

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## PPI 冲高筑顶 CPI 温和上涨

—5月物价数据点评

2021年6月9日

分析师:

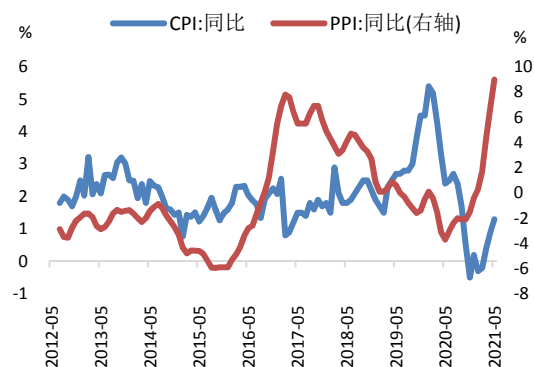
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

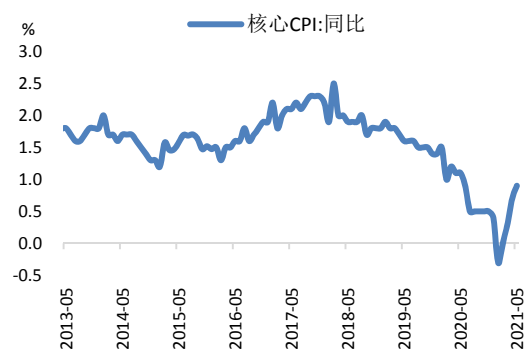
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

### CPI 与 PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 核心 CPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

1. 《PPI 快速上行 结构性通胀延续—2月物价数据点评》
2. 《PPI 加速上行 CPI 温和反弹—3月物价数据点评》
3. 《PPI 继续上冲 通胀分化加大—4月物价数据点评》

### 内容提要:

5月CPI同比上涨1.3%，预期上涨1.6%，前值上涨0.9%；PPI同比上涨9.0%，预期上涨8.3%，前值上涨6.8%。

5月CPI弱于市场预期，其中食品弱于季节性，非食品略超季节性，总体上符合季节性特征。肉类价格回落仍是拖累CPI的主要因素，其他食品价格跌多涨少。非食品价格变化略超季节性特征，工业品价格大幅上涨并未显著传导至CPI端。核心CPI继续小幅加速，但在PPI明显高涨的背景下，终端需求偏弱很大程度上压制了PPI向CPI非食品端进而向CPI传导的动力。虽然剔除猪肉后的CPI（1.8%）升至2019年8月以来最高，但环比动能仍然偏弱。若6月后PPI高位回落，对CPI的传导压力有所减轻。短期来看，6月CPI或继续维持在1.3%左右，7-8月小幅下行至1%左右。温和的CPI难以对货币政策形成制约。

PPI强于市场预期，环比涨幅再度跳升。其中，输入型通胀压力不减，国内工业品价格仍处高位，CPI与PPI剪刀差持续扩大对中下游企业经营造成较大压力。此外，PPI内部分化明显，其快速上行对下游行业价格的传导能力差异亦较大。短期而言，从全球看，经济复苏持续与部分品种供给受限的影响尚存，不过美联储三季度可能讨论缩减QE对于全球流动性以及投机情绪有一定的压制；从国内看，保供稳价系列政策及限产部分放松有助于黑色系等价格或见顶回落；叠加2020年6月后基数回升，近期PPI高位徘徊，下半年趋于回落。

**风险提示：**央行超预期调控，食品价格超预期，大宗商品价格超预期贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

**事件：**国家统计局 6 月 9 日公布的数据显示，5 月 CPI 同比上涨 1.3%，预期上涨 1.6%，前值上涨 0.9%；PPI 同比上涨 9.0%，预期上涨 8.3%，前值上涨 6.8%。

**点评：**5 月通胀数据再度分化，CPI 弱于预期，PPI 再度超预期上冲。虽然剔除猪肉后的 CPI 升至 2019 年 8 月以来最高，但主要是翘尾因素贡献，环比动能仍然偏弱。若 6 月后 PPI 高位回落，对 CPI 的传导压力有所减轻。短期来看，2020 年 6-8 月基数较为稳定，今年 6 月 CPI 或继续维持在 1.3% 左右，7-8 月小幅下行至 1% 左右，温和的 CPI 难以对货币政策形成制约。PPI 方面，输入型通胀压力不减，国内工业品价格仍处高位，CPI 与 PPI 剪刀差持续扩大对中下游企业经营造成较大压力。此外，PPI 内部分化明显，其快速上行对下游行业价格的传导能力差异亦较大。综合来看，近期 PPI 或高位徘徊，下半年趋于回落。

