

宏观点评

下半年通胀有三大扰动—兼评5月物价

事件：5月CPI同比2.1%，预期2.2%，前值2.1%；PPI同比6.4%，预期6.3%，前值8.0%。

核心观点：5月CPI同比持平、环比由升转降，食品价格是主要拖累；核心CPI连续7个月持平或回落，进一步指向内需不足；PPI回落加快，高基数之外，主因国内定价的大宗回落，关注三大结构特征。往后看，仍需紧盯全球大滞胀；“CPI上、PPI下”还是我国通胀基准情形，短期内PPI下行斜率有望趋缓、上游价格仍有支撑，下半年需紧盯猪价、粮价、油价三大扰动。

1、5月CPI同比持平至2.1%，环比由涨0.4%转为降0.2%，蔬菜、鸡蛋、鲜果等食品价格是主要拖累；核心CPI连续两月低于1%，且连续7个月持平或回落，进一步指向内需不足。此外，粮食价格已连续3个月环比涨幅0.5%以上，指向稳粮价的迫切性提升。

>食品项环比由涨转跌。5月CPI食品项环比由上月0.9%转为下降1.3%，略弱于季节性（2016-2019年同期均值为降1.1%）。归因看，季节性之外，蔬菜价格大跌是主要拖累：受蔬菜上市增加、物流梗阻好转、囤货需求减少等影响，5月鲜菜价格环比大跌15%，鸡蛋、鲜果价格涨幅分别收窄4.9、3.7个百分点至1.4%和1.5%。需注意的是，猪肉价格环比涨幅扩大3.7个百分点至5.2%，主因生猪存栏下降、猪肉收储等因素提振；粮食价格连续4个月环比上涨，本月录得上涨0.5%、较前值回落0.2个百分点，但仍为近10年同期最高。

>非食品项环比涨幅继续收窄。5月非食品项环比上涨0.1%，持平季节性（2016-2019年同期均值为涨0.1%），但较前值回落0.1个百分点，主因汽油、柴油等价格涨幅收窄；其他重点商品中：由于疫情影响，线下消费价格续降，电影演出、宾馆住宿价格分别环比降2.6%、0.7%；由于换季、服装购置需求增加，服装、鞋类价格均由降转升。

>核心CPI仍然疲弱。5月核心CPI同比持平至0.9%，自2021年10月以来已连续7个月持平或回落，与进口、出行、电影票房等高频数据指向的信号一致，进一步指向内需不足。

2、PPI回落速度加快，同比降1.6个百分点至6.4%，环比降0.5个百分点至0.1%，高基数之外，主因煤炭、黑色等国内定价的大宗回落；具体看，关注三大结构特征：

>分生产&生活资料看：上游价格涨幅收窄、但仍高，同时继续向下游传导。5月生产资料价格环比涨幅回落0.7个百分点至0.1%，主因煤炭、有色等大宗价格涨幅收窄；生活资料价格环比涨幅扩大0.1个百分点至0.3%，创2011年有数据以来同期新高，表明上游价格仍在向下游传导。

>分七大产业看：中上游采掘、原材料、加工工业价格环比涨幅收窄，中下游产业多数环比涨幅扩大。具体看，上游采掘、原材料、中游加工工业价格环比涨幅较前值回落2.1、1.3、0.3个百分点至零左右，下游食品、衣着、耐用消费品环比涨幅则扩大0.2、0.5、0.1个百分点。

>分40个工业行业看：5月环比涨幅扩大和收窄的行业数量各半，其中：涨幅扩大的行业主要集中在食品、纺织、设备制造等，涨幅回落较多的行业主要集中在煤炭、有色、黑色等。具体看：1) 原油：5月国际油价由4月的下跌5.8%转为上涨5.7%，但其下游分化，PPI油气开采、化纤纤维涨幅分别扩大0.1、0.4个百分点至1.3%、0.8%，燃料加工、化工行业环比涨幅收窄2.6、0.8个百分点至0.9%、0.6%；2) 煤炭：由于保供稳价+需求偏弱，PPI煤炭采选环比由4月的上升2.5%转为下降1.1%；3) 燃气：5月国内液化天然气价格降幅扩大2.0个百分点至4.6%，带动PPI燃气生产供应行业环比涨幅进一步收窄0.3个百分点至0%；4) 有色：5月铜、铝价格分别环比下跌3.0%和5.0%，带动PPI有色冶炼行业环比由4月的上涨0.8%转为下降1.3%，产业链上游的PPI有色采矿环比涨幅也回落2.3个百分点至0.4%；5) 钢铁：螺纹钢现货价环比由4月的上涨3.0%转为下降3.7%，带动PPI黑色冶炼行业环比由上涨1.8%转为下降0.5%，产业链上游的PPI黑色采矿环比涨幅也收窄3.7个百分点至0.3%。

