

## 5 月工业品价格冲顶，CPI 涨幅继续处于明显低位

据国家统计局数据，2021 年 5 月 CPI 同比 1.3%，前值 0.9%，上年同期 2.4%；5 月 PPI 同比 9.0%，前值 6.8%，上年同期-3.7%。

### 基本观点：

当前市场关注的焦点是：PPI 持续冲高是否会向 CPI 传导，即钢、煤等工业原材料价格急升是否会导致国内出现普遍高通胀？从 5 月数据来看，5 月 CPI 环比回落，同比涨幅扩大 0.4 个百分点至 1.3%，但仍属明显偏低水平，而且当月同比涨幅上升主因上年翘尾因素扩大，并非新涨价因素推动。另外，5 月核心 CPI 环比涨幅回落至 0.1%，显著低于同期 PPI 变化。这些都意味着近期 PPI 冲高对 CPI 的传导效应很弱。背后是国内产能修复充分、民生商品供应充足，以及居民消费需求恢复相对较缓。我们判断，短期内 PPI 和 CPI 走势分化格局将会延续，CPI 低增速将为货币政策留下较大灵活操作空间，尤其考虑到 6 月之后 PPI 涨幅也将见顶回落。

5 月食品价格环比季节性回落，同比小幅转正至 0.3%，延续年初以来的低位徘徊态势，其中猪肉价格继续下跌成为主要推动因素；近期国际农产品价格大幅上涨，但未对国内粮价带来显著影响，仅带动食用油价格走高。主要受燃油价格同比走高，以及居住等服务价格上涨影响，5 月非食品价格同比从上月的 1.3%略升至 1.6%，继续处于偏低水平。

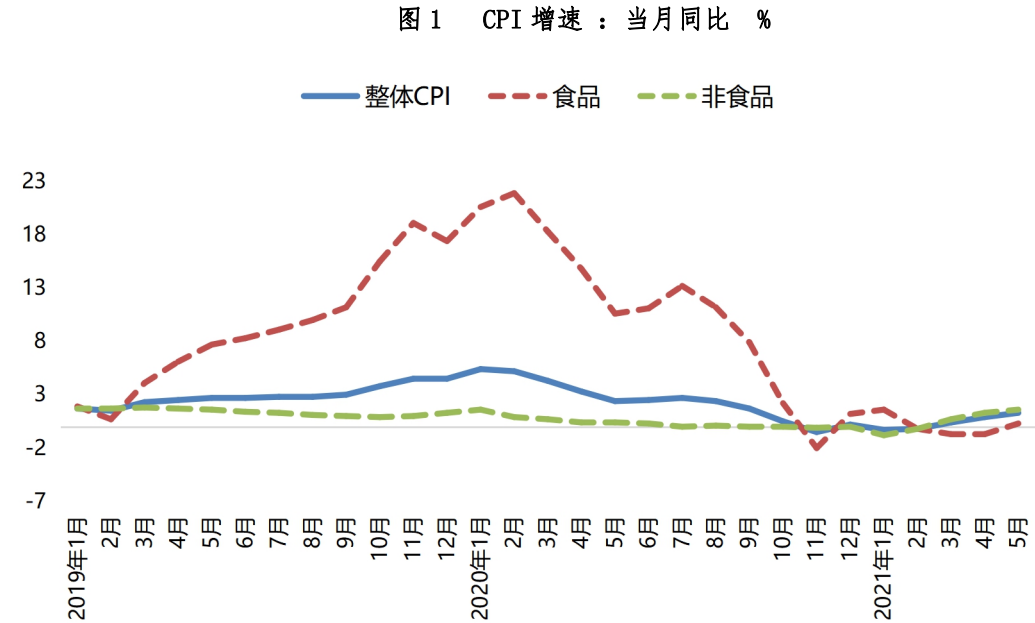
5 月 PPI 加速冲顶，主因国际大宗商品涨价并拉动国内工业品价格上涨。尽管 5 月中下旬“黑色系”商品价格受“严监管”影响大跌，但因前期冲得太高，加上原油、铜等国际定价大宗商品价格回落有限，故 5 月国际大宗商品和国内工业品价格总体维持上涨，在基数下沉背景下，同比涨幅均有所扩大。从结构来看，尽管下游商品也在涨价，但幅度明显不及中上游，印证当前 PPI 冲高的输入性通胀特征明显，国内经济中并不存在需求过热。

