2022 年 6 月 10 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

总量研究

供给先于需求恢复，通胀压力边际缓和

——2022 年 5 月价格数据点评

要点

事件：

1）CPI 同比 2.1%，前值 2.1%，市场预期 2.2%；CPI 环比-0.2%，前值 0.4%；

2）核心 CPI 同比 0.9 %，前值 0.9%；

3）PPI 同比 6.4%，前值 8.0%，市场预期 6.3%；PPI 环比 0.1%，前值 0.6%。

核心观点：

5 月，国内通胀压力整体缓和，基本符合市场预期，CPI 同比持平于上月，PPI 同比加快回落，指向复工复产推动下，供给端先行改善，而需求端滞后修复。其中，核心 CPI 环比回落至 2020 年同期低位，表明需求端依旧疲弱，仍需政策呵护。

向前看，随着国内需求持续恢复、猪价步入上行周期，叠加输入型通胀压力持续传导，CPI 仍处在上行通道，下半年同比中枢或将提升至 2.5%上方，高点破 3%概率较大。而在海外总需求扩张放缓、国内投资需求偏弱、煤炭保供稳价政策推动下，PPI 同比仍将延续回落态势，但油价高位震荡或将延缓下行速度，全年中枢预计在 5%左右。

供给先于需求恢复，CPI 环比明显回落。

5 月 CPI 环比自上月的 0.4%明显回落至-0.2%，同比持平于上月的 2.1%，前期加快上行的态势暂时缓和。其中，食品 CPI 环比回落至-1.3%，上月为 0.9%；非食品 CPI 环比回落至 0.1%，上月为 0.2%。

5 月，随着物流逐步畅通，鲜菜等食品价格明显回落，是本月 CPI 环比回落的主因；需求端整体疲弱，也抑制 CPI 进一步上行。5 月，核心 CPI 同比依旧保持在 0.9%的低位，环比回落至 2020 年同期水平。其中，服务价格同比回落至 0.7%，为 2021 年 5 月以来最低值。

内需转弱，推动 PPI 同比加快回落。

5 月 PPI 环比涨幅明显收敛，PPI 同比加快回落。5 月 PPI 同比自上月的 8.0%回落至 6.4%，环比自上月的 0.6%回落至 0.1%。主要与疫情冲击国内需求、国际大宗商品价格涨幅放缓、国内保供稳价持续推进有关。

其中，由于国内煤炭产能的有序释放、工业生产尚未完全恢复，5 月煤炭价格回落；因疫情部分影响施工进度、房地产投资需求疲弱等因素，有色、黑色、水泥价格普遍下跌；国际原油价格仍处在历史高位，但涨幅明显收敛，与国内疫情反复冲击石油需求有关。

通胀传导仍在延续，成本压力逐步显性化。

在海外输入型通胀压力持续的背景下，前期原材料价格上涨压力仍在向下游传导。今年以来 PPI 生活资料价格处在持续上行通道，5 月环比为 0.3%，为今年以来最高值，其中衣着、食品、计算机通信价格涨幅扩大。CPI 方面，5 月衣着价格涨幅也明显扩大，生活用品价格涨幅持续高于季节性。

尽管今年国内通胀压力仍未消退，但由于结构性特征明显，通胀压力集中在供给端，而需求端仍然偏弱，加上国内持续推进能源、粮食保供稳价工作，年内通胀上行风险可控，不会构成对货币政策的约束。

风险提示：国际油价超预期上行；新冠肺炎本土疫情大范围扩散。

作者

分析师：高瑞东
执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘星辰
执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuxc@ebscn.com

相关研报

生产物流快速恢复，助力 5 月出口超预期——2022 年 5 月进出口数据点评（2022-06-09）

全球粮价高涨，国内通胀能否稳住?——光大宏观周报（2022-06-05）

美国非农超预期，时薪增速似有筑顶迹象——2022 年 5 月美国新增非农数据点评（2022-06-04）

产需改善，预期向好，经济动能见底回升——2022 年 5 月 PMI 数据点评（2022-05-31）

从美国粮食霸权到全球粮食危机——《大国博弈》第二十二篇（2022-05-30）

深圳调研：消费券与商场业态恢复——《见微知著》第七篇暨光大宏观周报（2022-05-28）

疫情冲击中下游，政策加码助力复苏——2022 年 4 月工业企业盈利数据点评（2022-05-27）

美联储持续鹰派、剑指通胀——2022 年 5 月美联储议息会议纪要点评（2022-05-26）

从印太经济框架，看美国遏华新思路——《大国博弈》系列第二十一篇暨光大宏观周报（2022-05-22）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业 ——流动性洞见系列七（2022-05-22）