3、后续关注四点：物价走势；猪价/粮价/油价扰动；上游价格仍有支撑；仍需警惕全球滞胀

1) 物价走势：“CPI上、PPI下”仍是2022基准情形，短期内PPI下行斜率有望趋缓。

>CPI：高频数据看，6月首周猪肉价格环比涨幅收窄至1.7%，鸡蛋、水果价格由升转降，蔬菜价格降幅收窄，预计6月CPI食品分项环比可能延续回落；非食品项中油价可能延续上涨，服务价格大概率小幅回升。因此，预计6月CPI环比可能持平或小降，同比预计仍将维持在2.0%以上。全年看，CPI同比可能震荡上行，全年中枢可能在2.2%左右，高点可能突破3%。

>PPI：高频数据看，6月首周价格指数、重点商品价格分化，其中：南华工业品指数环比上涨5.2%，CRB现货指数微跌0.1%；国际油价环比涨幅扩大至7.2%，螺纹钢期货价跌幅扩大至6.8%。往后看，考虑季节性、疫情好转、复工复产等因素，预计6月PPI环比持平或小降。往后看，2021年6-8月PPI分别为8.8%、9.0%、9.5%，基数上行幅度不大，如果大宗价格不大幅回落，接下来2-3个月PPI将维持高位震荡，Q4可能进一步回落，全年中枢4.6%左右。

2) 猪价、粮价、油价3大分项是主要扰动。猪价方面，4月下旬以来猪肉价格上涨，应是收储、疫情囤货等多方面因素共同作用的结果，考虑到新一轮猪周期下半年有望开启，短期猪价大幅回落的可能性不大，但本轮生猪产能去化不足，后续猪价走势仍有不确定性。倾向于认为，猪肉价格可能温和上行，预计上行幅度不会太大。粮价方面，由于我国粮食自给率、粮食储备较高，粮食安全不必过于担忧，但国际粮价高位仍有可能对国内粮价价格形成扰动。油价方面，俄乌冲突仍是最大的不确定性，5.30欧盟对俄罗斯第六轮制裁落地，其中包含俄罗斯石油禁运等内容，供给不确定性抬升，预计油价短期仍将偏强运行，可能继续扰动国内通胀。

3) 上游价格仍有支撑：今年1-5月，虽然PPI读数回落，但中上游价格维持高位，导致盈利从上游向中下游传导的幅度、时间均慢于预期；归因看，中上游价格偏高，更多的是供给因素和俄乌冲突等外部因素导致的，本身需求并不强。往后看，鉴于5月中下旬以来疫情趋于受控，6月经济反弹可期，尤其是地产端和基建端，有望支撑上游价格延续偏强。

4) 仍需警惕全球滞胀风险，其中：美国更接近“胀而不滞”、中国更接近“滞而不胀”、欧洲已然“大滞胀”。俄乌冲突久拖未决、能源价格高位，叠加全球经济放缓预期，全球滞胀风险仍在加剧。（详见前期报告《美国“胀而不滞”，中国“滞而不胀”，欧洲“大滞胀”》）

风险提示：疫情变化、政策力度等超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

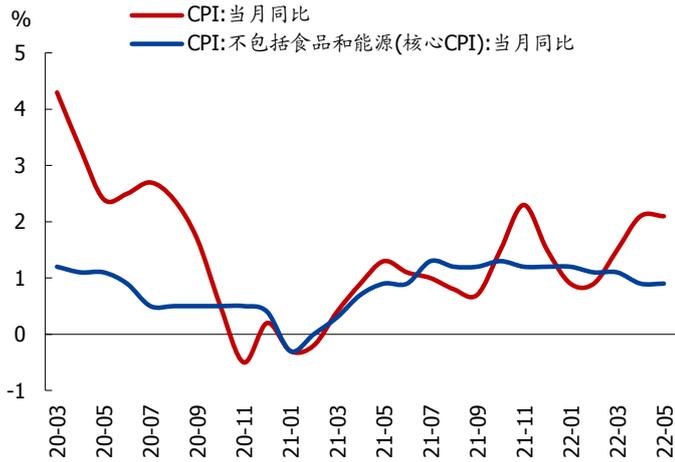
执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