### 1、肉类价格回落持续拖累 CPI，核心 CPI 继续小幅加速

5 月 CPI 弱于市场预期，其中食品弱于季节性，非食品略超季节性，总体上符合季节性特征。

从环比看，CPI 下跌 0.2%，与历史（2011-2019 年，下同）同期均值一致。从同比看，食品价格由上月下降 0.7% 转为上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点。食品中，猪肉价格下降 23.8%，降幅比上月扩大 2.4 个百分点；淡水鱼价格上涨 33.7%，涨幅扩大 7.3 个百分点；鸡蛋和食用植物油价格分别上涨 17.6% 和 9.2%，涨幅均有扩大。在 5 月 1.3% 的同比涨幅中，2020 年价格变动的翘尾影响约为 0.7 个百分点，比上月扩大 0.6 个百分点。

**食品价格环比表现弱于季节性特征。**5 月食品价格环比下跌 1.7%，较 4 月继续收窄 0.7 个百分点，但仍弱于历史均值（-0.9%），主要受近期肉类及鲜果类持续超季节性下跌影响。今年 2-5 月食品价格环比表现均弱于季节性特征，一方面受猪肉价格下行拖累，另一方面显示整体终端需求仍然温和。

**肉类价格回落仍是拖累 CPI 的主要因素。**其中，5 月猪肉价格环比下跌 11.0%（4 月亦为 -11%），大幅弱于历史均值（0.2%）；同比下跌 23.8%，再创 2009 年 8 月以来新低，拖累 CPI 同比 0.5 个百分点。肉禽及其制品环比下跌 6.0%，同比下跌 11.3%，亦拖累 CPI 同比 0.5 个百分点。猪肉供给回升叠加需求放缓，供需缺口持续收窄，猪肉价格回落趋势不改。农业农村部监测数据显示，4 月能繁母猪存栏量环比增长 1.1%，连续 19

个月增长，同比增长 23.0%，相当于 2017 年末的 97.6%。目前生猪存栏量一直保持在 4.16 亿头以上，已经基本接近正常年份水平。短期而言，虽然端午假期可能会拉动肉价有所上涨，但根据农业农村部预测，5-7 月上市的肥猪量同比大概能增加 50% 左右，因此短期消费高峰即使拉动猪肉价格上涨，幅度也相对有限。同时，考虑到 2020 年 6-8 月猪肉价格持续上行，基数抬升亦会压制未来 3 个月同比涨幅。

**其他食品价格跌多涨少，鲜果、粮食、奶及奶制品价格环比弱于季节性。**

其中，鲜菜（环比变化为-5.6%，下同）、水产品（3.0%）、鸡蛋（2.8%）、油脂（0.4%）分别强于季节性 4.2、2.8、0.9、0.5 个百分点；奶及奶制品（-0.1%）、鲜果（-2.7%）、粮食（0）分别弱于季节性 0.2、3.5、0.1 个百分点。

**非食品价格变化略超季节性特征，工业品价格大幅上涨并未显著传导至 CPI 端。**5 月非食品价格环比上涨 0.2%，略超历史均值（0.1%）。分项数据 5 涨 1 平 1 降，其中其他用品及服务、交通通信价格分别上涨 0.6% 和 0.4%，衣着、教育文化娱乐、居住价格分别上涨 0.3%、0.3% 和 0.1%；医疗保健价格持平；生活用品及服务价格下降 0.1%。进一步看，受国际原油价格上涨影响，国内汽油和柴油价格分别上涨 1.7% 和 1.9%；受原材料价格上涨影响，电冰箱、电视机、台式计算机和住房装潢材料等工业消费品价格均有上涨，涨幅在 0.3-1.2% 之间；夏装新品上市，服装价格上涨 0.3%。

**核心 CPI 继续小幅加速。**5 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.9%；但环比涨幅较 4 月收窄 0.2 个百分点至 0.1%。虽然核心 CPI 持续回升，但在 PPI 明显高涨的背景下，终端需求偏弱很大程度上压制了 PPI 向 CPI 非食品端进而向 CPI 传导的动力。

综上，5 月 CPI 弱于市场预期，虽然剔除猪肉后的 CPI（1.8%）升至 2019 年 8 月以来最高，但主要是翘尾因素贡献，环比动能仍然偏弱。此外，无论从大宗商品同环比涨幅来看，近期均有所收敛，部分品种环比出现一定程度回调，若 6 月后 PPI 高位回落，对 CPI 的传导压力有所减轻。短期来看，2020 年 6-8 月基数较为稳定，今年 6 月 CPI 或继续维持在 1.3% 左右，7-8 月小幅下行至 1% 左右。