展望 6 月，PPI 同比有望开启小幅回落过程，CPI 涨幅会升至 1.6%左右，物价全面上涨压力依然不大。我们判断，接下来监管层关注的重点将不再是 PPI 同比的高度，而是工业品通胀的“长度”，即 PPI 高通胀的持续时间。未来还可能有一批保供稳价措施出台，这是当前稳定市场预期，特别是支持下游中小企业复苏的最有效举措。

### 具体分析如下：

一、5月食品价格环比季节性回落，同比小幅转正至0.3%，延续年初以来的低位徘徊态势，其中猪肉价格继续下跌成为主要抑制因素；近期国际农产品价格大幅上涨，但未对国内粮价带来显著影响，仅带动食用油价格走高。主要受燃油价格同比走高，以及居住等服务价格上涨影响，5月非食品价格同比从上月的1.3%升至1.6%，表明近期PPI大幅冲高向CPI的传导效应仍不明显。

具体分析如下：



数据来源：WIND

5月猪肉价格继续下降，食品价格同比延续低位徘徊态势，继续成为抑制当月CPI涨幅的重要因素；近期国际农产品价格大幅上涨，但未对国内粮价造成明显影响，仅带动食用油价格走高。

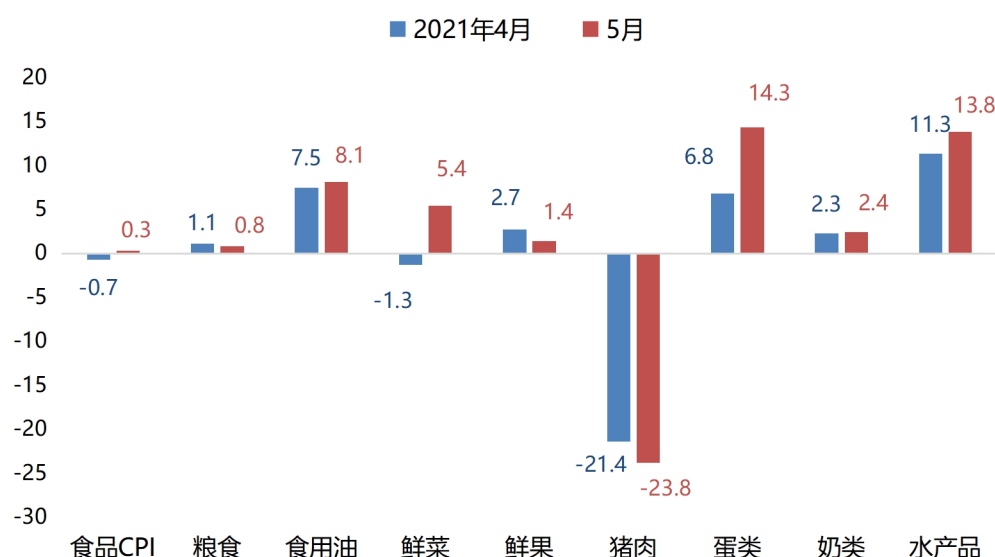
5月食品价格环比季节性回落，但去年同期价格基数大幅下沉，导致当月食品CPI同比小幅转正至0.3%。其中，主要受生猪产能持续恢复，以及南方高温高湿天气易于加剧动物疫病风险，部分养殖户出于避险考虑加速出栏，加之需求端未见显著提升，5月猪肉价格比上月下降11.0%，连续3个月环比降幅达到两位数，带动当月猪肉价格同比降幅从上月的21.4%扩大到23.8%，成为抑制5月食品价格涨幅的主要原因。此外，5月淡水鱼价格上涨较快，带动水产品价格同比高位运行。但这主要是受上年疫情突发导致大面积压塘，今年部分养殖户缩减养殖面积影响，不具有很强的可持续性。

5月鲜菜价格下行，但上年基数下沉幅度更大，带动鲜菜价格同比涨幅显著扩大，是本

月食品价格同比转正的主要原因。最后，受蛋鸡存栏量下降、饲料成本上涨及气温升高造成产蛋率下降等因素影响，5月鸡蛋价格比上月上涨3.3%，同比涨幅突破两位数，也对当月食品价格整体走高起到一定推动作用。

