

## 5月通胀点评

需求的恢复不如供给，关注工业企业库存

食品价格继续带动CPI回落；PPI生产资料价格表现好于生活资料。

- 5月CPI环比-0.8%，较4月降幅缩小0.1个百分点；5月CPI同比增长2.4%，较4月增速下行0.9个百分点，其中去年价格变动的翘尾影响约为3.2个百分点，新涨价影响约为-0.8个百分点。
- 从环比看，食品价格下降3.5%，影响CPI下降约0.78个百分点，是带动CPI下降的最主要因素。
- 5月消费品中存在部分季节性因素导致的价格波动，如气温升高消费进入淡季，休渔期来临水产品供应减少，夏装新款上市服装价格上涨等，中类当中5月同比涨幅较4月上行的行业有所增加，特别是服务类上升明显。
- 参考海外新冠疫情对通胀的影响，预计国内通胀将继续明显走低。国内随着经济稳步恢复，5月服务性消费已经出现回暖迹象，但其他消费依然较疲弱，特别是租房价格继续环比负增长，我们认为居民需求恢复正常需要等待收入增速回升和失业率下降，在需求持续疲弱的情况下，通胀将持续走低。
- 5月PPI环比增长-0.4%，同比增长-3.7%。生产资料价格下行幅度有所减小，但生活资料的价格环比增速依然下行，特别是食品和耐用消费品。
- 关注最终消费疲弱可能引发生产端再次调整的可能性。从5月PMI和通胀数据看，生产端的恢复持续好于需求端，需求方面虽然服务价格同比已经有所恢复，但受制于收入增速下行的压力，CPI同比和PPI中生活资料价格依然明显下行，如果需求的恢复进度持续慢于生产，可能造成生产端库存增加，进而减缓生产端恢复的进度。
- 风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## CPI

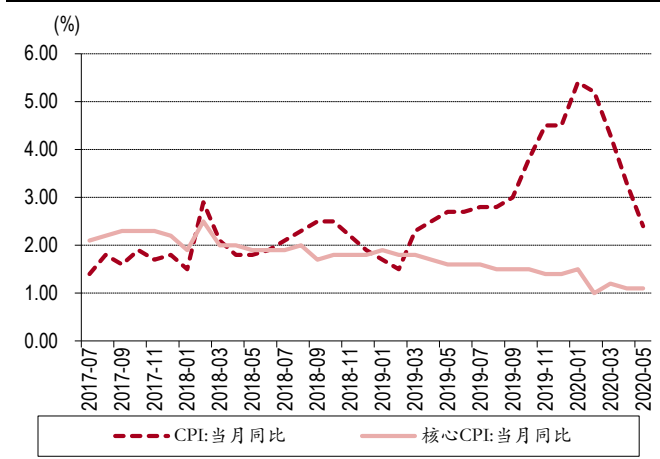
**2020年新涨价因素第一次落入负增长区间。**5月CPI环比-0.8%，较4月降幅缩小0.1个百分点，自2月以来已经连续三个月环比负增长。从分项看，环比增速上升的仅有衣着和其他服务，环比增长分别为0.2%和0.5%，环比增速下降明显的包括食品烟酒(-2.4%)、居住(-0.2%)和交通通信(-0.2%)。5月CPI同比增长2.4%，较4月增速下行0.9个百分点，核心CPI同比增长1.1%，较4月持平，服务价格同比增长1%，较4月上升0.1个百分点，消费品价格同比增长3.3%，较4月同比增速下降1.4个百分点。从分项看，依然是食品烟酒同比增长8.5%最高，交通通信同比增长-5.1%最低。在5月份2.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为3.2个百分点，新涨价影响约为-0.8个百分点。1-5月平均，CPI比去年同期上涨4.1%。2020年新涨价影响第一次回落至负增长区间。

**食品价格继续回落，是带动CPI同比增速下行的主要因素。**从环比看，食品价格下降3.5%，影响CPI下降约0.78个百分点，是带动CPI下降的最主要因素。从同比看，食品价格上涨10.6%，影响CPI上涨约2.15个百分点，非食品价格上涨0.4%，影响CPI上涨约0.29个百分点。

**服务消费有所回暖，但消费整体依然疲弱。**5月国内疫情形势总体稳定，复工复产、复市复业有序推进，市场供需状况进一步好转。5月消费品中存在部分季节性因素导致的价格波动，如气温升高消费进入淡季，休渔期来临水产品供应减少，夏装新款上市服装价格上涨等，中类当中5月同比涨幅较4月上行的行业有所增加，特别是服务类上升明显，如旅游同比增速上升了1.3个百分点，交通工具使用和维修同比增速上升了0.3个百分点，通信服务和医疗服务分别上升了0.2个百分点，教育服务上升了0.1个百分点。

