

宏观经济研究

未来一段时间物价怎么走？

结论：我国 CPI 同比连续两个月在接近零的低位，核心 CPI 持续下行，PPI 降幅持续扩大，表明国内需求内生动力不足，工业企业产能相对过剩。同时 5 月份出口同比转负，6、7 月降幅可能扩大，外需压力也存在，扩内需必要性进一步抬升。未来一段时间物价或将继续低位运行，**PPI 底部或延后至 7 月**，叠加市场利率下行，短期内国内货币政策进一步宽松的概率提升。

数据：5 月份 CPI 同比 0.2%，前值 0.1%；环比-0.2%，前值-0.1%；核心 CPI 同比 0.6%，前值 0.7%。PPI 同比-4.6%，前值-3.6%，环比-0.9%，前值-0.5%。

要点：5 月 **CPI 同比延续低位**，环比已经连续 3 个月低于历史均值，核心 **CPI 同比下行至 0.6%**，反映需求内生动力不强。**CPI 食品方面**，市场供应充足，CPI 食品环比-0.7%。5 月猪肉价格仍在震荡下行，同比由涨转降。往后看，能繁母猪已经连续数月去化，下半年猪肉价格或企稳回升，而猪价同比可能在较低位震荡，今年下半年食品价格同比或将延续低位。**CPI 非食品方面**，服务价格与工业消费品价格涨跌分化，CPI 非食品环比-0.1%，同比下行至 0.0%。CPI 居住同比-0.2%，已持续 8 个月负增，而 shibor6 月期利率也在 4 月份开始延续下行。

5 月 PPI 环比 -0.9%，同比降幅扩大 1 个百分点至**-4.6%**，低于我们前期预测。一则国际大宗商品（油价、有色）下行，二则国内市场需求总体偏弱，工业企业整体降价去库仍在继续。从国际大宗商品价格指数来看，**PPI 底部可能推后至 7 月**，工业企业利润可能也在将磨底期持续数月。

我们测算 **CPI 或也将在 7 月前后见底**。短期看一方面物价读数低，另一方面债市仍在走强。资金、债券市场利率不断下行，5 月以来回购定盘利率与 10 年期国债收益率分别跌破政策利率。短期内国内货币政策进一步宽松的概率提升。

风险提示：国内宏观经济政策不及预期；降息降准不及预期；财政政策超预期；信用事件集中爆发；报告中 CPI 测算值与实际值不一致的风险。

作者

分析师 蒋飞

执业证书编号：S1070521080001

邮箱：jiangfei@cgws.com

分析师 李相龙

执业证书编号：S1070522040001

邮箱：lxlong@cgws.com

联系人 全焱炜

执业证书编号：S1070122040023

邮箱：tongyaowei@cgws.com

联系人 贺昕煜

执业证书编号：S1070122050027

邮箱：hexinyu@cgws.com

相关研究

- 1、《高赤字、高通胀、高利率的脆弱平衡——下半年美国经济展望》2023-06-08
- 2、《贸易顺差或已见顶——5 月外贸数据点评》2023-06-07
- 3、《中国人口趋势研判及建议——宏观经济专题报告》2023-06-06