值得注意的是，5月粮食价格与上月持平，同比涨幅降至0.8%，较上月下降0.3个百分点，继续处于偏低增长水平。这表明，尽管近期海外谷物等农产品及食品价格出现较大幅度上涨(根据联合国粮农组织数据，5月全球食品价格指数环比上涨4.8%，同比涨幅达到41.0%)，但在国内主粮供需平衡稳定的背景下，国内粮价并未随之出现显著波动，即这段时间国内外粮价和食品价格波动实现了“有效隔离”。唯一例外的是食用油，由于我国大豆进口依赖度很高，5月食用油价格同比涨幅扩大到8.1%，显示近期国际大豆价格大幅上涨正在一定程度上通过进口渠道向国内传导。

图2 食品类各分项CPI同比增速 %



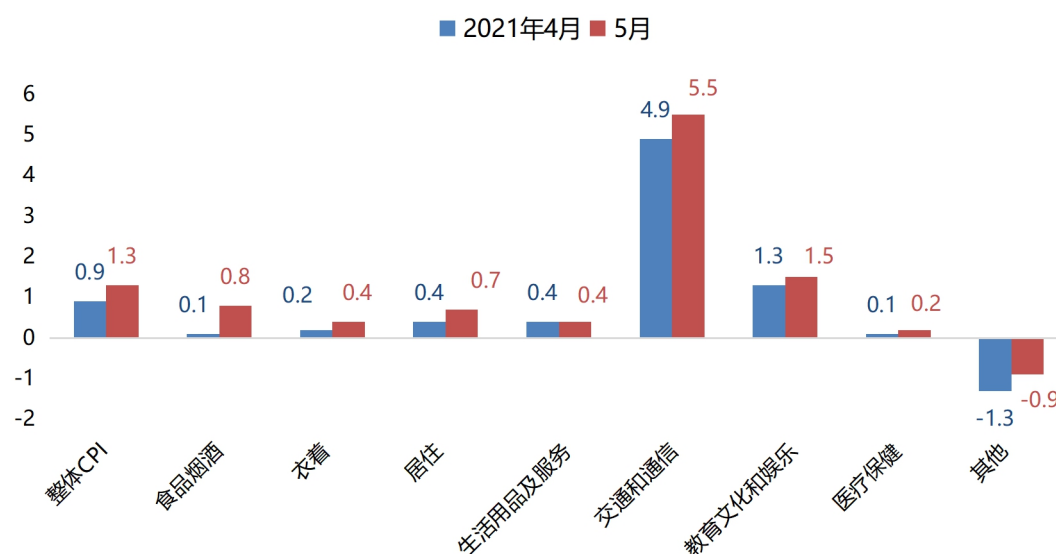
数据来源：WIND

主要受燃油价格同比走高，以及居住等服务价格上行带动，5月非食品价格环比延续0.2%的小幅上涨势头，同比涨幅从上月的1.3%升至1.6%，这表明近期PPI冲高向CPI的传导效应依然很弱。

5月，国际原油价格上涨，国内汽油和柴油价格分别上涨1.7%和1.9%，带动交通和通信价格同比涨幅扩大，成为推升非食品价格的主要原因。另外，伴随国内疫情影响消退，经济复苏持续推进，房屋租赁价格延续小幅上涨势头——近三个月环比均为0.2%，5月居住价格同比涨幅扩大0.2个百分点至0.7%。最后，前期铜、钢材等大宗商品价格上涨效应部分向下游传导，5月电冰箱、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，但对整体生活用品及服务价格变化影响不大。

