

## 2022 年 5 月物价数据简评

### 通胀远忧未减

#### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

#### 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号  
S1060121110020  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



#### 事项：

2022 年 5 月 CPI 同比 2.1%，PPI 同比为 6.4%。

#### 平安观点：

- 5 月 CPI 同比增速持平于上月，但环比略强于季节性。背后原因有三：1）粮油、猪肉价格超季节性上行，抵消了蔬菜价格大幅下跌的影响；2）国际能源价格继续上涨；3）PPI 向 CPI 的价格传导也有助推。**剔除食品和能源的核心 CPI 同比增速持平**，体现出经济下行压力加大、就业偏弱抑制居民非必需消费需求，疫情防控进一步冲击线下服务需求。
- 5 月 PPI 同比增速继续回落，环比涨幅收窄。分行业看，5 月 PPI 环比增速下行的原因有三点：一是，国内经济基本面疲弱，内需相关黑色金属及部分化工原料行业涨幅回落；二是，煤炭保供稳价措施积极推进，煤炭开采、加工行业 PPI 环比增速回落；三是，国际有色金属价格下跌，有色矿采选、有色加工、金属制品业 PPI 环比增速回落。不过，国际油价继续攀升、中下游行业受上游价格传导而涨价，仍是 PPI 环比增速的支撑因素。
- 5 月 PPI 向下游行业及 CPI 传导的迹象依然较多。一是，PPI 生产资料中，加工工业价格的回落幅度最小，环比增速仍有 0.1%，PPI 生产资料向生活资料的传导仍在持续；二是，PPI 生活资料价格环比增速上行 0.2 个百分点，并未跟随生产资料收窄，同比增速也相比上月提升；三是，PPI 生活资料中的衣着分项和 CPI 中的衣着分项环比分别上涨 0.5%、0.4%，原油价格上行推升纺织行业的原材料成本，PPI 向 CPI 传导有所加快。
- 展望下半年，受翘尾因素影响，PPI 同比增速的中枢或继续下移，但 CPI 同比增速的中枢或将明显抬升，成为国内通胀的主要风险点。下半年 CPI 受三方面因素扰动：一是，国际粮食、原油价格的中枢明显抬升，且不排除后续进一步上行的可能性；二是，PPI 向 CPI 的传导仍在继续；三是，新一轮猪周期渐行渐近，9 月 CPI 单月同比增速破“3”的可能性较大。
- 当前看，结构性通胀压力仍是总量性货币政策操作面临的约束之一，人民币汇率波动和国际资本流出的潜在压力也依然存在。尽管 MLF 降息是降低社会融资成本最为直接有效的措施，但需直面物价与汇率两大掣肘。我们认为，后续货币政策或更倾向于，以改革的方式降低实体经济综合融资成本，其中的关键在于打通“MLF 利率→LPR→贷款利率”传导路径中的堵点，在 MLF 政策利率相对稳定的基础上，推动贷款利率更大幅度地“非对称”下行。

## 一、CPI 环比强于季节性

5 月 CPI 同比上涨 2.1%，持平于上月。其中，CPI 食品项同比 2.3%，相比上月抬升 0.4 个百分点；非食品项同比 2.1%，较上月下行 0.1 个百分点；剔除食品和能源的核心 CPI 同比增速 0.9%，持平于上月。**5 月 CPI 环比增速 -0.2%，略强于 -0.28% 的季节性规律，主要受猪肉、粮油、能源等分项的上行推动，核心 CPI 环比涨幅弱于季节性。具体看：**