向越南产业转移对我国影响有多大？——《大国博弈系列》第二十篇（2022-05-18）

如何理解 4 月财政数据的预期差？——2022 年 4 月财政数据点评（2022-05-18）

穿越疫情曲线：欧美经验与教训——《全球疫情和疫苗跟踪系列》第十篇（2022-05-12）

目 录

一、 5 月 CPI 运行平稳，PPI 加快回落 3
二、 供给先于需求恢复，CPI 环比明显回落 3
三、 内需转弱，推动 PPI 同比增速加快回落 4
四、 年内通胀压力尚未消退，但上行风险可控 6
五、 风险提示 6

图目录

图 1：5 月 CPI 同比持平于上月，主要与食品价格稳定有关 4
图 2：5 月食品 CPI 环比回落至季节性水平 4
图 3：5 月核心 CPI 环比明显低于季节性 4
图 4：5 月衣着、交通通信、生活用品及服务略高于季节性 4
图 5：5 月 PPI 环比增速回落，同比增速加快下行 5
图 6：5 月 PPI 生产资料环比增速回落，生活资料环比持续上行 5
图 7：5 月 PPI 上游价格环比回落，下游价格环比上涨 5
图 8：5 月 PPI 生活资料中，食品、衣着、耐用品价格环比上涨 5
图 9：预计三季度 CPI 同比持续上行，破 3%概率较大 6
图 10：预计 2022 年 PPI 同比增速延续回落，中枢为 5%左右 6

表目录

表 1：5 月 CPI、PPI 环比双双回落 3

一、5 月 CPI 运行平稳，PPI 加快回落

事件：

1）CPI 同比 2.1%，前值 2.1%，市场预期 2.2%；CPI 环比-0.2%，前值 0.4%；

2）核心 CPI 同比 0.9 %，前值 0.9%；

3）PPI 同比 6.4%，前值 8.0%，市场预期 6.3%；PPI 环比 0.1%，前值 0.6%。

核心观点：

5 月，国内通胀压力整体缓和，大体符合市场预期，CPI 同比持平于上月，PPI 同比加快回落，体现为在复工复产推动下，供给端先行改善，而需求端滞后修复。其中，核心 CPI 同比仍处在历史低位，表明消费需求依旧疲弱，仍需政策发力持续呵护。

向前看，随着疫后需求恢复、猪价步入上行周期，输入型通胀压力持续向国内传导，CPI 仍处在上行通道，下半年同比中枢或将提升至 2.5%上方，高点破 3%概率较大。在海外需求逐步回落、国内投资需求偏弱、煤炭保供稳价政策推动下，PPI 同比仍将延续回落，但油价高位震荡或将延缓下行速度，全年中枢预计在 5%左右。

表 1：5 月 CPI、PPI 环比增速双双回落

月份（2022 年）	CPI 同比	CPI 环比	核心 CPI 同比	PPI 同比	PPI 环比
1 月 实际值	0.9%	0.4%	1.2%	9.1%	-0.2%
2 月 实际值	0.9%	0.6%	1.1%	8.8%	0.5%
3 月 实际值	1.5%	0.0%	1.1%	8.3%	1.1%
4 月 实际值	2.1%	0.4%	0.9%	8.0%	0.6%
5 月 实际值	2.1%	-0.2%	0.9%	6.4%	0.1%
5 月 市场预期	2.2%			6.3%	

资料来源：Wind，光大证券研究所

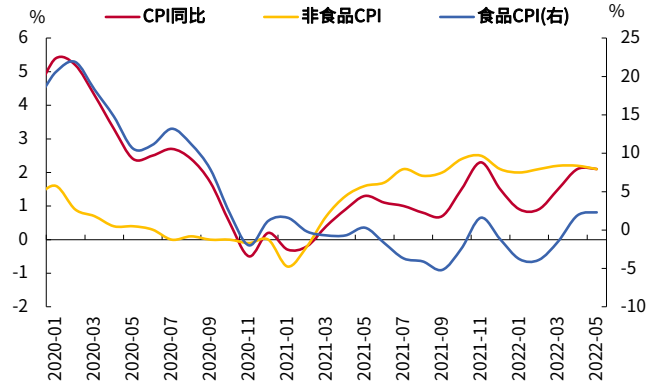
二、供给先于需求恢复，CPI 环比明显回落

5 月 CPI 环比自上月的 0.4%明显回落至-0.2%，同比持平于上月的 2.1%，略低于市场预期的 2.2%，前期快速上行的态势暂时缓和。其中，食品 CPI 环比回落至-1.3%，上月为 0.9%；非食品 CPI 环比回落至 0.1%，上月为 0.2%。