图 3 八类商品与服务 CPI 同比增速 %

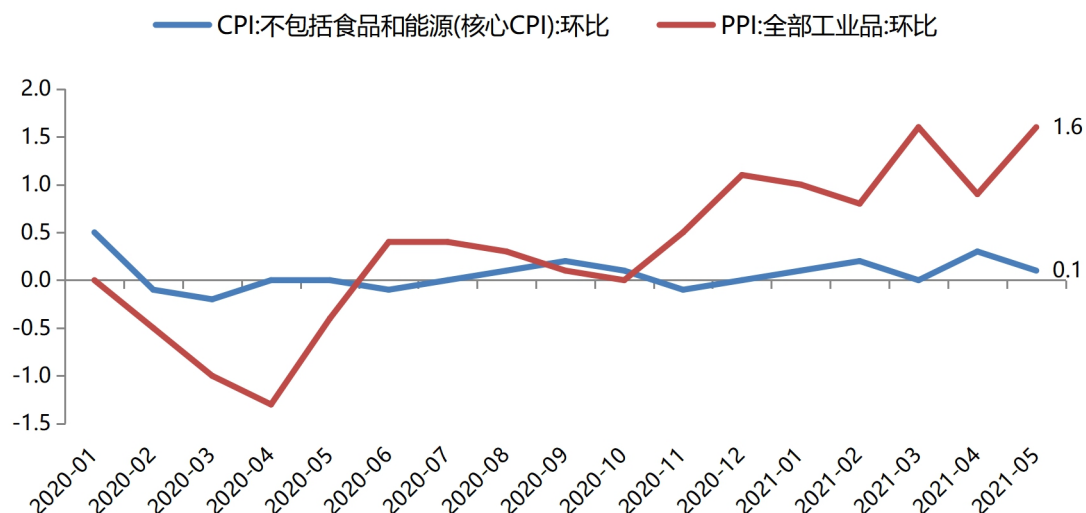


数据来源：WIND

当前市场关注的焦点是 PPI 冲高是否会向 CPI 传导，即工业价格急升是否会导致国内出现普遍高通胀？5 月 CPI 同比涨幅扩大，似乎传导效应有所显现。但数据分析表明，这种传导效应仍然很弱。5 月 CPI 同比上涨 1.3%，较上月扩大 0.4 个百分点，但这主要是由翘尾因素扩大 0.6 个百分点所致，而今年 1-5 月的新涨价因素反而较前值回落 0.2 个百分点至 0.6%。这表明，5 月 CPI 涨幅扩大，主要受上年 5 月至年底价格变动的翘尾因素扩大拉动，并非今年以来、特别是近期 CPI 上涨出现加速现象。

另外，扣除波动较大的食品和能源价格，5 月核心 CPI 环比和同比分别上涨 0.1% 和 0.9%，涨幅较上月分别缩小 0.2 个百分点和扩大 0.2 个百分点，波动都不大，而且都明显低于同期 PPI 走势（历史数据显示，核心 CPI 与 PPI 相关性较强）。这直观地反映了当前物价走势剧烈分化的现实，背后是在国内产能修复充分、民生商品供应充足，以及消费需求恢复相对较缓的背景下，PPI 冲高对 CPI 的传导效应受到明显抑制。我们判断，短期内 PPI 和 CPI 走势分化格局将会延续，未来一段时间货币政策因 PPI 冲高而全面收紧的可能性不大。