内容目录

1.服务与消费价格涨跌分化，CPI 同比仍在低位	3
2. PPI 同比底部或延后	5
3. 年内 CPI 或降至负值，降息概率提升.....	6
风险提示	7

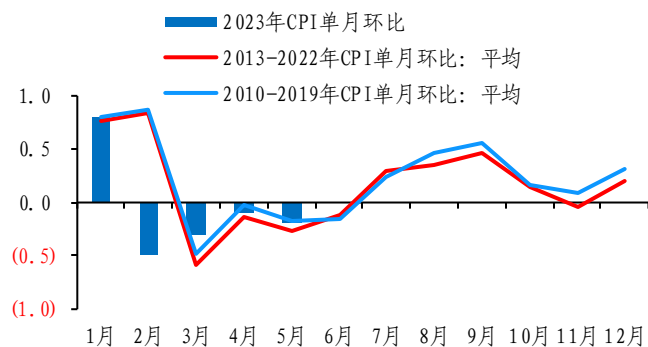
图表目录

图表 1: 五月 CPI 与往年对比.....	3
图表 2: 5 月核心 CPI 同比小幅回落.....	3
图表 3: 食品 CPI 同比拉动细项	3
图表 4: PPI 食品与 CPI 食品.....	3
图表 5: 非食品 CPI 细项拉动.....	4
图表 6: CPI 居住和短期利率.....	4
图表 7: 预测 2023 年 CPI (%)	4
图表 8: PPI 生产资料和生活资料.....	5
图表 9: 本轮主动去库周期仍未见底	5
图表 10: 上游石油煤炭开采行业价格环比回落	5
图表 11: PPI 黑色、非金属价格	5
图表 12: PPI 与工业企业利润筑底.....	6
图表 13: CRB 领先指标显示 PPI 底部或在 7 月前后	6
图表 14: 短端市场利率再次跌破政策利率	6
图表 15: 10 年国债收益率与 MLF 利率	7

1.服务与消费价格涨跌分化，CPI 同比仍在低位

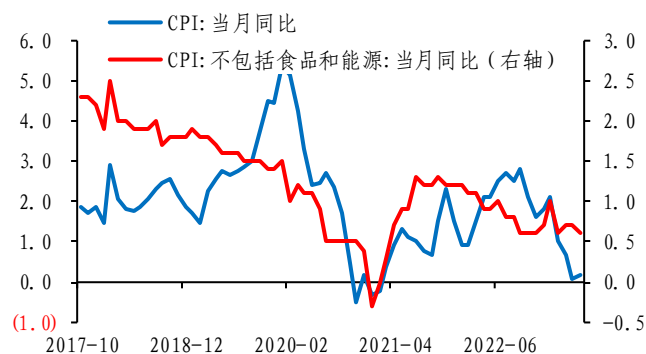
5 月份，CPI 同比小幅回升 0.1 个百分点至 0.2%。CPI 环比-0.2%，略低于疫情前十年（2010-2019 年）同期均值。实际上今年 CPI 环比已经连续 3 个月低于历史均值¹。5 月核心 CPI 环比 0%，同比 0.6%，涨幅略有收窄，也一定程度反映需求内生动力不强。

图表1: 五月 CPI 与往年对比



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

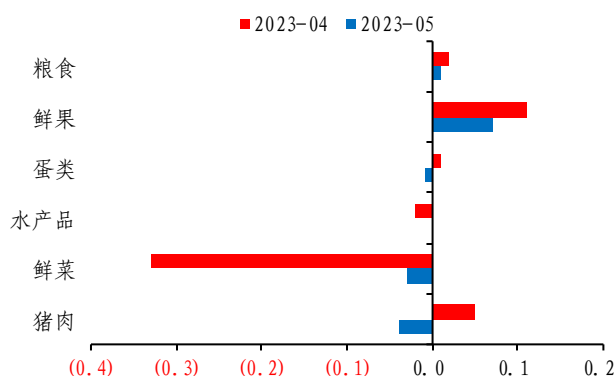
图表2: 5月核心CPI同比小幅回落



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

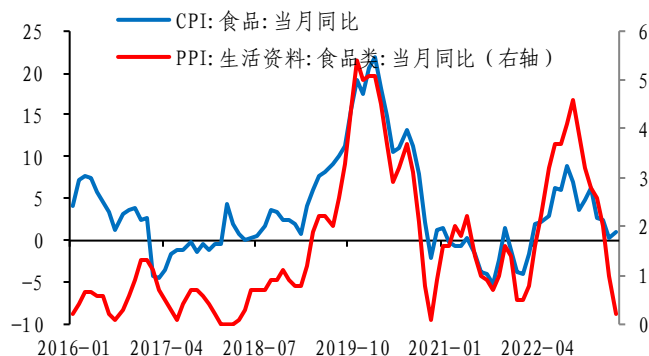
CPI 食品方面，市场供应充足，虾蟹类、鲜菜、猪肉、鸡蛋和鲜果价格均环比下降，CPI 食品环比-0.7%，同比回升 0.6 个百分点至 1%。5 月份猪肉价格仍在震荡区间，同比由涨转降为-3.2%，对 CPI 同比的拉动由正转负。5 月份 PPI 食品同比收窄 0.8 个百分点至 0.2%，与 CPI 食品同比的小幅反弹短暂背离。我们在《4 月通胀数据点评》中分析认为，能繁母猪已经连续数月去化，对猪肉供给形成一定压力。5 月份 PPI 食品同比收窄 0.8 个百分点至 0.2%，与 CPI 食品同比的小幅反弹短暂背离，我们预计下半年食品价格同比仍将下跌。

