

生产端涨价、需求端温和，超长债仍可期

——5月物价数据点评

投资要点：

证券分析师

廖志明
SAC: S1350524100002
liaozhiming@huayuanstock.com

联系人

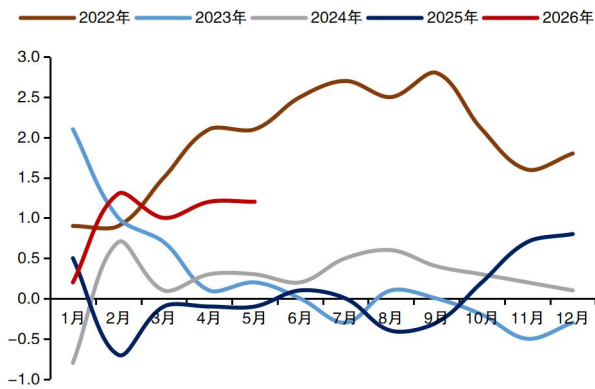
马赫
mahe@huayuanstock.com

- **核心观点：5月CPI同比涨幅与上月持平，PPI同比涨幅较4月有所扩张，国际输入性因素持续大幅推动生产资料价格扩张，生活资料价格同比仍处负增长区间，中下游企业利润或承压。**如果是典型需求复苏，PPI上行往往会逐步向CPI传导，服务价格和核心CPI也会同步走强；但26年5月的情况并非如此。PPI在有色金属、能源等链条上明显抬升，CPI却被食品、服务和部分终端需求约束住，或说明通胀压力主要集中在生产端和成本端，而不是居民部门的全面涨价。5月的出口高增或主要来自外需较强和全球产业链分工。**我们认为内需信号或仍待验证，长债中枢仍可能维持低位，超长债机会仍较突出。**
- 1) **中下游企业利润或有所承压。**PPIRM-PPI、PPI-CPI剪刀差连续扩大，成本传导或存一定压力，实体经济融资需求持续较弱，信贷或仍偏弱，未来半年季度社融增速或继续回落。前4个月规上工业企业利润整体表现亮眼，但食品、服装、文体等行业偏弱，终端需求或仍有待提升。
- 2) **能源和AI相关链条助推PPI、CPI、进出口数据。**能源、AI相关链条进出口当月同比“量价背离”扩大，价格因素成为名义进出口增速抬升的关键驱动。从进口数据看，集成电路、原油价格上升显著影响进口金额，成为影响输入性通胀的重要因素。受AI产业影响，PPI中计算机、通信和其他电子设备制造业价格、CPI中通信工具价格同比均有所上涨，相关价格上涨或更多来自于产业需求。
- **CPI同比涨幅持平，内需或仍偏弱。**5月CPI同比+1.2%，与上月持平；环比-0.1%，较上月-0.4pct。5月核心CPI同比+1.1%，较上月-0.1pct；环比-0.1%，较上月-0.3pct。
- 1) **食品价格继续负增长，猪肉价格降幅扩大。**食品价格当月同比连续两个月下降，5月为-1.7%，较上月跌幅扩大0.1pct，5月食品烟酒对CPI的拉动为-0.27pct，为影响CPI同比涨幅的主要拖累项。5月猪肉价格同比下降16.1%，降幅比4月扩大0.9pct，影响CPI同比下降约0.31pct。日常消费价格或仍有压力。
- 2) **核心CPI涨幅略有下降，能源、有色价格驱动明显。**5月汽油同比价格涨幅继续扩大至23.5%，影响CPI同比上涨约0.66pct；黄金饰品价格涨幅继续回落至39.0%，影响CPI同比上涨约0.17pct。5月AI相关需求旺盛带动移动电话机和平板电脑环比价格分别上涨1.6%和1.1%，通信工具价格当月同比+6.6%，较上月+2.4pct。
- **PPI同比连续三月正增长，上游成本与部分新产业需求共振。**26年5月PPI同比+3.9%，较上月+1.1pct；环比+0.5%，较上月-1.2pct，环比连续8个月正增长，环比涨幅边际收窄，能源、大宗商品和原材料价格高企持续影响企业成本端价格，上游价格较强。生产资料与生活资料价格走势继续分化，但生活资料降幅收窄，但中下游企业利润短期内或仍承压。其中生产资料同比+5.2%，较4月的+3.8%涨幅扩大，成为拉动PPI同比改善的核心力量；生活资料同比-0.8%，较4月的-1.0%降幅微收

窄 0.2 个百分点。美伊冲突尚存不确定性，国际油价与有色金属价格预计将维持高位，受全球产业链分工及国内制造业优势影响，AI 产业需求旺盛，相关硬件价格高企，输入性通胀压力持续存在，若国内需求偏弱持续，中下游企业利润或有一定的压力。