**一是，猪肉、粮油价格超季节性上行带动 CPI 食品分项强于季节性规律。**

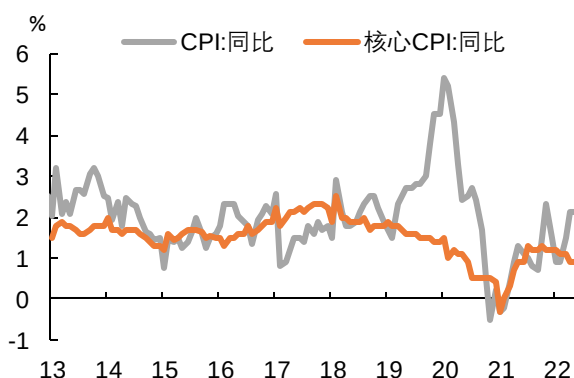
- **猪周期启动在即。**由于部分养殖户看好后市延迟生猪出栏，叠加猪肉收储提振信心、华南地区生猪调运政策调整的影响，猪肉批发价自 4 月中下旬起逐渐上涨。往后看，猪肉供需缺口或在 7、8 月份的消费旺季进一步凸显。
- **国际粮价上涨继续向国内传导。**5 月 CPI 粮食分项、食用油分项环比分别上行 0.5、0.7 个百分点，皆强于季节性规律。5 月国际 CBOT 小麦、玉米和豆油期货均价环比分别上涨 6.7%、0.2%、4.4%，对应的国内现货商品均价 5 月环比分别上涨 0.3%、2.0%、4.4%，后续国际粮价还可能继续向国内传导。
- **不过，鲜菜价格是食品价格分项表现的拖累因素。**5 月鲜菜 CPI 分项环比下行 15%，强于 9.6% 左右的下行季节性规律。疫情对物流运输的阻碍是推动 3、4 月份鲜菜价格表现强于季节性表现的重要原因之一。5 月以来，疫情防控压力趋缓，物流运输瓶颈缓解，且蔬菜上市旺季供给增加，鲜菜价格较快下行，逐步向过去三年同期的均值水平回归。

**二是，能源价格继续上行。**5 月能源相关的交通工具用燃料价格分项环比上涨 0.6%，而布油价格 5 月震荡上行 8.5%，主因国内成品油价格的调整略滞后于市场变化。自 5 月 31 日起，汽、柴油价格较 5 月 17 日分别上调 4.0%、4.3%，6 月国际原油价格上行对 CPI 的助推作用或更突出。

**三是，部分消费品价格上行，或受上游价格的传导。**5 月消费品价格环比强于季节性。一方面，CPI 衣着分项受国际原油价格持续上涨的影响，纺织服装相关原材料成本持续攀升，5 月在换季衣着购置需求的带动下，对居民消费端的传导有所增强。另一方面，生活用品及服务、其他用品及服务两分项分别超季节性 0.17、0.46 个百分点。

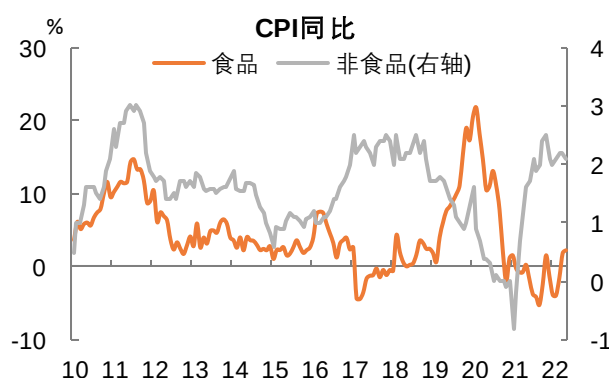
**不过，服务价格依然低迷，环比持平于季节性。**国家统计局解读表明，疫情期间线下服务消费减少，线上服务消费需求增加，电影及演出票、宾馆住宿价格分别下降 2.6% 和 0.7%，网络文娱服务价格上涨 2.4%。

图表1 5 月 CPI、核心 CPI 同比增速皆持平于上月



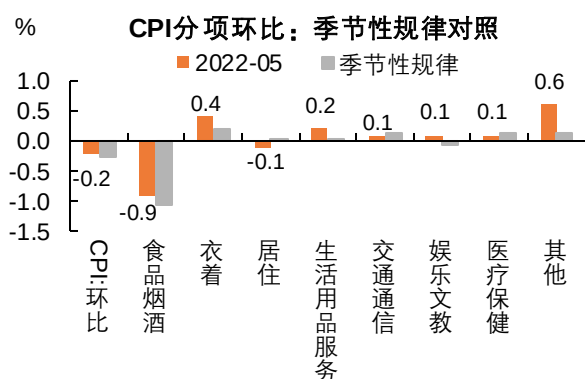
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 5 月 CPI 食品项上行、非食品项小幅回落