图表3: 食品 CPI 同比拉动细项



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

图表4: PPI 食品与 CPI 食品



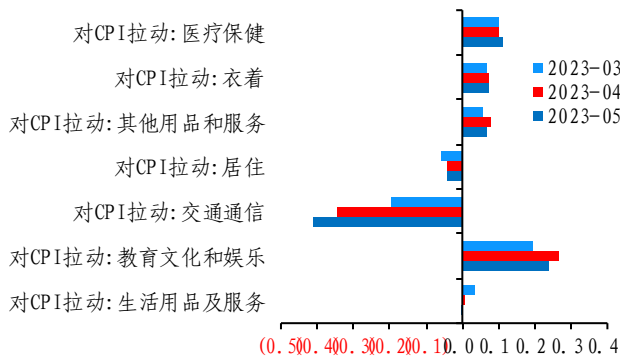
资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

CPI 非食品方面，服务价格与工业消费品价格涨跌继续分化，CPI 非食品环比-0.1%，同比涨幅收窄 0.1 个百分点至 0.0%。统计局指出，5 月份演唱会等演出活动增加，电影及演出票价格环比上涨 0.8%；夏装换季上新，服装价格环比上涨 0.4%；假期后出行

¹ 按春节所在月对齐，3 月份 CPI 环比低于 2010-2019 年同期平均

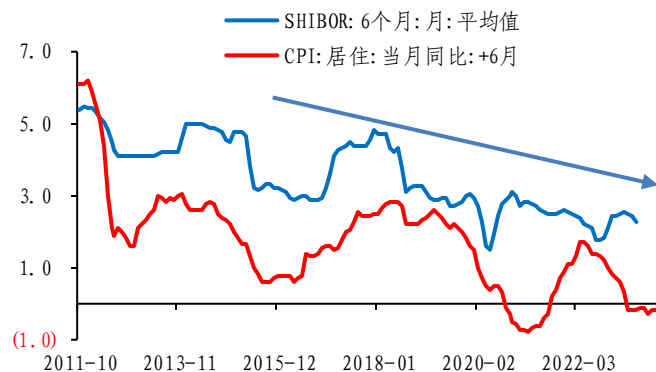
需求回落，机票和交通工具租赁费价格均环比下降 7.2%，同比涨幅高位回落；工业消费品价格同比降幅扩大 0.2 个百分点至-1.7%，其中燃油小汽车和新能源小汽车价格同比分别-5.1%和-3.3%。

图表5: 非食品 CPI 细项拉动



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

图表6: CPI 居住和短期利率

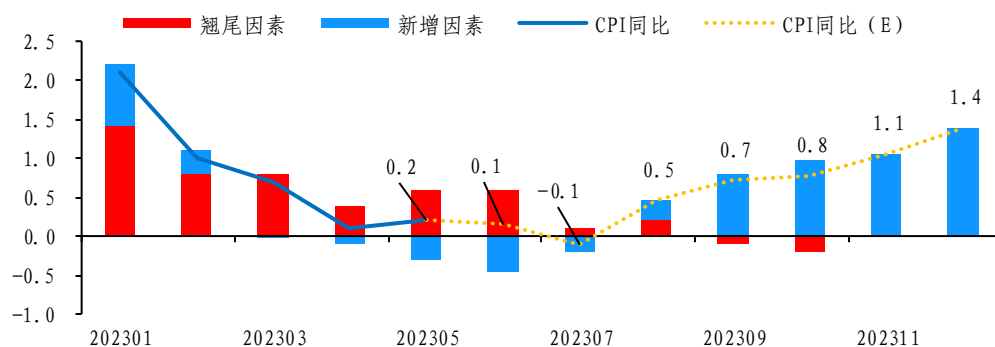


资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

作为短期市场利率的锚，CPI 居住同比-0.2%，已经持续 8 个月负增，而 shibor6 月期利率也在 4 月份开始拐头向下，6 月均值已降 2.29%。我们维持前期判断，二季度货币政策环境或仍保持宽松，市场总体流动性状况合理充裕，短期利率可能仍将继续下行。6 月 8 日，五大国有银行正式官宣下调人民币存款利率，活期、定期存款利率均有所下调，中长期定期存款下调幅度更大。银行息差压力进一步缓解之余，可能也为后续调降贷款利率腾挪空间。

