

通胀走势符合预期，上下游价格分化加剧—5月

2024年6月12日

通胀数据点评

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

李席丰

lixif@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

主要内容：

一、事件回顾

5月CPI同比持平，环比下跌，PPI同比降幅继续收窄，环比增速由跌转涨。6月12日，国家统计局公布的通胀数据显示，5月CPI同比上涨0.3%，持平于前值（0.3%）；PPI同比增长-1.4%，高于前值（-2.5%）。

二、具体分析

（1）5月CPI环比由涨转跌，非食品项同比走弱，核心CPI同比回落，环比弱于季节性。5月CPI同比增速持平，CPI环比由涨转跌，强于季节性（-0.3%）。分项来看，5月CPI内部分化小幅收窄，其中食品项同比下跌2.0%，跌幅较上月收窄0.7个百分点，非食品项同比增速为0.8%，较上月下行0.1个百分点。核心CPI同比较上月下行0.1个百分点，核心通胀动能边际回落；环比由涨转跌，较上月下行0.4个百分点，弱于季节性（约0.0%）。CPI食品项环比继续强于季节性，非食品项中除衣着分项外均弱于季节性，节日效应有所消退。

（2）PPI同比降幅收窄主要受到基数走低、部分国际大宗商品价格上行、国内工业品市场供需关系改善等因素的影响。5月PPI价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响-0.9和-0.5个百分点，较上月分别上升0.9和0.2个百分点，翘尾因素拖累减弱是PPI同比降幅收窄的主要原因。原油和有色金属等国际大宗商品走势分化，钢铁、煤炭等内需定价商品价格由弱走强。产业链上游原材料多数涨价，而中下游价格仍然偏弱，产业链利润主要向上游集中。

三、展望

（1）5月CPI和PPI整体符合预期，预计后续CPI将低位波动，PPI有望继续上升。在总需求没有明显改善和翘尾支撑因素减弱等影响下，后续CPI同比预计主要在0-1%的区间低位波动。对于PPI，5月PPI同比增速出现回升，主要是受到基数效应、政策刺激和有色金属等大宗商品涨价的影响，重点关注超长期国债、专项债、设备更新政策等对工业品需求的拉动。从基数来看，6月PPI基数最低，PPI同比在6月抬升速度有望加快。

（2）5月通胀水平继续修复，并呈现以下特征：（1）从绝对水平上，5月通胀中枢上移，但是未超预期。虽然5月CPI同比持平，略低于预期，但是PPI同比增速出现回升，回升幅度略高于预期，并推动通胀中枢上移。整体上通胀水平符合预期，因此债市在数据公布后几乎没有受到影响。（2）CPI回升动能偏弱，反映居民实际需求仍不足。5月CPI在基数走低下同比持平，核心CPI环比弱于季节性，反映居民实际需求有限；PPI同比上涨主要是受到基数效的影响，内在需求还有待强化。（3）CPI和PPI翘尾因素均呈现出6月走强、三季度走弱、四季度再度走强的趋势。

1. 事件描述

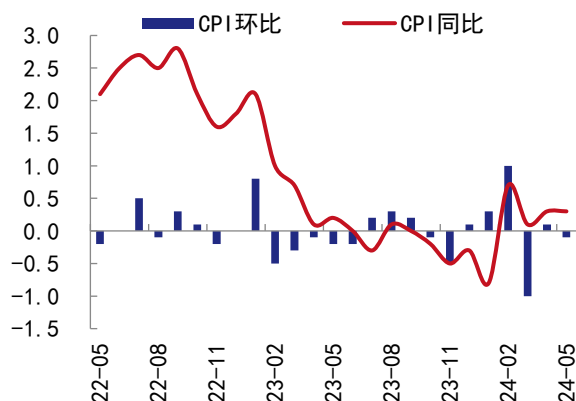
5月CPI同比持平，环比下跌，PPI同比降幅继续收窄，环比增速由跌转涨。6月12日，国家统计局公布的通胀数据显示，5月CPI同比上涨0.3%，持平于前值(0.3%)；PPI同比增长-1.4%，高于前值(-2.5%)。