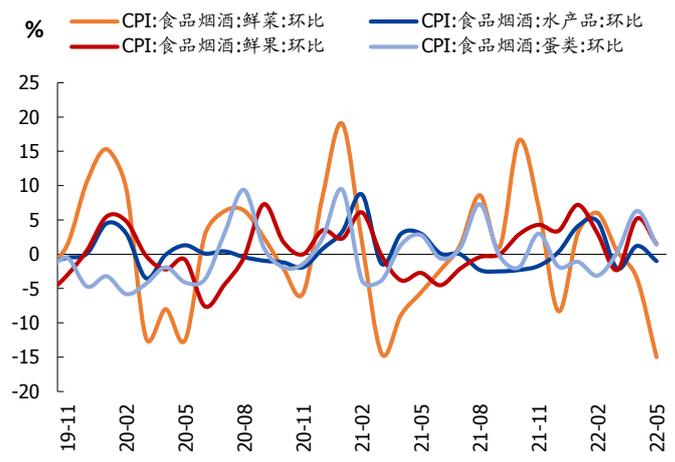
- 1、《美国“胀而不滞”，中国“滞而不胀”，欧洲“大滞胀”》2022-05-11
- 2、《6月可能是分水岭，有6条线索》2022-06-06
- 3、《三大维度看经济修复进展—兼评5月PMI》2022-05-31
- 4、《“执行底”确认，6月是关键窗口》2022-05-30
- 5、《新一轮“大礼包”的开始—单边降LPR七点理解》2022-05-20
- 6、《全球正滞胀，我国“滞”大于“胀”》2022-04-11

图表 1: 5月CPI、核心CPI均持平前值



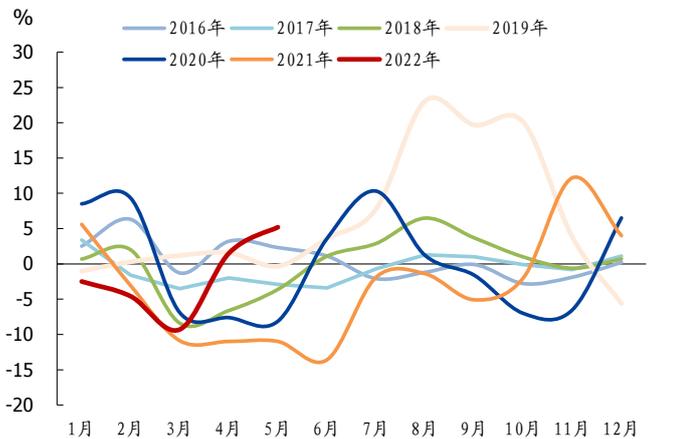
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 5月食品价格环比涨幅多数



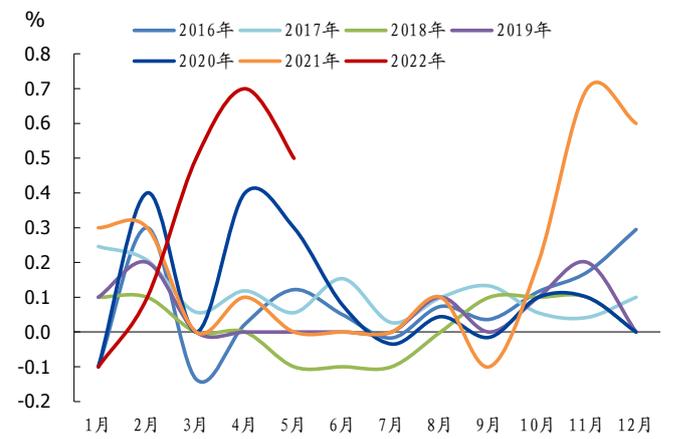
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 5月猪肉价格环比涨幅进一步扩大