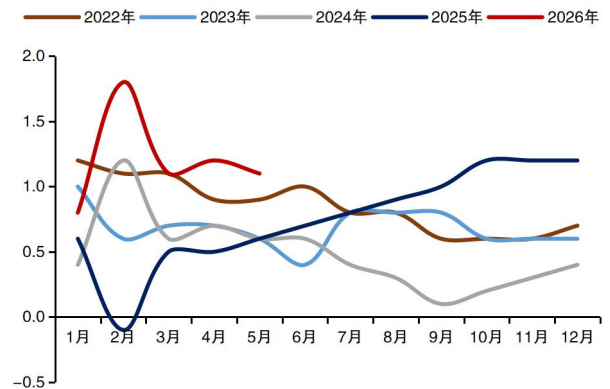
- 1) **能源、有色、AI 产业链输入性通胀影响显著。**石油行业中，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业价格同比分别上涨 35.7%、18.4%和 12.7%，合计影响 PPI 同比上涨约 1.96pct，上拉影响较上月增加 0.46pct。有色行业中，有色金属矿采选业价格同比上涨 36.5%，有色金属冶炼和压延加工业同比上涨 24.0%。AI 硬件中，集成电路 5 月进口数据呈现“量价背离”，进口金额同比增速明显高于进口数量同比增速，名义进口增长更多来自价格上涨，5 月集成电路封装测试系列、外存储设备及部件价格环比分别上涨 2.9%和 1.9%。国际能源价格高位震荡可能影响企业生产预期，加剧企业成本管理难度，对企业战略决策和投资或产生冲击。随着时间推移中东局势对商品价格扰动或相对减弱，对应不确定性或将下降。
 - 2) **国内季节性需求、产业结构优化驱动部分行业价格上行。**“迎峰度夏”备煤和非电用煤需求增加，5 月煤炭开采和洗选业价格环比+3.2%(4 月为+1.9%)，同比+10.0%(4 月为+3.1%)。5 月计算机通信和其他电子设备制造业价格环比上涨 0.6%，价格同比上涨 2.1%(4 月为+1.5%)。
- **债券收益率曲线有望适度走平，超长债机会仍较突出。**今年一季度美伊冲突导致国际能源价格大幅上行，市场对高油价带来通胀上行和需求下行风险或有一定的担忧。倘若后续原油价格不大幅上升，我们预计 6 月或 7 月 PPI 同比增速将见顶，通胀担忧将减弱。当前，信用利差已大幅压缩，债券收益率曲线格外陡峭，未来或需高度重视久期策略。当前，中短债收益率处于历史低位，信用利差低，债券收益率曲线陡峭，超长债机会突出。我们预计二季度 10Y 国债收益率走向 1.70%，30Y 国债收益率走向 2.1%，下半年 30Y 国债收益率可能突破 2.0%。我们建议重点关注 20Y 及以上国债和地方债之机会。
 - **风险提示：财政大幅发力，导致债市调整；理财及债基等监管政策可能超预期，带来债市扰动；股市可能大幅走强，对债市情绪有冲击等。**

图表 1: CPI 当月同比季节性走势 (%)



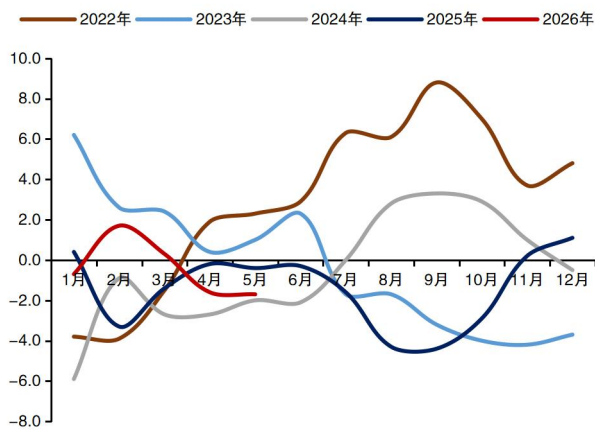
资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 2: 核心 CPI 当月同比季节性走势 (%)



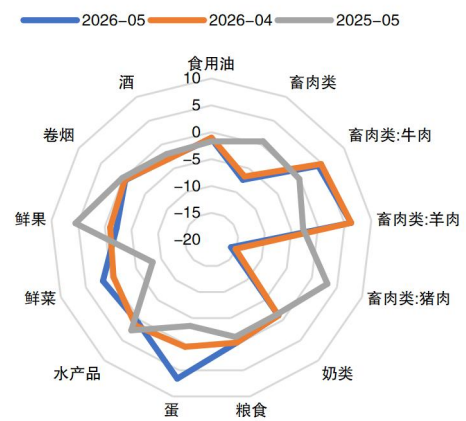
资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 3: 食品 CPI 当月同比季节性走势 (%)