2. 具体分析

5月CPI环比由涨转跌，非食品项同比走弱，核心CPI同比回落，环比弱于季节性。5月CPI同比上涨0.3%，略低于wind市场预期(0.4%)，和前一月同比持平；CPI环比下跌0.1%，强于季节性(-0.3%)，前一月上涨0.1%。分项来看，5月CPI内部分化收窄，其中食品项同比下跌2.0%，跌幅较上月收窄0.7个百分点，非食品项同比增速为0.8%，较上月下行0.1个百分点，食品项和非食品项同比差距缩小。剔除食品和能源后，5月核心CPI同比上涨0.6%，较上月下行0.1个百分点；环比下跌0.2%，弱于季节性(约0.0%)，前一月上涨0.2%。

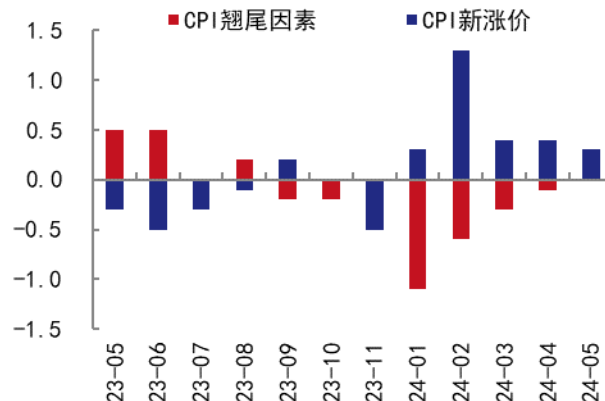
CPI食品项环比继续强于季节性，非食品项中除衣着分项外均弱于季节性，节日效应有所消退。细分项上，CPI食品环比增速上升1.0个百分点至0.0%，强于季节性(-1.4%)。食品中各品种涨跌不一，鲜菜、鲜果、畜肉和蛋类价格环比增速均较前月上升。其中，受南方暴雨天气、蛋鸡夏季产蛋率下降和生猪产能调减等因素影响，鲜果、鸡蛋和猪肉价格分别上涨3.0%、2.7%和1.1%，CPI分项鲜菜、鲜果、畜肉和蛋类环比均强于季节性，较上月分别上升1.2、5.0、0.4和4.2个百分点，其他食品分项均弱于季节性。CPI非食品价格由上月上涨0.3%转为下跌0.2%，弱于季节性(0.0%)，影响CPI环比下降约0.14个百分点。五一假期后出行热度季节性减退，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%；受国际油价下跌影响，国内汽油价格下降0.8%；夏装换季上新，服装价格上涨0.4%。

图1 5月CPI环比和同比



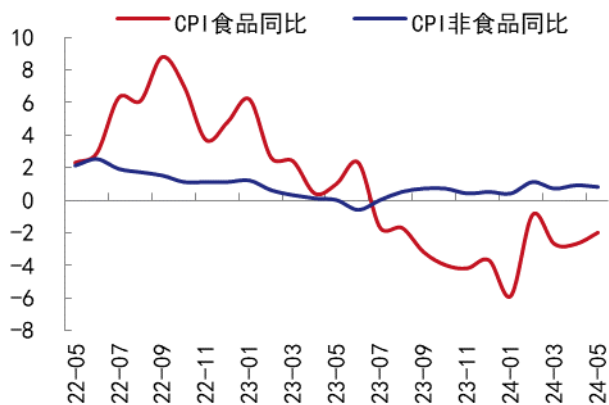
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图2 5月CPI同比价格组成因素