图 4 核心 CPI 与 PPI 环比增速 %

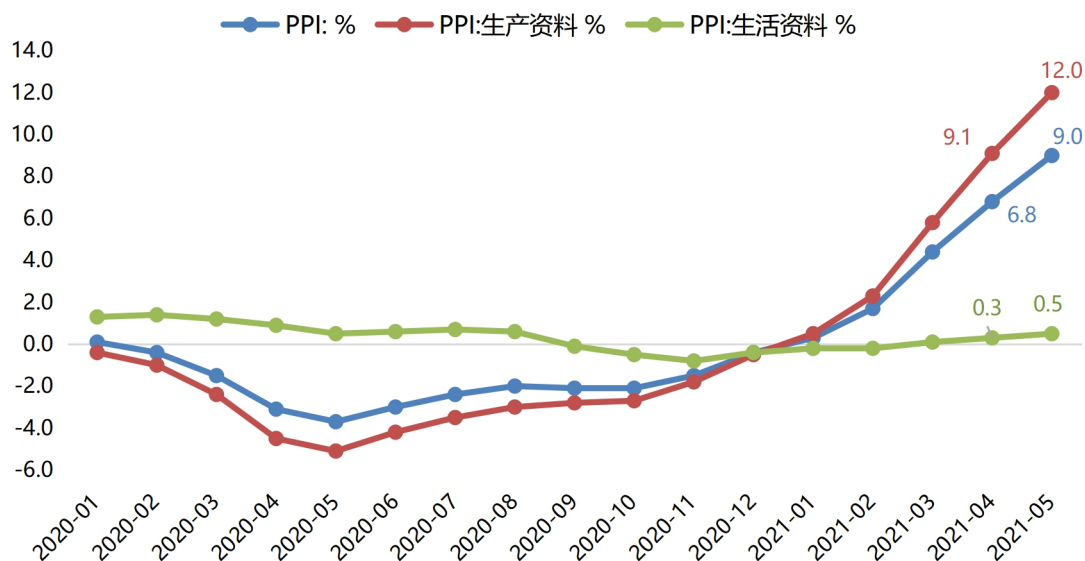


数据来源: WIND

二、5月PPI加速上行，主因国际大宗商品涨价并拉动国内工业品价格上涨。尽管5月中下旬“黑色系”商品价格受“严监管”影响大跌，但因前期冲得太高，加之原油、铜等国际定价大宗商品价格回落有限，故5月国际大宗商品和国内工业品价格总体维持上涨，加之基数下沉，同比涨幅均有所扩大。从结构来看，尽管下游商品也在涨价，但幅度明显不及中上游，印证当前PPI冲高的输入性通胀特征明显，国内经济并不存在需求过热。

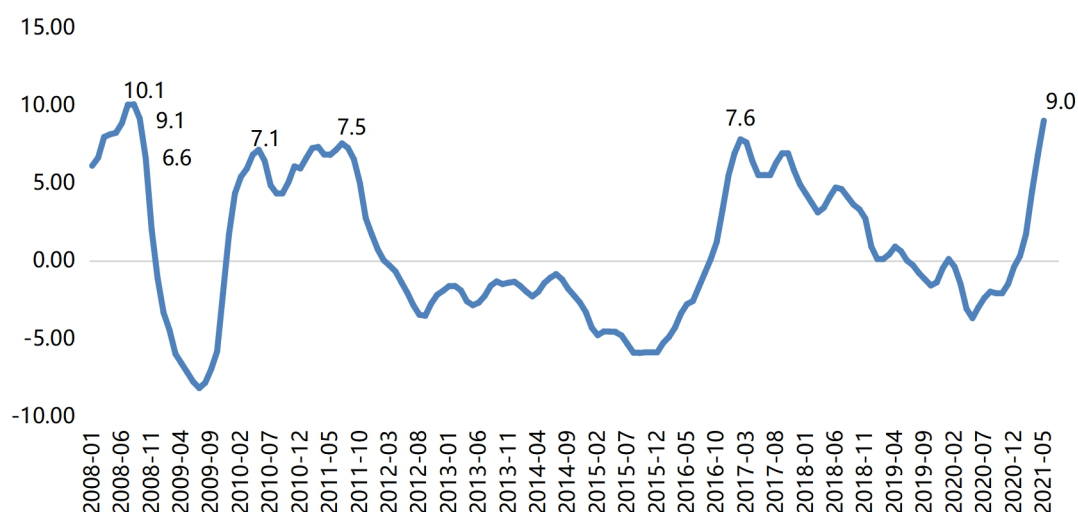
5月PPI同比上涨9.0%，涨幅较上月加快2.2个百分点，超过了前两轮PPI上行周期的最高点，创下2008年10月以来新高。5月PPI环比上涨1.6%，涨幅也较上月扩大0.7个百分点，且翘尾因素则从上月的2.42%提高至2.83%，为年内最高。由此，在边际涨价动能增强和翘尾抬升两方面因素共同推动下，5月PPI同比延续陡峭上行。