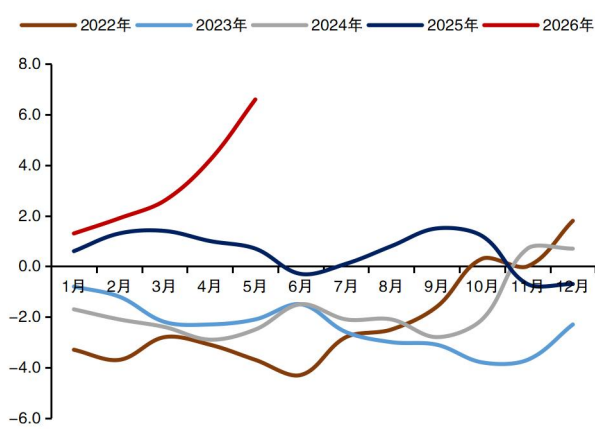
资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 4: 食品烟酒项目 CPI 当月同比变化 (%)



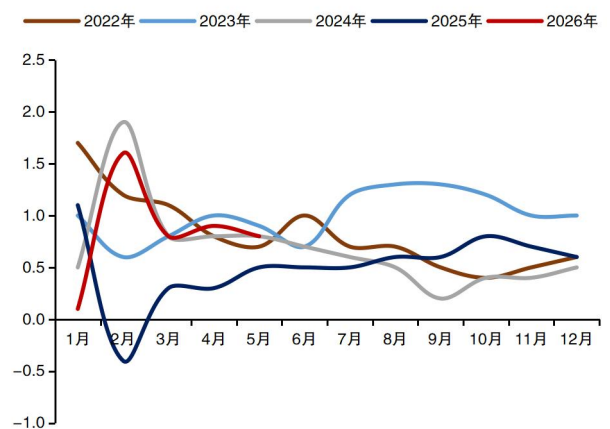
资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 5: 通信工具 CPI 当月同比季节性走势 (%)

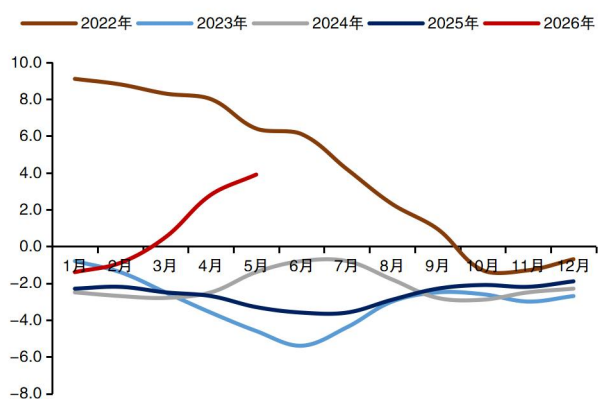


资料来源: iFinD、华源证券研究所

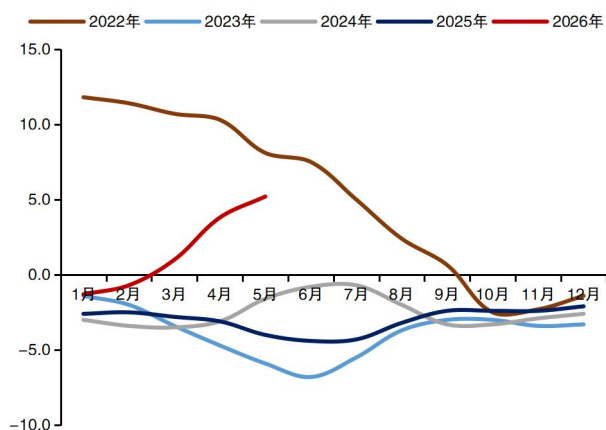
图表 6: 服务项目 CPI 当月同比季节性走势 (%)



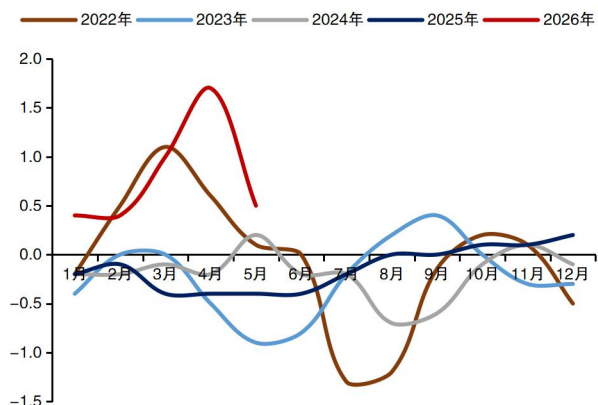
资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 7: PPI 当月同比季节性走势 (%)