今年 3 月以来，CPI 环比均略低于同期历史均值。核心 CPI 同比略有收窄，也体现出服务与消费品需求的分化，内生需求相对不足。对于后续 CPI，我们假设没有通缩或通胀倾向，以历史同期 CPI 环比均值代替今年 6 月-12 月各月 CPI 环比。如图一所示，过去十年(2010-2019 年)CPI 环比均值 6 月-12 月分别为-0.1%、0.2%、0.5%、0.6%、0.2%、0.1%和 0.3%，我们以过去数月实际 CPI 环比及未来环比累乘测算 6 月-12 月 CPI 同比分别为 0.1%、-0.1%、0.5%、0.7%、0.8%、1.1%和 1.4% (CPI 本身计算较为复杂，本文计算说明仅作参考)。可以看到 CPI 同比或在 7 月降至负值，全年 CPI 中枢或在 0.7% 左右。当前市场利率在下降，未来 2-3 个月通胀走低，我们认为货币政策适度宽松空间较大。

图表7: 预测 2023 年 CPI (%)

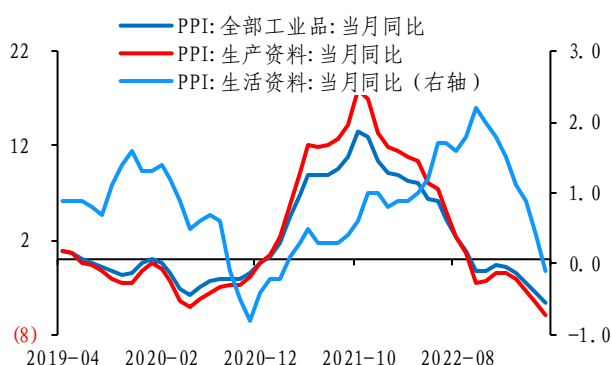


资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

2. PPI 同比底部或延后

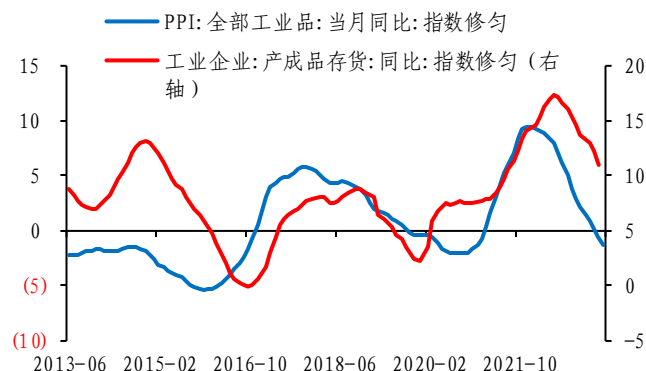
5 月份，PPI 环比-0.9%，同比降幅扩大 1 个百分点至-4.6%，低于我们前期预测。分结构看，生产资料和生活资料价格走势一致：生产资料 PPI 同比降幅比 4 月扩大 1.2 个百分点至-5.9%；生活资料 PPI 同比由正转负至-0.1%。表明工业企业整体降价去库仍在继续。