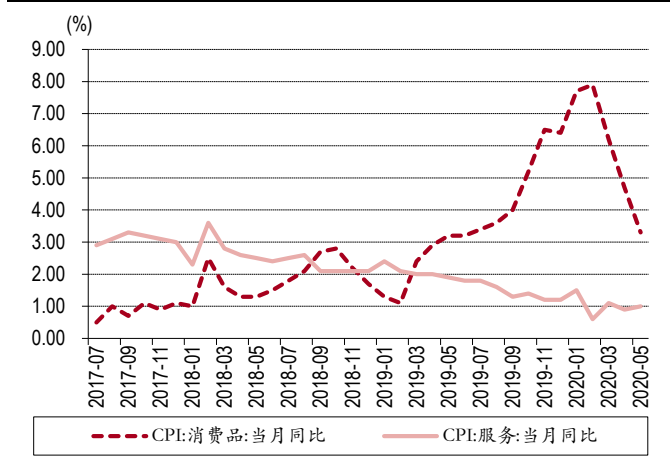
**参考海外新冠疫情对通胀的影响，预计国内通胀将继续明显走低。**以美欧为例，受到新冠疫情的冲击，CPI同比增速均快速回落至0.5%下方，主要原因是居民收入增速下降和失业率上升共同抑制了消费需求。从国内的情况来看，随着经济稳步恢复，5月服务性消费已经出现回暖迹象，但其他消费依然较疲弱，特别是租房价格继续环比负增长，我们认为居民需求恢复正常需要等待收入增速回升和失业率下降，在需求持续疲弱的情况下，通胀将持续走低。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



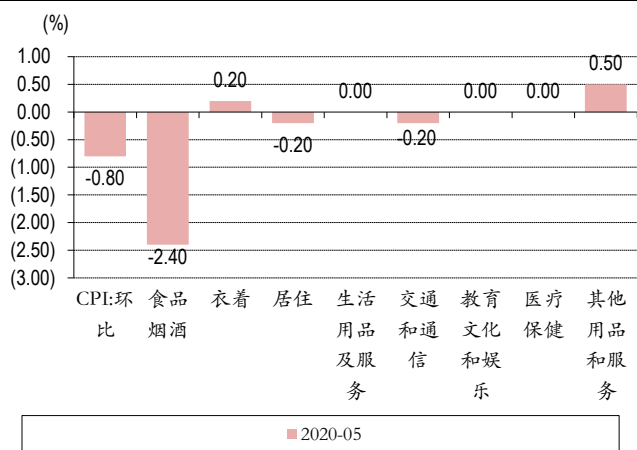
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



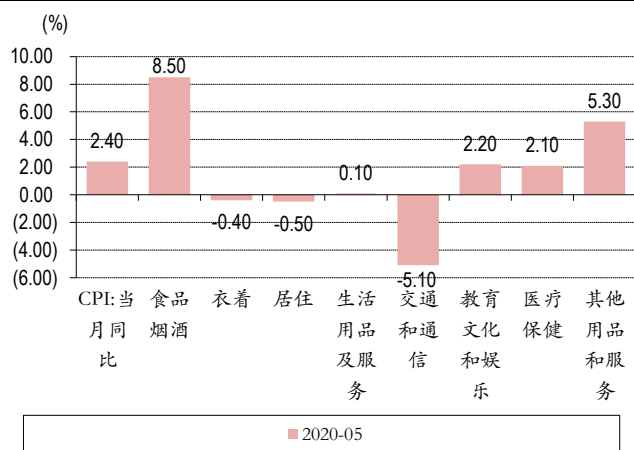
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



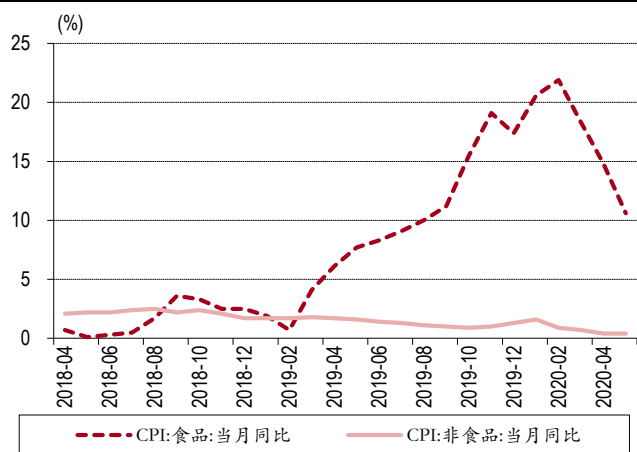
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