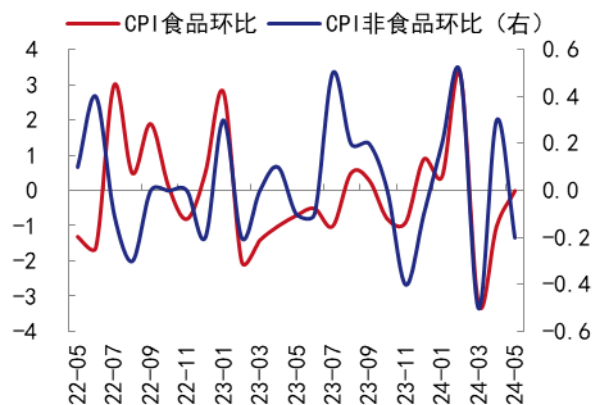
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图3 5月CPI分项同比



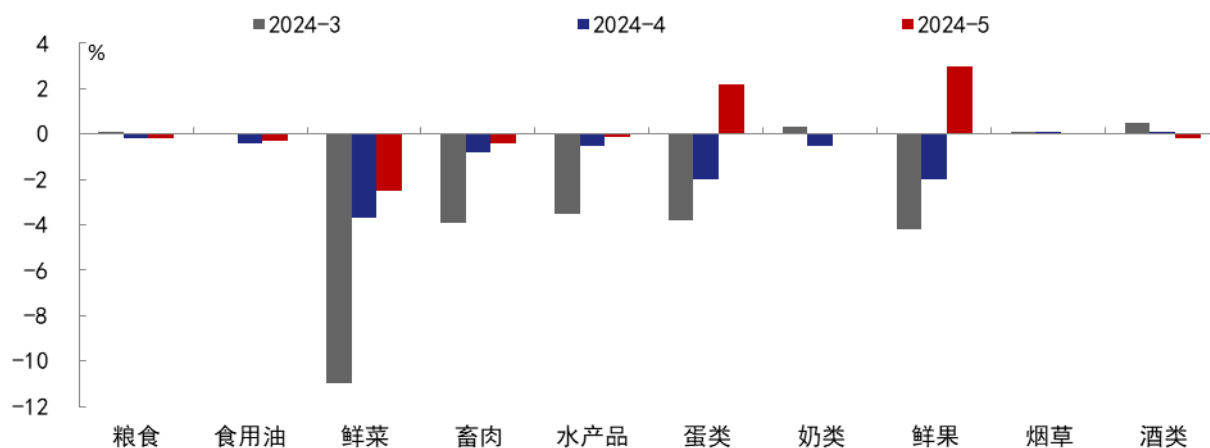
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图4 5月CPI分项环比



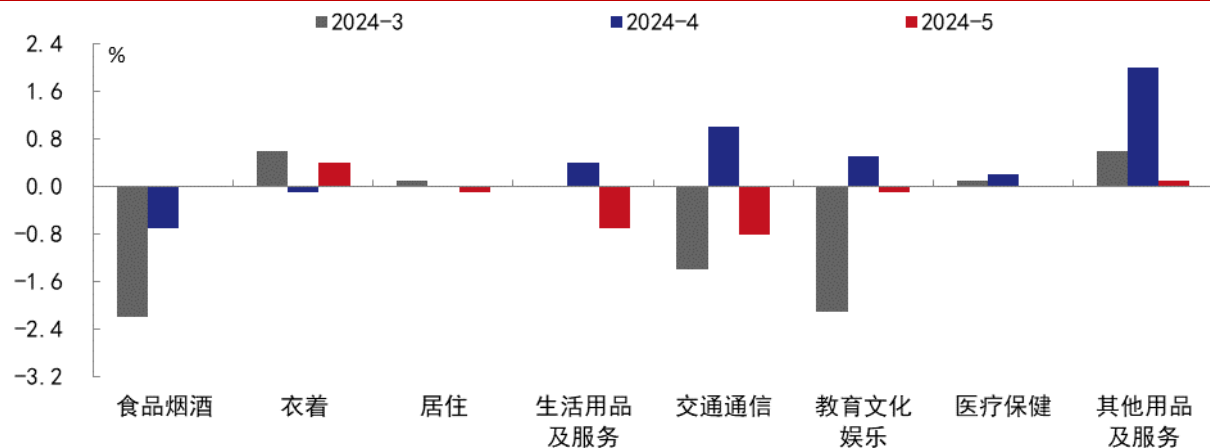
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图5 5月CPI食品分项环比