图5 PPI增速：当月同比 %



数据来源：WIND

图6 5月PPI同比涨幅创下2008年10月以来新高 %



数据来源：WIND

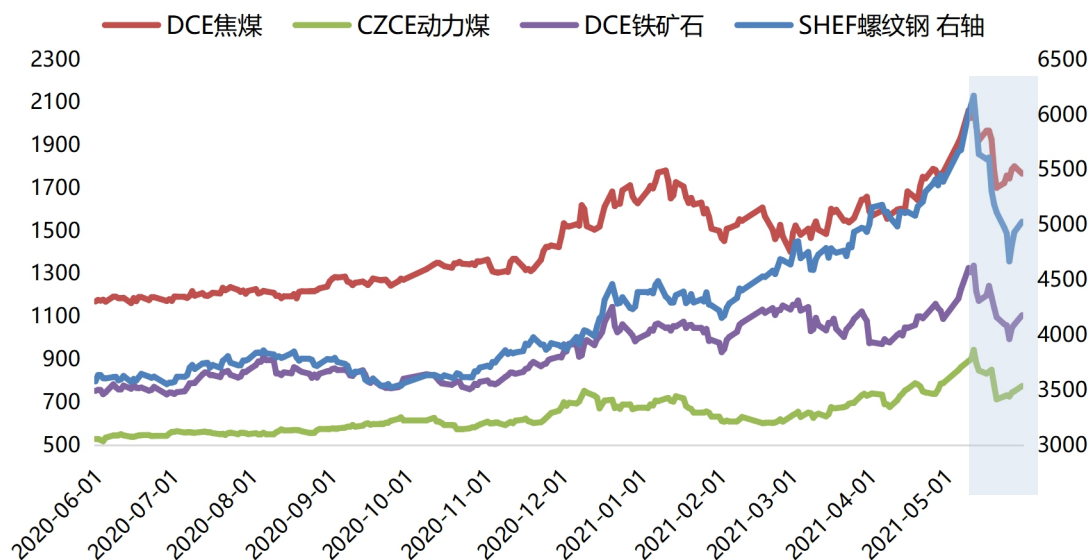
5月PPI加速上行，仍主要受国际大宗商品涨价影响，同时，外围价格上涨叠加内需稳定恢复，对国内工业品价格也有较强拉动。前期大宗商品价格过快上涨，引发监管层高度重视。在保供、打击炒作等举措压制下，5月中下旬“黑色系”商品价格大幅下挫。但因前期冲得太高，加之原油、铜等国际定价大宗商品价格回落有限，故从月均值来看，5月国际大宗商品和国内工业品价格环比维持上涨，加之基数下沉，同比涨幅均有所扩大。

4月中下旬，在前期快速上涨后盘整月余的国际大宗商品价格迎来又一波上涨，这一上行势头一直持续到5月上旬。从4月12日到5月12日，RJ-CRB商品价格指数累计上涨幅度达到11.5%。这一方面源于全球经济修复态势趋于明朗，尤其是美欧需求共振带动需求端加速向常态水平回归，而供给端、尤其是新兴经济体供给能力仍受到疫情制约，由此加剧阶段性供需错位；另一方面，疫情冲击下全球主要经济体纷纷实施大规模货币宽松政策，全球流动性处于极度宽松状态，也对大宗商品价格上涨起到助推作用。此外，资金借此利用大宗商品期货市场进行炒作，也是价格在短时间内暴涨的重要原因。

外围商品价格过快上涨给国内造成较大的输入性通胀压力，引发监管层高度关注。5月12日、19日和26日三次国常会连续提及大宗商品价格快速上涨问题。从应对举措来看，重点在于通过保障供给来遏制价格的不合理上涨，同时，针对部分机构利用大宗商品期现货市场散布虚假信息、实施垄断协议等行为，监管层也开展了专项治理。可以看到，5月中旬起，铁矿石、螺纹钢、动力煤、焦煤等多个“黑色系”商品国内期货价大幅下挫，并带动外盘期货价大跌，严监管产生“立竿见影”的效果。这表明，前期大宗商品价格过快上涨，既有供

需错位原因，也确实存在市场跟风炒作、甚至哄抬价格等背离基本面的现象。

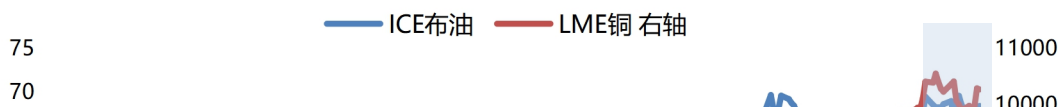
图6 5月中下旬“黑色系”商品期货价格在前期快速上冲后大幅下挫



数据来源：WIND

尽管5月中下旬“黑色系”商品价格大幅下跌，但因前期冲得太高，加之原油、铜等国际定价的核心大宗商品价格回落有限——5月布油期货价基本围绕68美元/桶震荡，月末LME铜较月内高点仅下行2.7%——由此，从月均值来看，5月外围大宗商品和国内工业品价格环比仍维持上涨，叠加基数下沉，同比涨幅均有所扩大。具体来看，5月RJ-CRB商品价格指数月均值环比仍上涨6.2%，同比涨幅扩大至62.4%（前值60.4%），国内南华工业品指数月均值环比上涨5.2%，同比涨幅小幅扩大至48.2%（前值47.7%）。

图7 5月原油和铜期货价格高位震荡、中下旬回落幅度有限



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\\_20084](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20084)