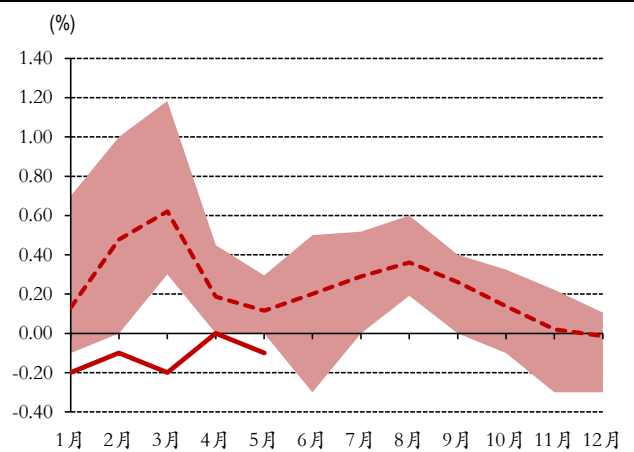
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 食品价格快速下行



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 房租继续环比负增长



资料来源：万得，中银证券

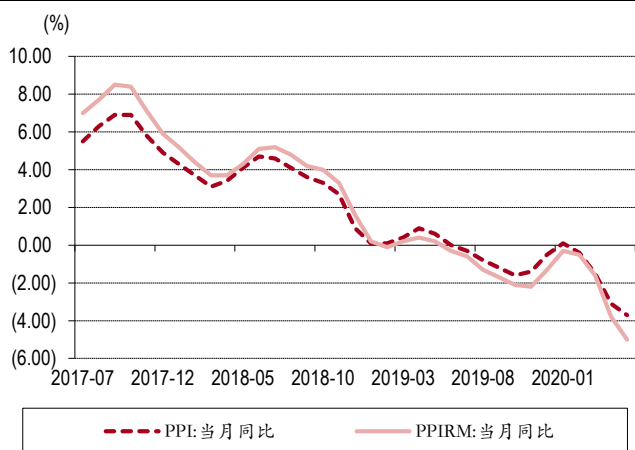
## PPI

**PPI 回落幅度有所减小** 5月PPI环比增长-0.4%，其中生产资料环比增长-0.5%，生活资料环比增长-0.3%。5月PPI同比增长-3.7%，较4月下降0.6个百分点，其中生产资料同比增长-5.1%，较4月下降0.6个百分点，生活资料同比增长0.5%，较4月下降0.4个百分点。PPIRM同比增长-5%，较4月下降1.2个百分点，从构成来看，上涨的产品仅包括农副产品（5.9%）和建筑材料（0.4%），下跌的产品包括燃料动力（-15.5%）、化工原料（-10.3%）、有色金属（-5.5%）、纺织原料（-4.1%）、木材纸浆（-3.3%）、黑色金属材料（-2.7%）等。在5月份-3.7%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.5个百分点，新涨价影响约为-3.2个百分点。1-5月平均，PPI比去年同期下降1.7%。

**生产性需求环比好转，消费性需求依然较弱** 5月生产资料价格中，采掘业环比-1.7%，原材料业环比-1.1%，加工业环比-0.2%，各项环比增速均较4月有所上升。从调查的40个工业行业大类看，价格下降的有20个，减少10个；上涨的10个，增加2个；持平的10个，增加8个。受国际原油价格变动影响，石油相关行业产品价格降幅有所收窄。从5月PPI细项看，生产资料价格下行幅度有所减小，但生活资料的价格环比增速依然下行，特别是食品和耐用消费品。

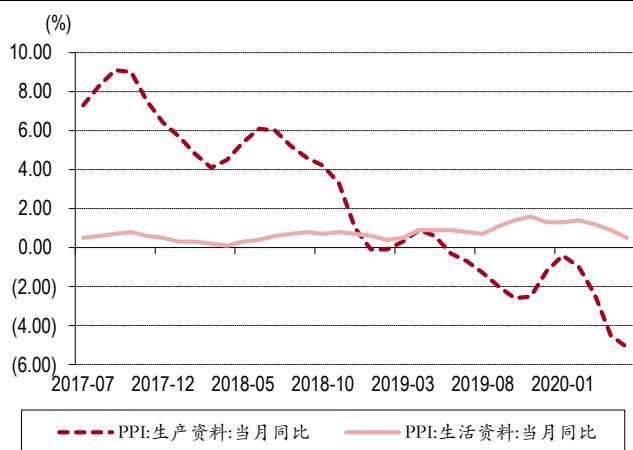
**关注最终消费疲弱可能引发生产端再次调整的可能性** 从5月PMI和通胀数据看，生产端的恢复持续好于需求端，需求方面虽然服务价格同比已经有所恢复，但受制于收入增速下行的压力，CPI同比和PPI中生活资料价格依然明显下行，如果需求的恢复进度持续慢于生产，可能造成生产端库存增加，进而减缓生产端恢复的进度。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