数据来源: Wind 中证鹏元整理

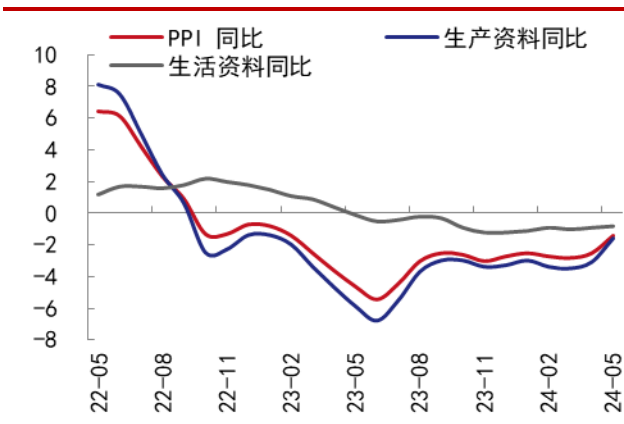
图6 5月CPI大类分项环比



数据来源: Wind 中证鹏元整理

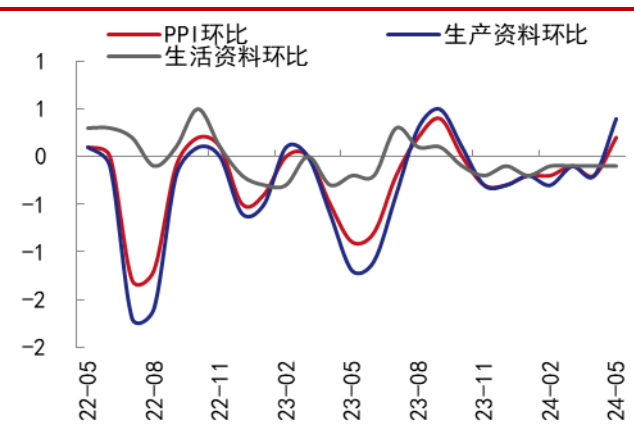
PPI 同比降幅收窄主要受到基数走低、工业品市场供需关系改善等因素的影响。5 月，受部分国际大宗商品价格上行、国内工业品市场供需关系改善和基数走低等因素影响，PPI 同比下降 1.4%，降幅较前月收窄 1.1 个百分点，略高于 wind 预期（预期 PPI 同比增速为-1.5%）；PPI 环比由上月下降 0.2%转为上涨 0.2%，自去年 11 月以来首次转正。从同比价格组成因素看，5 月 PPI 价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响-0.9 和 -0.5 个百分点，较上月分别上升 0.9 和 0.2 个百分点，翘尾因素拖累减弱是 PPI 同比降幅收窄的主要原因。从结构上看，生产资料价格同比下跌 1.6%，跌幅较上月收窄 1.5 个百分点；生活资料价格下跌 0.8%，跌幅较上月收窄 0.1 个百分点。