5 月，随着物流逐步畅通，鲜菜等食品价格明显回落，是本月 CPI 环比回落的主因。今年 3-4 月，疫情多点散发阻碍国内运输，导致食品价格涨幅持续高于季节性。进入 5 月后，随着货运物流保通保畅政策有序落实，物流与供应链堵点逐步打通，鲜菜等食品价格也明显回落。其中，5 月，鲜菜价格环比下降 15%，上月为-3.5%；牛肉、羊肉、水产品价格环比分别为-0.1%、-1.4%、-1.0%，均低于上月的 0.3%、-0.3%、1.2%；蛋类、鲜果价格环比涨幅回落，5 月环比为 1.4%、1.5%，上月分别为 6.3%、5.2%。

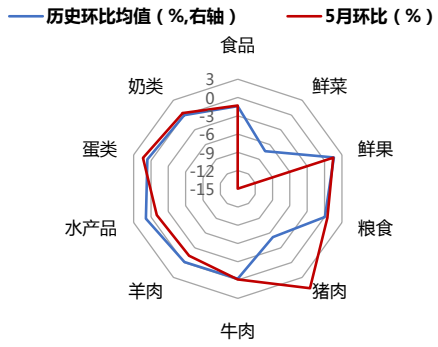
此外，疫情冲击下，线下服务需求恢复偏弱，也抑制本月 CPI 同比的进一步上行。5 月，核心 CPI 同比与上月持平，依旧保持在 0.9%的低位，环比回落至 2020 年同期水平。其中，服务价格同比回落至 0.7%，为 2021 年 5 月以来最低值。

图 1：5 月 CPI 同比持平于上月，主要与食品价格稳定有关



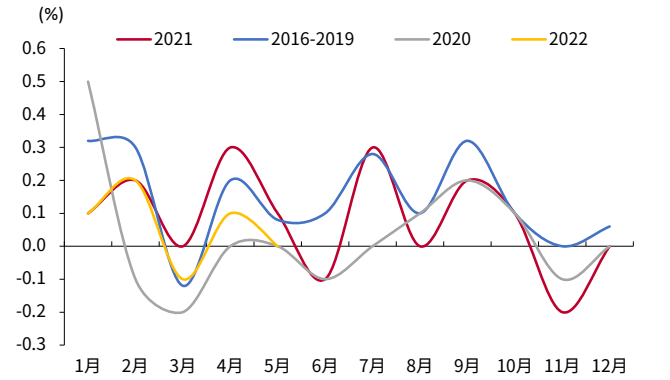
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：5 月食品 CPI 环比回落至季节性水平



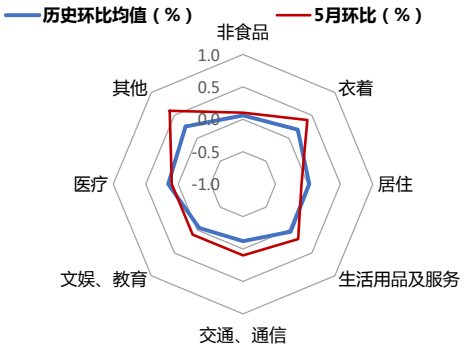
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 5 月环比均值

图 3：5 月核心 CPI 环比明显低于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：5 月衣着、交通通信、生活用品及服务略高于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 5 月环比均值

三、内需转弱，推动 PPI 同比增速加快回落

5 月 PPI 环比涨幅明显收敛，PPI 同比增速加快回落。5 月 PPI 同比自上月的 8.0%回落至 6.4%，环比自上月的 0.6%回落至 0.1%。其中，生产资料价格环比自上月的 0.8%回落 0.1%，生活资料价格环比自上月的 0.2%上行至 0.3%。

