

通胀分化格局显现，货币宽松空间仍存

数据：5月CPI当月同比2.7%（前值2.5%），环比0.0%（前值0.1%）；

5月PPI当月同比0.6%（前值0.9%），环比0.2%（前值0.3%）。

- **5月CPI当月同比继续回升，主要原因在于猪价维持高位，水果价格涨超季节性，且去年基数较低。**5月猪肉价格与4月接近持平，非洲猪瘟导致生猪养殖加速去产能，猪肉价格依然保持高位。同时，去年北方水果收成欠佳，水果库存偏低，导致水果价格上涨幅度明显超过季节性。此外，5月原油市场价格下跌，但受成品油调价等因素影响，交通工具用燃料价格调整滞后，表现为交通工具用燃料价格上涨。从环比来看，食品类中，蔬菜（-7.9%）价格跌幅扩大，猪肉（-0.3%）价格转为下跌，水产品（-0.1%）价格转为下跌，蛋类（6.4%）价格转为上涨涨幅扩大，水果（10.1%）价格涨幅扩大；非食品类中，衣着（0.1%）价格小幅上升，医疗保健（0.1%）价格持平前值，教育与娱乐（-0.2%）价格转为下跌，交通工具用燃料（1.9%）价格转为上涨。
- **5月PPI当月同比开始下滑，主要原因在于煤炭、原油、钢铁、有色等大部分工业品价格均由涨转跌，且去年基数较高。**从环比来看，煤炭开采和洗选业（0.7%）价格转为上涨，石油、煤炭及其他燃料加工业（1.8%）价格涨幅扩大，化学原料及化学制品制造业（-0.2%）价格转为下跌，非金属矿物制品业（0.1%）价格持平前值，黑色金属冶炼及压延加工业（0.8%）价格涨幅收窄，有色金属冶炼及压延加工业（-0.2%）价格转为下跌。
- **展望6月，CPI当月同比继续上升，PPI当月同比继续回落。**从CPI分项来看，6月以来猪肉、鲜果价格均值继续上涨，CPI环比可能为正，CPI当月同比继续上升。从PPI分项来看，6月以来煤炭、原油、水泥、钢铁、有色以及农产品价格均值均有所下跌。考虑到去年基数抬升，PPI当月同比继续回落。
- **CPI维持高位，PPI同比回落，通胀分化格局将更加明显；但结构性通胀不会对货币政策形成掣肘。**供给端驱动的食品价格上涨对货币政策掣肘有限。我们预期下半年CPI当月同比均值仍会维持高位，部分月份可能达到2.8%。不过，CPI上升的拉动项主要来自于猪肉价格上涨，由供给端驱动，并非整体的物价上涨。其实，年初以来剔除食品和能源价格的核心CPI同比一直处在非常低的水平。此外，由于库存导致的水果供给减少、价格上升，将在秋季得到缓解。因此，未来CPI上涨对货币政策的掣肘要小很多。**国内外需求依然偏弱，叠加基数抬升，PPI将进入下行通道。**年初以来，PPI上涨主要有国内和国外两个因素。国内方面，基建稳增长、宽信用等政策效果显现，企业融资需求有所回暖，进而带动钢铁、有色价格上涨。国外方面，OPEC减产执行力度较强，国际原油价格也出现明显回升。但是，5月份中国制造业PMI降至荣枯线以下，且6大发电集团日均耗煤量以及高炉开工率当月同比下滑，表明国内生产有所下降。同时，5月份全球制造业PMI也跌入收缩区间，全球经济下行压力加大，需求下滑，国际大宗商品价格将会受到负向影响。此外，下半年PPI基数明显抬升。因此，下半年PPI当月同比将进入下降通道。
- **风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

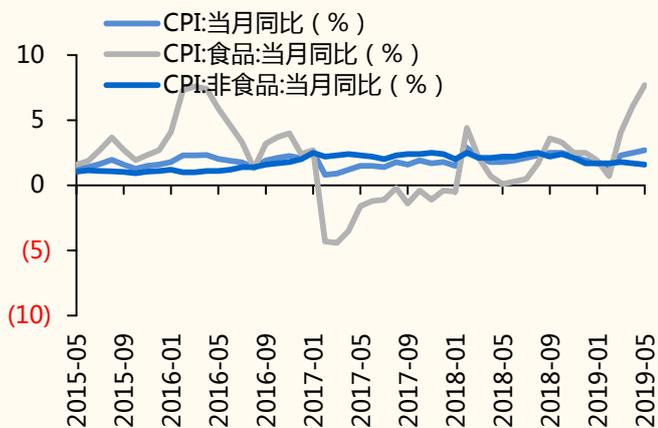
边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