图 7 5 月 PPI 及分项同比



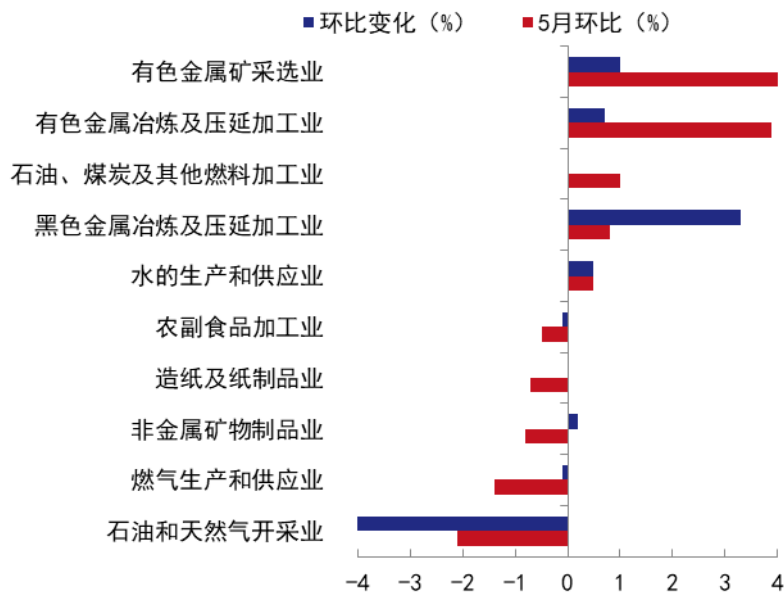
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 8 5 月 PPI 及分项环比



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 9 5 月 PPI 分行业环比增速前五位、后五位



数据来源：Wind 中证鹏元整理

原油和有色金属等国际大宗商品走势分化，钢铁、煤炭等内需定价商品价格由弱走强。分行业看，国际原油价格下跌，带动国内石油和天然气开采业环比下跌 2.1%，前月环比上涨 3.4%；供给受限和全球制造业景气度回升下，有色金属板块继续表现强势，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格本月环比分别上涨 4.4%、3.9%，较前月上升 1.0 和 0.7 个百分点，其中铜冶炼、铝冶炼、金冶炼价格分别上涨 7.0%、3.4%、2.8%；煤炭供应偏紧叠加“迎峰度夏”补库需求上升，煤炭开采和洗选业价格环比上涨 0.5%，较前月上升 3.5 个百分点；随着大规模设备更新等政策逐步落地，钢材需求上升，黑色金属矿采选业和黑色金属冶炼及压延加工业价格环比为-0.1%和 0.8%，较上月上升 5.7 和 3.3 个百分点。装备制造业中，锂离子电池制造、新能源车整车制造价格分别下降 0.5%、0.2%，新能源行业主要产品价格继续下降。

产业链上中下游价格继续分化，上游原材料多数涨价，而中下游价格仍然偏弱。从环比看，5 月 PPI 生产资料价格上涨 0.4%，较前月上升 0.6 个百分点，生活资料价格下跌 0.1%，跌幅连续四个月持平。上游的生产资料中，采掘工业、原材料和加工行业价格环比均上涨，其中原材料行业本月涨幅最高，而且连续三个月环比上涨；下游的生活资料中，除了衣着类分项环比上涨，其他分项均下跌或者持平，这和 5 月 CPI 非食品项中只有衣着分项强于季节性的数据保持一致。细分行业上，中游制造和下游消费行业价格环比大多下跌。整体来看，上游原材料价格上涨明显，但是中下游价格偏弱，这和 5 月制造业 PMI 中原材料购进价格指数高于出厂价格指数的数据相印证。上下游价格的分化导致产业链利润主要向上游集中，而中下游企业成本上升，利润空间会可能被进一步压缩，企业经营压力预计会加大。