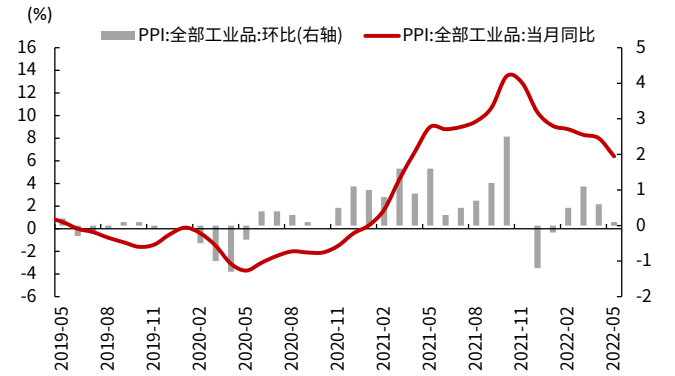
5 月，PPI 环比增速延续 4 月以来的回落态势，主要与疫情冲击国内需求、国际大宗商品价格涨幅放缓、国内保供稳价持续推进有关。

其中，5 月，煤炭开采和洗选业价格由环比上涨 2.5%转为下降 1.1%，煤炭加工价格环比涨幅回落 8.6 个百分点，与国内煤炭产能的有序释放、工业生产尚未完全恢复有关；

5 月，有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 1.3%，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 0.5%，非金属矿物制品业价格环比下降 0.5%，与疫情部分影响施工进度、房地产投资需求疲弱等因素有关。

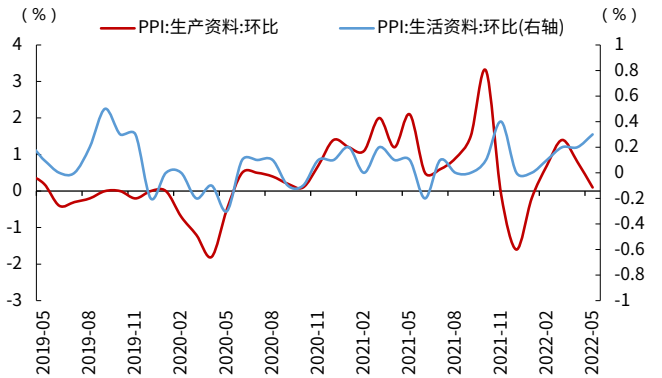
5 月，国际原油价格仍处在历史高位，但涨幅已经明显收敛。石油煤炭及其他燃料加工业价格环比由上月的 3.5%回落至 0.9%，与国内疫情反复冲击石油需求有关。5 月下旬后，在国内复工复产逐步推进、欧美迎来驾车出行旺季、欧盟对俄原油禁运达成共识等因素推动下，原油价格再次稳步上行，重回 120 美元/桶上方。

图 5：5 月 PPI 环比增速回落，同比增速加快下行



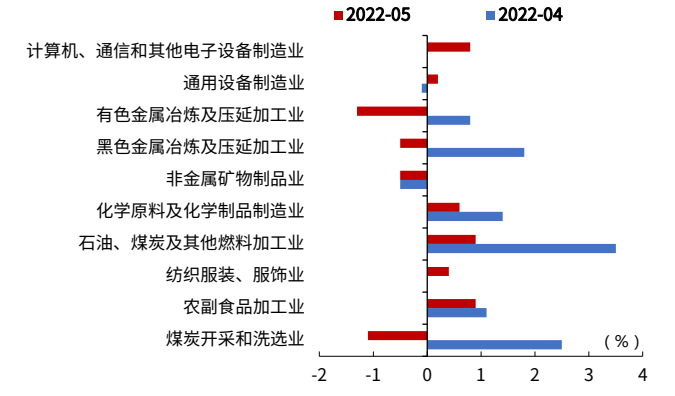
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：5 月 PPI 生产资料环比增速回落，生活资料环比持续上行



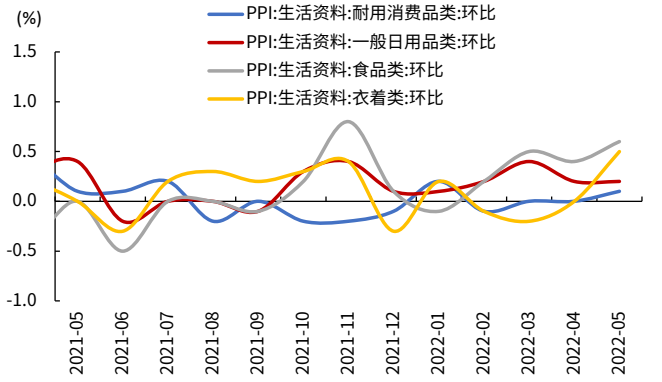
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：5 月 PPI 上游价格环比回落，下游价格环比上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：5 月 PPI 生活资料中，食品、衣着、耐用品价格环比上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

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_42797