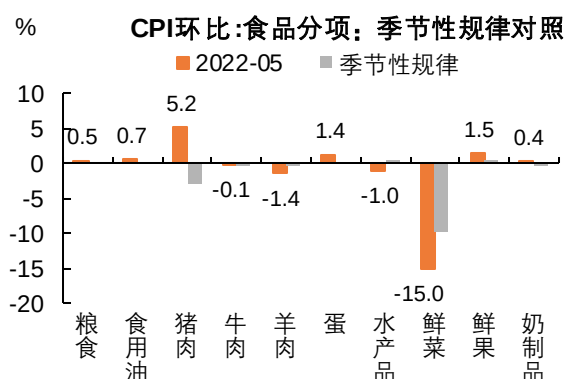
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 5月CPI环比略强于季节性规律



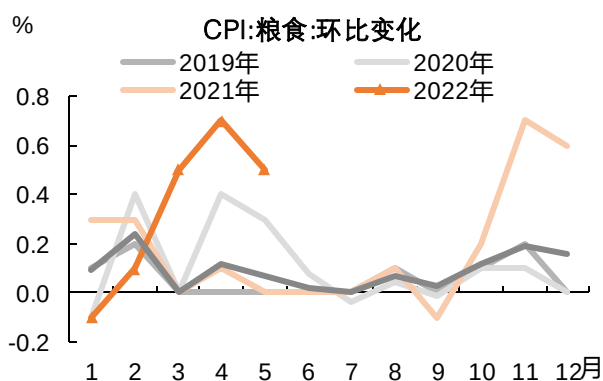
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 5月猪肉、粮油、鸡蛋、鲜果等超季节性走强, 但鲜菜价格大幅下跌



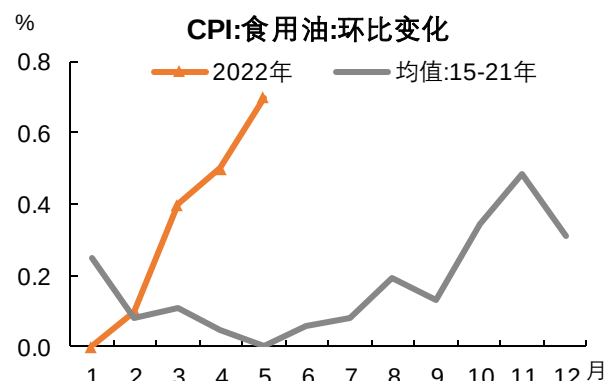
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表5 5月CPI粮食分项环比表现超季节性



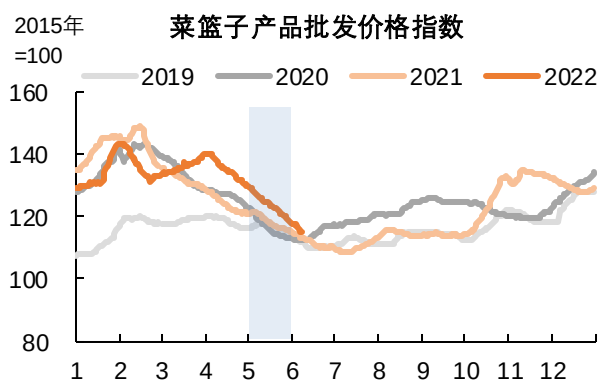
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 5月CPI食用油分项环比进一步上行



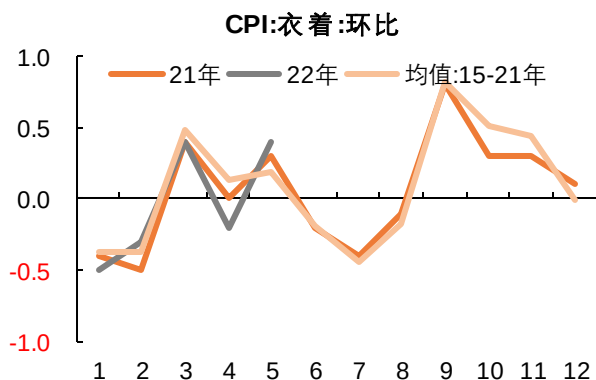
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 5月以来, 蔬菜价格高位下滑, 向过去三年均值水平回归