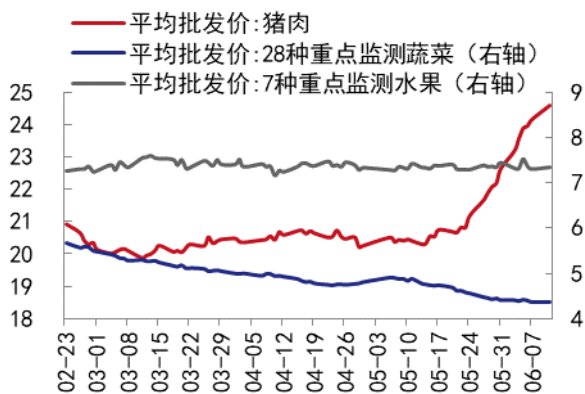
3. 展望

5 月 CPI 和 PPI 整体符合预期，预计后续 CPI 将低位波动，PPI 有望继续上升。对于 CPI，食品项重点分类中，生猪产能去化效果有所好转，猪价呈企稳回升态势，气温上升下鲜菜价格估计季节性回归，食品项环比预计走强；非食品项中，原油价格走弱，汽车、房地产等降价促销，出行类服务需求在节假日后明显下滑，非食品项环比走弱。在总需求没有明显改善和翘尾支撑因素减弱等影响下，后续 CPI 同比预计主要在 0-1%的区间低位波动。对于 PPI，5 月 PPI 同比增速出现回升，主要是受到基数效应、政策刺激和部分大宗商品涨价等因素的影响。后续原油价格能带动相关行业价格下降，国际定价的有色金属走势偏强，而设备更新和房地产组合政策下宏观预期边际改善，黑色系商品出现止跌反弹，总体来看 PPI 环比有所企稳，重点关注超长期国债、专项债、设备更新政策等对工业品需求的拉动。从基数来看，6 月 PPI 基数最低，PPI 同比在 6 月抬升速度有望加快。

5 月通胀水平继续修复，并呈现以下特征：（1）从绝对水平上，5 月通胀中枢上移，但是未超预期。虽然 5 月 CPI 同比持平，略低于预期，但是 PPI 同比增速出现回升，回升幅度略高于预期，并推动通胀中枢上移。整体上通胀水平符合预期，因此债市在数据公布后几乎没有受到影响，继续保持窄幅震荡的走势。（2）

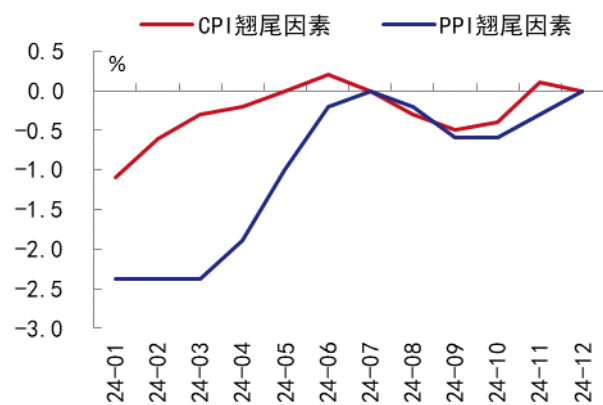
CPI 回升动能偏弱，反映居民实际需求仍不足。5 月 CPI 在基数走低下同比持平，核心 CPI 环比弱于季节性，反映居民实际需求有限；PPI 同比上涨主要是受到基数效应的影响，内在需求还有待强化。**(3) CPI 和 PPI 的翘尾因素均呈现出 6 月走强、三季度走弱、四季度再度走强的趋势。**在环比动能整体偏弱的背景下，基数效应将成影响 CPI 和 PPI 同比的重要因素。从数据上看，6 月 CPI 和 PPI 的翘尾因素走强，通胀水平中枢估计继续上移；三季度 CPI 和 PPI 的翘尾因素均走弱，对同比增速形成拖累，可能在三季度 CPI 和 PPI 同比出现反复，而在四季度 CPI 和 PPI 的翘尾因素均走强，对通胀回升构成有利支撑。