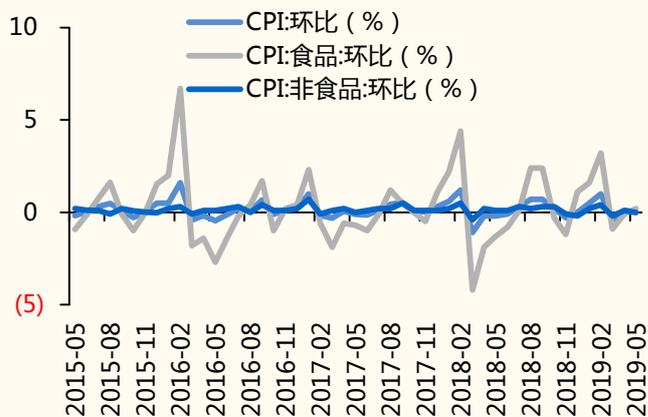
高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1: CPI 当月同比上升



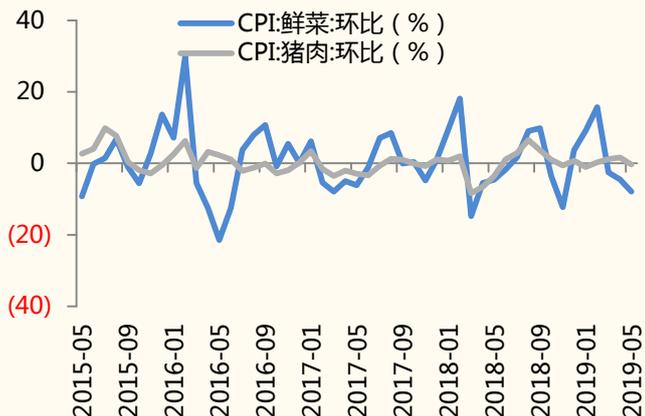
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 2: CPI 环比上升



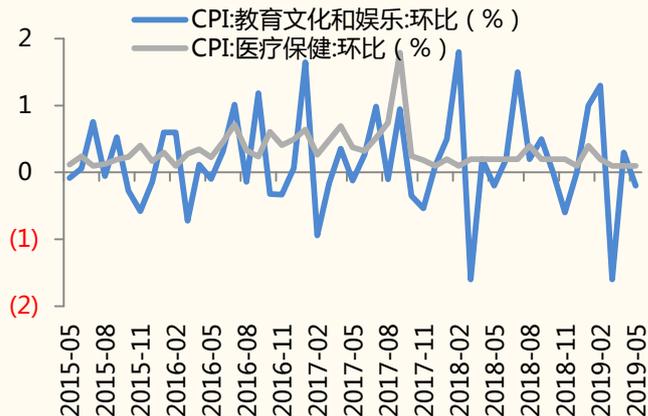
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 3: 猪肉价格稳定, 蔬菜价格回落



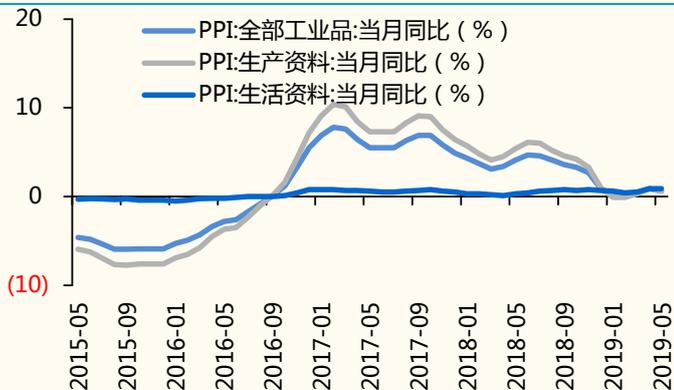
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 4: 文教娱乐环比小幅回落



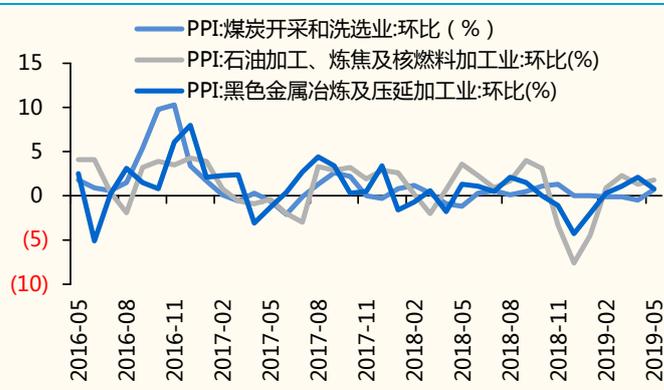
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 5: PPI 当月同比下降



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 6: 黑色系价格下跌



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；如果美联储加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
 传真：021-61038200
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
 紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
 传真：010-66216793
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100053
 地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
 传真：0755-83830558
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
 时代金融中心 7GH

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12064