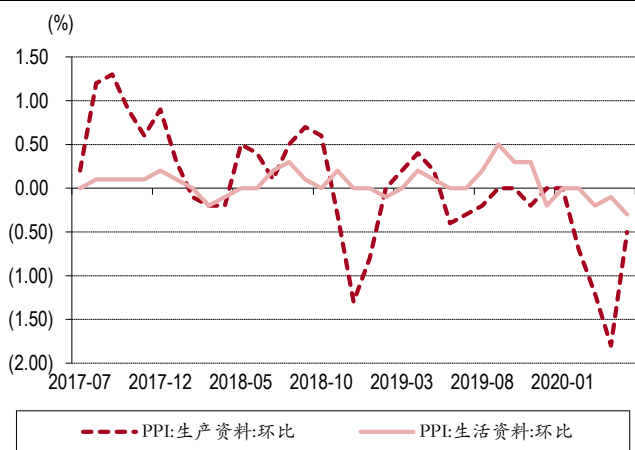
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



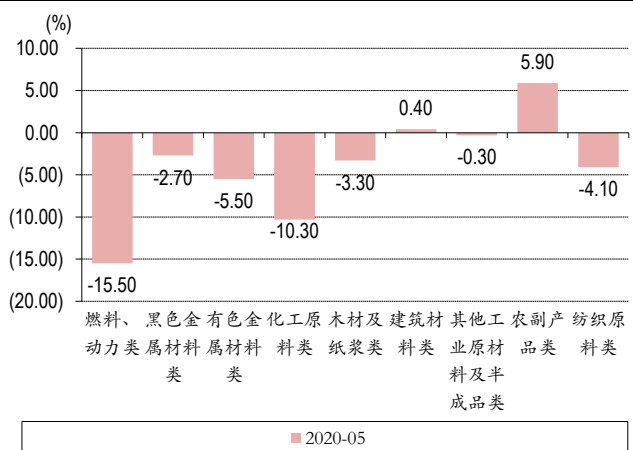
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



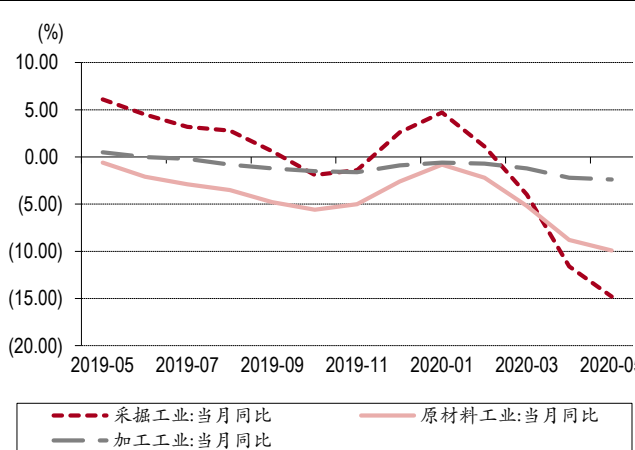
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



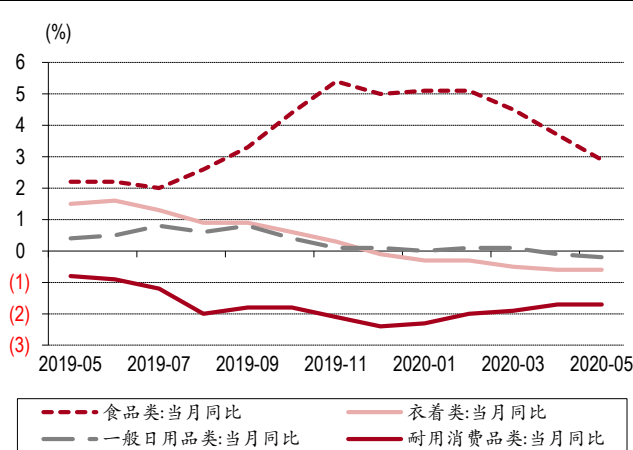
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 生产资料价格同比快速下行



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格也略显疲弱



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球经济恢复速度偏慢; 国内需求恢复程度持续弱于供给。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

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\\_4595](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4595)