图 10 CPI 重点分项相关价格近期走势



数据来源: Wind 中证鹏元整理

图 11 2024 年 CPI 和 PPI 翘尾因素



数据来源: Wind 中证鹏元整理

附表 1: 通胀月度数据

单位: %	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-05
CPI 同比	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.3	0.2
CPI 食品:同比	-2.0	-2.7	-2.7	-0.9	-5.9	-3.7	1.0
CPI 非食品:同比	0.8	0.9	0.7	1.1	0.4	0.5	0.0
核心 CPI:同比	0.6	0.7	0.6	1.2	0.4	0.6	0.6
服务 CPI:同比	0.8	0.8	0.8	1.9	0.5	1.0	0.9
CPI:环比	-0.1	0.1	-1.0	1.0	0.3	0.1	-0.2
CPI 食品:环比	0.0	-1.0	-3.2	3.3	0.4	0.9	-0.7
CPI 非食品:环比	-0.2	0.3	-0.5	0.5	0.2	-0.1	-0.1
核心 CPI:环比	-0.2	0.2	-0.6	0.5	0.3	0.1	0.0
服务 CPI:环比	-0.1	0.3	-1.1	1.0	0.4	0.1	-0.1
PPI:同比	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	-4.6
PPI 生产资料:同比	-1.6	-3.1	-3.5	-3.4	-3.0	-3.3	-5.9
采掘工业:同比	-1.2	-4.8	-5.8	-5.5	-6.0	-7.0	-11.5
原材料工业:同比	0.5	-1.9	-2.9	-3.4	-2.3	-2.8	-7.7
加工工业:同比	-2.6	-3.6	-3.6	-3.2	-3.1	-3.2	-4.6
PPI 生活资料:同比	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-1.1	-1.2	-0.1
食品类:同比	-0.7	-0.8	-1.3	-0.9	-1.0	-1.4	0.2
衣着类:同比	0.4	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	1.4
一般日用品类:同比	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.3
耐用消费品类:同比	-1.8	-1.9	-1.8	-1.9	-2.3	-2.2	-1.1
PPI:环比	0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.9
PPI 生产资料:环比	0.4	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.3	-1.2
采掘工业:环比	0.2	-1.0	-0.8	0.2	0.2	-1.1	-3.4
原材料工业:环比	0.9	0.3	0.3	-0.4	-0.2	-0.5	-1.5
加工工业:环比	0.1	-0.4	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.9
PPI:生活资料:环比	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2
食品类:环比	-0.2	-0.1	-0.4	0.0	-0.1	-0.3	-0.3
衣着类:环比	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
一般日用品类:环比	0.0	0.3	0.0	-0.2	0.0	-0.2	0.1
耐用消费品类:环比	-0.3	-0.5	0.0	0.0	-0.4	0.1	-0.4

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳

地址：深圳市深南大道 7008
号阳光高尔夫大厦（银座国
际）三楼

邮编：518040

点话：0755-82872897

传真：0755-82872090

北京

地址：北京市朝阳区建国路
世茂大厦 C 座 23 层

邮编：100022

点话：010-66216006

传真：010-66212002

上海

地址：上海市浦东新区民生路
1299 号丁香国际商业中心西塔
9 楼 903 室

邮编：200120

总机：021-51035670

传真：021-51035670

湖南

地址：湖南省长沙市雨花区
湘府东路 200 号华坤时代
2603

邮编：410000

点话：0731-84285466

传真：0731-84285455

江苏

地址：南京市建邺区江东中
路 108 号万达西地贰街区商
务区 15 幢 610 室

邮编：210000

点话：025-87781291

传真：025-87781295

四川

地址：成都市高新区天府大道
北段 869 号数字经济大厦 5 层
5006 号

邮编：610000

点话：028-89102569

山东

地址：山东自由贸易试验区
济南片区经十路华润中心
SOHO 办公楼 1 单元 4315 室

邮编：

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

陕西

地址：西安市莲湖区桃园南
路 1 号丝路国际金融中心 C
栋 801 室

点话：029-88626679

传真：029-88626679

香港

地址：香港中环皇后大道中
39 号丰盛创建大厦 10 楼
1002 室

点话：+852 36158343

传真：+852 35966140