图表8: PPI 生产资料和生活资料



资料来源: WIND, 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

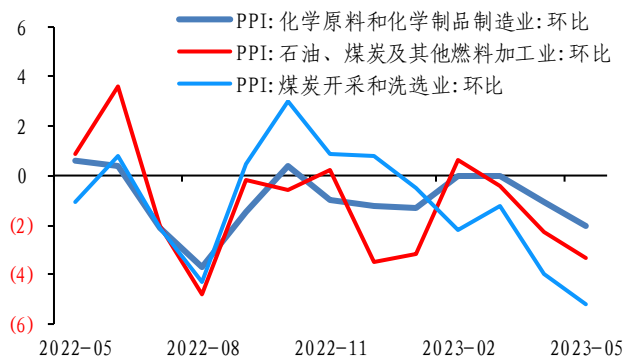
图表9: 本轮主动去库周期仍未见底



资料来源: WIND, 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

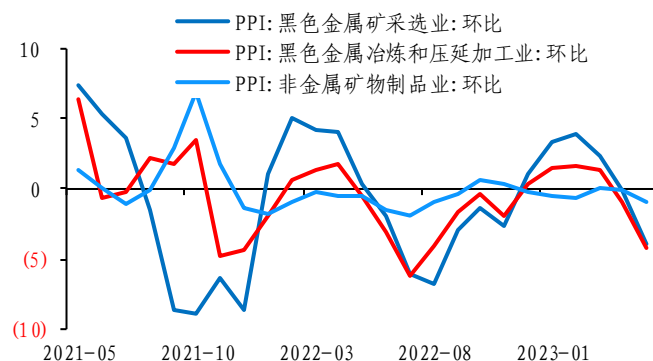
具体来看，PPI 生产资料价格环比由 4 月的-0.6%转为-1.2%。一则国际大宗商品价格下行，二则国内市场需求总体偏弱。统计局数据显示，上游煤炭、石油、有色等行业价格环比多数降幅扩大；钢材、水泥行业供应整体充足，但需求偏弱，黑色与非金属行业价格分别环比-4.2%和-0.9%。统计局公布的 30 个行业中价格环比下滑的行业有 22 个，比 4 月增加了 3 个；30 个行业中价格同比涨幅回落或降幅扩大的有 24 个，比 4 月份增多 3 个。

图表10: 上游石油煤炭开采行业价格环比回落



资料来源: WIND, 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

图表11: PPI 黑色、非金属价格

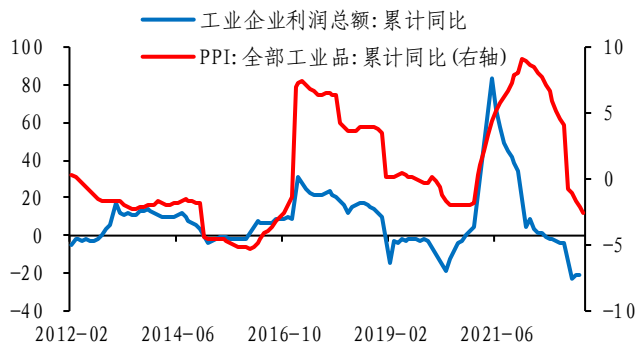


资料来源: WIND, 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

5 月 PPI 生活资料价格继续环比-2%。其中耐用消费品价格环比降幅扩大 0.1 个百分点至-0.4%，食品、衣着价格也环比下降，一般日用品环比为 0.1%。这与 CPI 折射出现象较为一致，耐用品需求仍然不足。最终生活资料 PPI 同比由正转负为-0.1%。

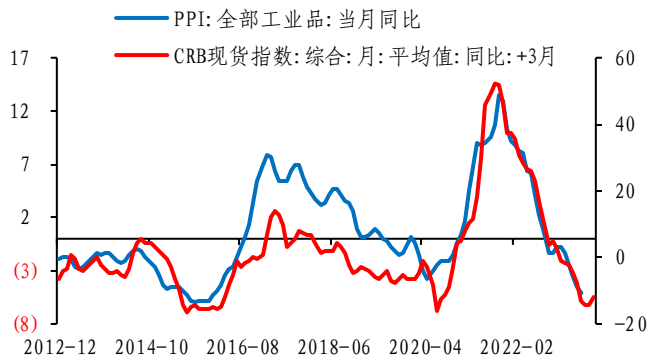
我们今年三月底以来一直提示，今年上半年 PPI 仍有进一步负增的压力，本轮 PPI 底部或在 6 月，最低或至 -4% 左右。5 月份 PPI 降幅已经至 -4.6%，从国际大宗商品价格指数来看，PPI 同比在 6、7 月可能还有下降空间，PPI 底部可能推后 1-2 个月。PPI 持续负增，对工业企业利润也形成挤压。今年前 4 月工业企业利润总额累计同比 -20.6%，PPI 底部推迟，工业企业利润可能也在将磨底期持续数月。