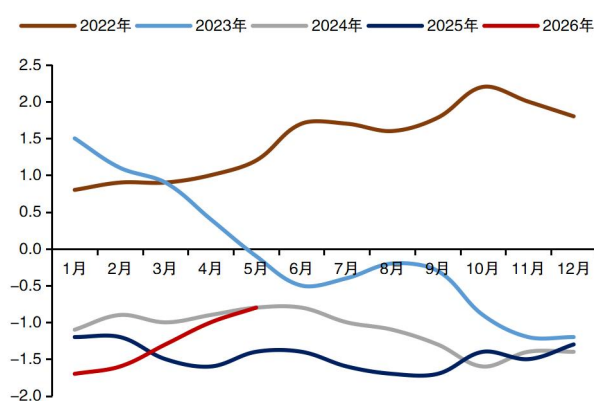
资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 8: 生产资料 PPI 当月同比季节性走势 (%)


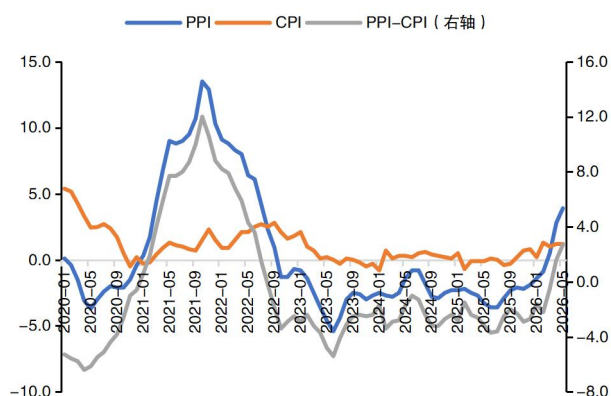
资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 9: PPI 当月环比季节性走势 (%)


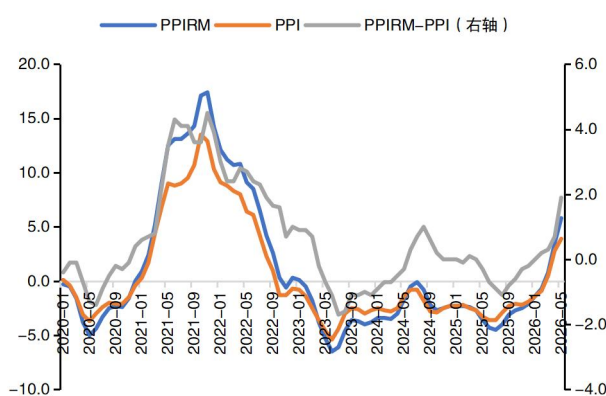
资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 10: 生活资料 PPI 当月同比季节性走势 (%)


资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 11: CPI 和 PPI 当月同比走势 (%)


资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 12: PPIRM 和 PPI 当月同比走势 (%)


资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 13：2026 年 5 月主要物价数据

2026 年 05 月主要物价数据当月同比 (%)				
指标名称	2025 年 5 月	2026 年 3 月	2026 年 4 月	2026 年 5 月
CPI	-0.1	1.0	1.2	1.2
核心 CPI	0.6	1.1	1.2	1.1
食品	-0.4	0.3	-1.6	-1.7
非食品	0.0	1.2	1.8	1.9
消费品	-0.5	1.3	1.4	1.6
服务项目	0.5	0.8	0.9	0.8
PPI	-3.3	0.5	2.8	3.9
生产资料	-4.0	1.0	3.8	5.2
生活资料	-1.4	-1.3	-1.0	-0.8

2026 年 05 月主要物价数据当月环比 (%)				
指标名称	2025 年 5 月	2026 年 3 月	2026 年 4 月	2026 年 5 月
CPI	-0.2	-0.7	0.3	-0.1
核心 CPI	0.0	-0.7	0.2	-0.1
食品	-0.2	-2.7	-1.6	-0.4
非食品	-0.2	-0.2	0.7	-0.1
消费品	-0.3	-0.3	0.1	-0.2
服务项目	0.0	-1.1	0.5	-0.1
PPI	-0.4	1.0	1.7	0.5
生产资料	-0.6	1.3	2.1	0.7
生活资料	0.0	-0.1	-0.1	0.0

资料来源：iFinD、华源证券研究所

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。