机尚难言成熟。

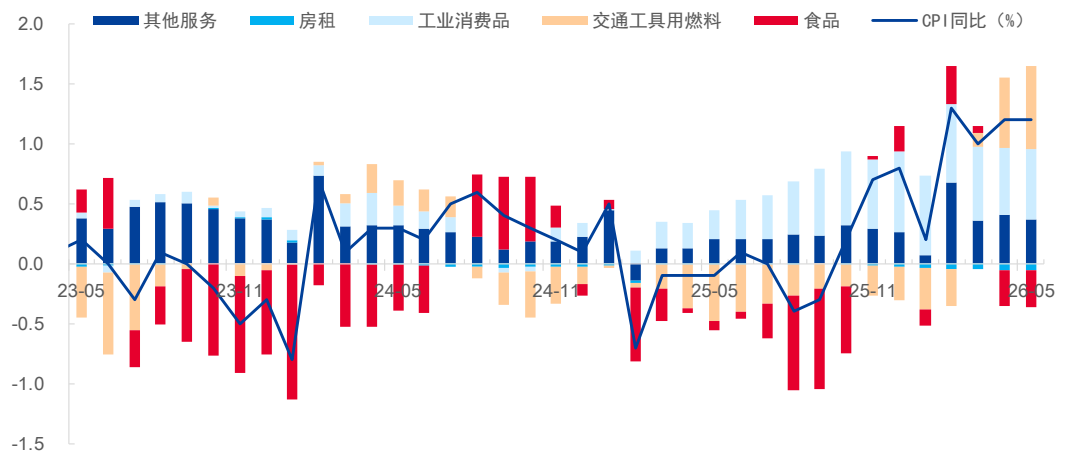
风险提示：油价若维持高位较长时间，则可能进一步向核心CPI传导，从而引发价格上涨挤出消费的风险。

图表1: CPI、核心CPI、消费品和服务同比 (%)



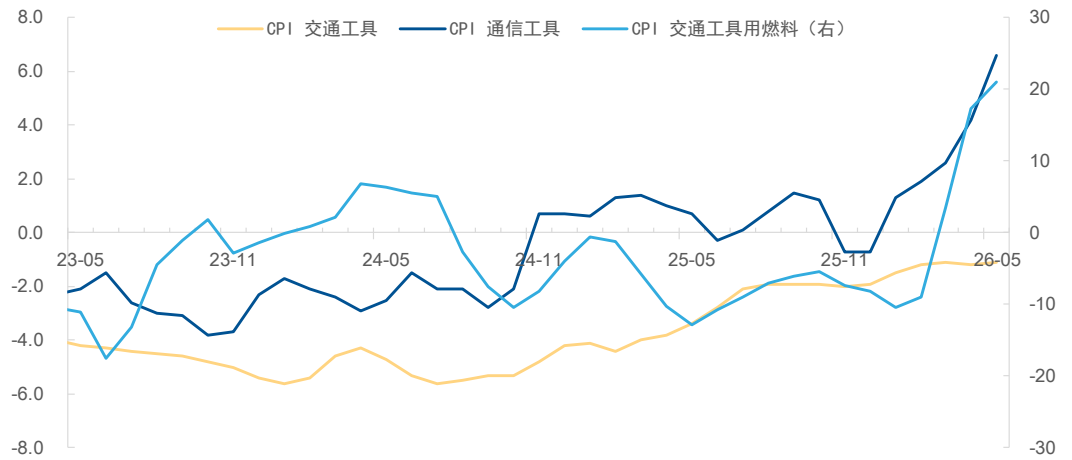
资料来源: CEIC, 太平洋证券

图表2: CPI 同比及贡献结构 (%)



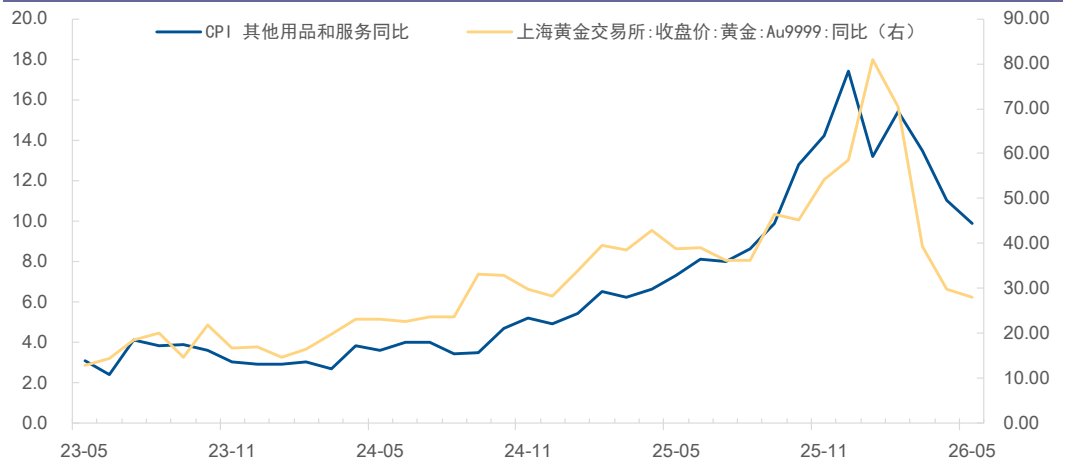
资料来源: CEIC, 太平洋证券

图表3: CPI 交通工具用燃料、交通工具、通信工具同比 (%)



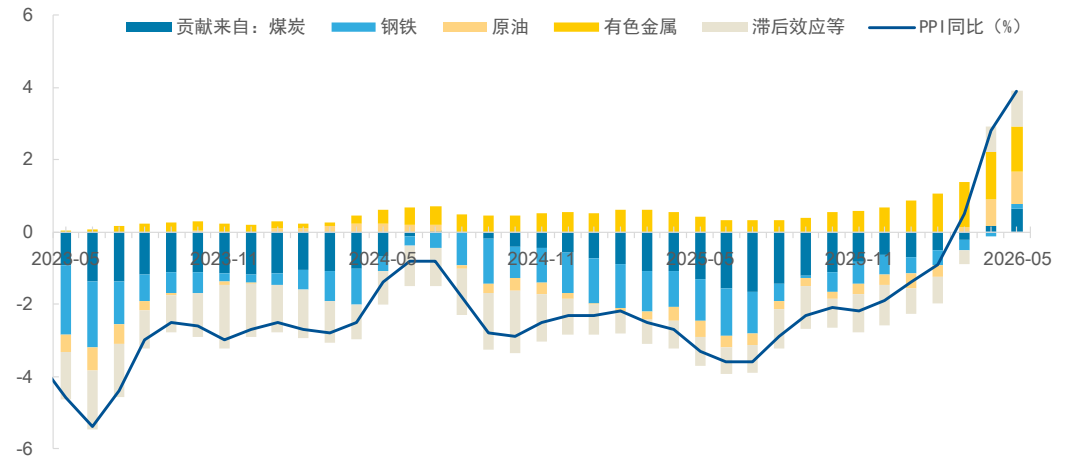
资料来源: CEIC, 太平洋证券

图表4: CPI 其他用品和服务同比与金价同比 (%)



资料来源: CEIC, 太平洋证券

图表5: PPI 同比及敏感性分析 (%)



资料来源: CEIC, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 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

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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。

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研究人员的个人观点。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。