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 5月CPI衣着分项环比上行幅度较大

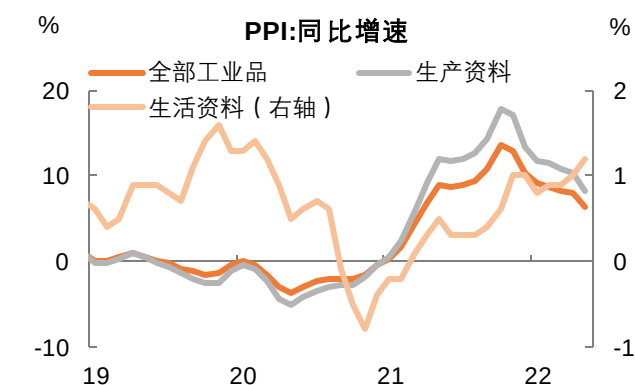


资料来源: wind, 平安证券研究所

## 二、PPI 环比涨幅收窄

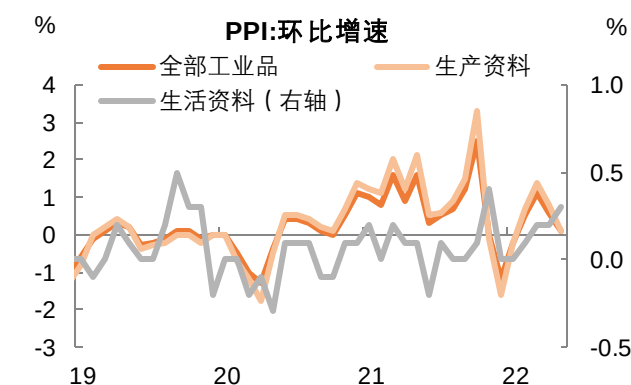
5月 PPI 同比增速继续回落，环比涨幅收窄。PPI 同比上涨 6.4%，自历史高位已连续 7 个月回落；环比涨幅 0.1%，比上月收窄 0.5 个百分点。

图表9 5月 PPI 同比增速继续下行



资料来源: wind, 平安证券研究所

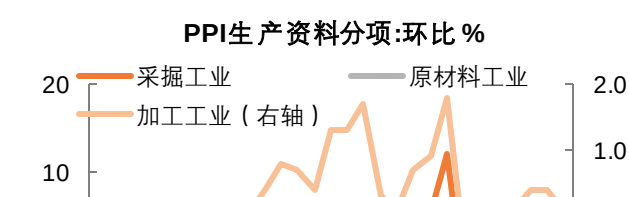
图表10 5月 PPI 生活资料环比增速上行



资料来源: wind, 平安证券研究所

从分项看, 5月 PPI 中上游生产资料价格涨幅收窄, 但向生活资料价格及 CPI 传导的迹象依然较多。生产资料环比上涨 0.1%, 相比上月下滑 0.7 个百分点。其中, 采掘、原材料和加工工业的 PPI 环比涨幅相比上月分别收窄 2.1、1.3 和 0.3 个百分点。加工工业连接生产资料价格和生活资料价格, 5月环比增速为 0.1%, 是各分项中收窄幅度最小的一个, PPI 生产资料向生活资料的传导依然存在。生活资料环比增速上行 0.2 个百分点, 并未跟随生产资料价格收窄, 同比增速也相比上月提升, 其中食品、衣着和耐用消费品三个分项环比增速均有提升, 仅一般日用品类增速持平于上月。此外, CPI 中的衣着分项环比也上涨了 0.4%, 相比 2015 至 2021 年同期均值高出 0.2 个百分点, 盖因原油价格上行推升纺织行业的原材料成本, PPI 向 CPI 传导有所加快。

图表11 5月 PPI 生产资料各分项环比增速回落



图表12 5月 PPI 生活资料中多数分项环比增速提升



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\\_42793](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42793)