## 2、PPI 持续强于预期

**PPI 强于市场预期，环比涨幅再度跳升。**5 月 PPI 环比上涨 1.6%，大幅强于历史同期均值（0），近 5 个月累计涨幅为 5.9%；5 月 PPI 同比上涨

9.0%，强于市场预期（8.3%）。PPIRM 环比上涨 1.9%，同比则由 4 月的 9% 大幅跳涨至 12.5%，后者为 2008 年 10 月以来新高。在 5 月 9.0% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.0 个百分点，比 4 月扩大 0.5 个百分点；新涨价影响约为 6.0 个百分点，扩大 1.7 个百分点。

从环比看，生产资料价格上涨 2.1%，涨幅扩大 0.9 个百分点；生活资料价格上涨 0.1%，涨幅与上月相同。国际原油价格波动上行，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采业价格上涨 1.7%，涨幅扩大 1.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格由降转涨，上涨 4.4%。受火电厂“迎峰度夏、增加储备”影响，动力煤需求较旺，拉动煤炭开采和洗选业价格上涨 10.6%，涨幅扩大 7.8 个百分点。受铁矿石、焦炭等原材料成本上升影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 6.4%，涨幅扩大 0.8 个百分点。国际市场铜、铝等有色金属价格上涨较多，影响国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 4.4%，涨幅扩大 2.3 个百分点。此外，电气机械和器材制造业价格上涨 1.3%，涨幅扩大 0.4 个百分点。

从同比看，生产资料价格上涨 12.0%，涨幅扩大 2.9 个百分点；生活资料价格上涨 0.5%，扩大 0.2 个百分点。主要行业价格涨幅均有所扩大，其中石油和天然气开采业（同比上涨 99.1%，下同）、黑色金属冶炼和压延加工业（38.1%）、石油煤炭及其他燃料加工业（34.3%）、有色金属冶炼和压延加工业（30.4%）、煤炭开采和洗选业（29.7%）、化学原料和化学制品制造业（20.9%）等涨幅居前。

输入型通胀压力不减。全球经济持续复苏，5 月摩根大通全球综合 PMI、制造业 PMI、服务业 PMI 再创新 10 年新高，世界银行则在 6 月 8 日最新一期《全球经济展望》报告中将 2021 年全球经济增长预期上调 1.5 个百分点至 5.6%。5 月，CRB 指数均值环比上涨 6.3%，同比上涨 62.5%；布伦特原油价格均值环比上涨 4.7%，同比上涨 110.8%，两者环比涨幅均比 4 月有较大幅度加速。

国内工业品价格仍处高位。5 月，南华工业品价格指数先降后稳，环比上涨 5.4%，涨幅为年内新高；同比上涨 48.4%（近 4 年新高），较 4 月提升 0.7 个百分点。5 月以来监管层持续释放大宗商品保供稳价信号，国内黑色、有色商品投机属性有所减弱，价格出现回调（螺纹钢期货价格半个月回落 21%），但当前国内生产端仍然旺盛，保供力度相对有限，5 月末 6 月初相关商品价格再度上涨。

PPI 内部分化明显。一是 PPIRM 上行速度快于 PPI，两者同比涨幅差距从年初的 0.6 个百分点拉大到 5 月的 3.5 个百分点。二是生产资料价格涨幅远高于生活资料，5 个月两者差距从 0.7 个百分点迅速拉开到 11.5 个百分点。三是生产资料类内部分化，采掘工业涨幅（1-5 月同比累积涨幅为 15.4%，下同）快于原材料工业（9%）与加工工业（3.7%）。四是生活资料类内部，食品类涨幅（1.8%）虽然持续为正但较 2020 年（全年上涨 2.9%）回落，一般日用品（0.2%）虽然由负转正但仍未恢复至疫情前水平，衣着类（-0.9%）已连续 17 个月为负（疫情前基本为 1%左右），而耐用消费品类（-1.3%）从 2003 年有数据以来基本为负。由此，PPI 快速上行，对应到下游行业，其价格传导能力也是差异较大。

短期而言，从全球看，经济复苏持续与部分品种供给受限的影响尚存，不过美联储三季度可能讨论缩减 QE 对于全球流动性以及投机情绪有一定的压制；从国内看，政策层出台保供稳价系列政策，部分地区限产政策有所放松，未来黑色系等价格或见顶回落；叠加 2020 年 6 月后基数趋势性回升，近期 PPI 高位徘徊，三季度小幅回落、四季度加速回落可能性较大。

**风险提示：**央行超预期调控，食品价格超预期，大宗商品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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\\_20058](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20058)