图表 12: PPI 与工业企业利润筑底



资料来源: WIND, 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

图表 13: CRB 领先指标显示 PPI 底部或在 7 月前后

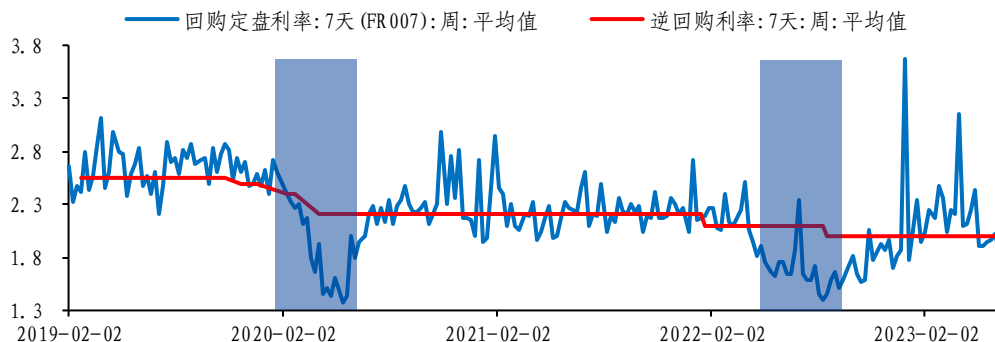


资料来源: WIND, 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

3. 年内 CPI 或降至负值，降息概率提升

综合来看，我国 CPI 同比连续两个月在接近零的低位，核心 CPI 持续下行，PPI 降幅持续扩大，表明国内需求内生动力不足，工业企业产能相对过剩。同时 5 月份出口同比转负，6、7 月降幅可能扩大，外需压力也存在，扩内需必要性进一步抬升。5 月 16 日，国家统计局相关负责人表示，目前国内不存在通缩情况，下阶段也不会出现通缩。我们上文测算 CPI 可能在 7 月份达到阶段性低点，后续将重新回升。

图表 14: 短端市场利率再次跌破政策利率

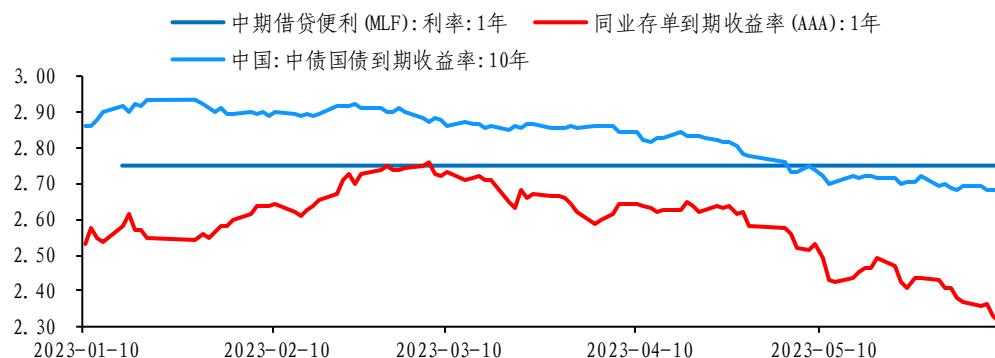


资料来源: WIND, 中债估值中心, 长城证券产业金融研究院

一方面是物价读数低，另一方面债市仍在走强。“资产荒”现象表现突出，银行的个人住房贷款等优质资产规模压缩，出于配置需求，需要购买长期债券，长久期债券收益率不断降低。资金、债券市场利率不断下行，除了前述 shibor6 月期利率下行之外，5 月以来回购定盘利率与 10 年期国债收益率也分别跌破政策利率。市场利率下行叠加物价下

行压力加大，扩内需必要性抬升，短期内国内货币政策进一步宽松的概率提升。

图表15: 10年国债收益率与MLF利率



资料来源: WIND, 中债估值中心, 长城证券产业金融研究院

风险提示

国内宏观经济政策不及预期; 降息降准不及预期; 财政政策超预期; 信用事件集中爆发; 报告中 **CPI** 测算值与实际值不一致的风险。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cqws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686