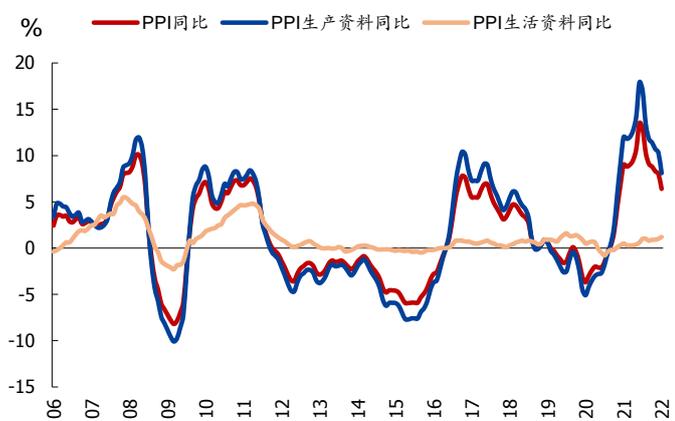
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 5月粮食价格环比涨幅回落, 但仍创近10年同期新高



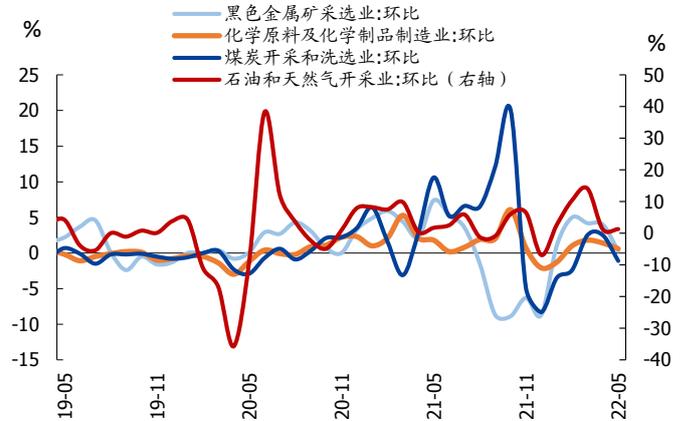
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: PPI 同比延续回落



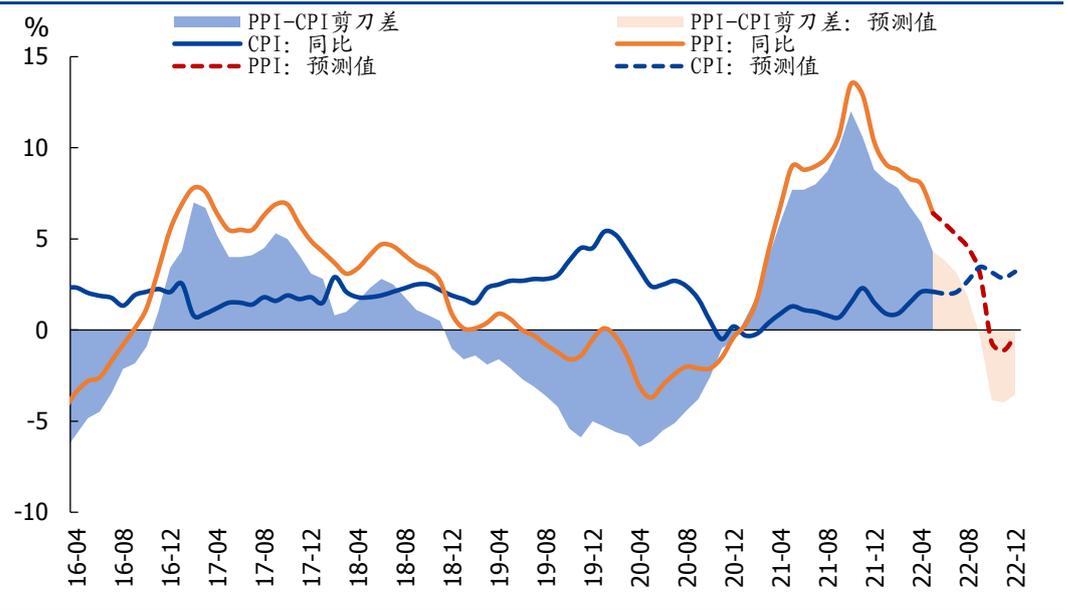
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 5月上游原材料价格多数环比涨幅收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: CPI、PPI 以及 PPI-CPI 剪刀差预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

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_42899

