

2021年6月9日

通胀分化显著，PPI 同比顶部初步形成

——5月通胀数据点评

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179



内容提要

5月CPI同比1.3%，市场预期1.6%，前值0.9%；环比-0.2%；5月PPI同比9%，市场预期8.3%，前值6.8%；环比1.6%。

5月CPI涨幅温和，PPI同比继续冲高，猪价下行周期压制年内CPI压力不大，服务类消费渐进修复下核心CPI大概率逐月温和回升。而本轮工业品通胀的核心在于宏观流动性宽松、供求错位、美元弱周期、以及低碳转型的影响。当前全球流动性拐点已现，大宗商品涨势有望在年中左右开始放缓，下半年资源国疫情控制效率有望好转，供求错位压力有望边际缓解，PPI同比顶部初步形成，三季度或将高位徘徊、四季度压力渐缓。

1. CPI涨幅温和，猪价继续回落叠加消费恢复缓慢拖累CPI涨幅不及市场预期，食品价格增速依然保持低位，猪价跌幅仍大。

2. 非食品价格增速继续回升，教育文化娱乐、交通通信、衣着、其他用品及服务价格环比涨幅明显强于季节性，受劳动节出行需求增加、国际原油价格上涨、以及夏季服装新品上市因素的提振，原材料涨价也带动电器类价格上涨。

3. PPI继续冲高，5月大宗商品价格继续大幅上涨，推动上游生产资料涨幅继续扩大，国内定价的黑色系上涨快于全球定价的有色与原油，下游生活资料中耐用消费品成本转嫁继续体现。

4. 随着疫苗接种率的进一步提高，服务消费有望继续渐进修复，叠加制造业成本转嫁，核心CPI年内或将逐月走高，年末或升至接近2%，猪价下行周期压制年内CPI压力不大。

5. 全球宏观流动性拐点已现，大宗商品价格涨势有望在年中左右开始放缓。而随着全球疫苗接种的进一步推进，下半年资源国疫情控制效率有望好转，供给端修复下供求错位压力有望边际缓解。

风险提示

全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

统计局公布 2021 年 5 月通胀数据：5 月 CPI 同比 1.3%，市场预期 1.6%，前值 0.9%；环比-0.2%；5 月 PPI 同比 9%，市场预期 8.3%，前值 6.8%；环比 1.6%。

一、CPI 温和上涨，猪价回落叠加消费恢复缓慢拖

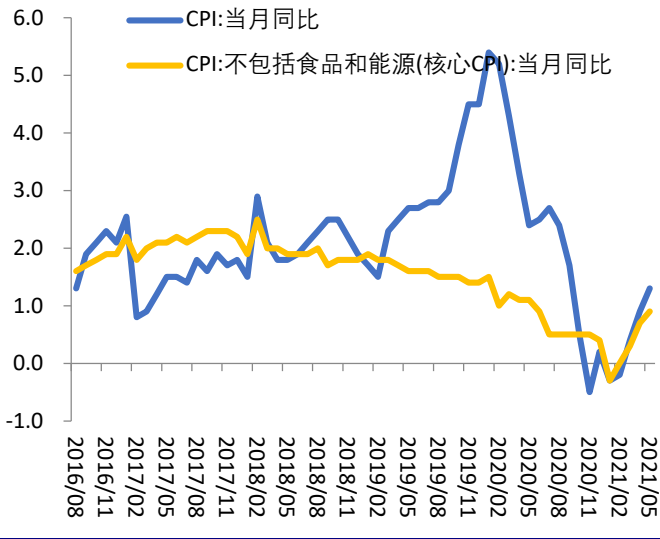
累涨幅

CPI 涨幅温和，猪价继续回落叠加消费恢复缓慢拖累 CPI 涨幅不及市场预期。5 月 CPI 同比上涨 1.3%，较上月走高 0.4 个百分点，翘尾因素影响扩大，环比-0.2%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点，猪价继续回落叠加消费恢复缓慢拖累 CPI 涨幅不及市场预期。

食品价格增速依然保持低位，猪价跌幅仍大，环比-11.0%，同比下降 23.8%，降幅比上月扩大 2.4 个百分点，对 CPI 同比拖累继续小幅扩大。生猪生产不断恢复，猪肉供给持续增加，农业部预计今年 6-7 月生猪存栏恢复至常年水平，生猪产能恢复良好下猪价仍处下行周期。受季节性影响，鲜菜和鲜果供应充足，价格分别下降 5.6%和 2.7%，后期随着汛期到来影响，菜价存在转涨可能。

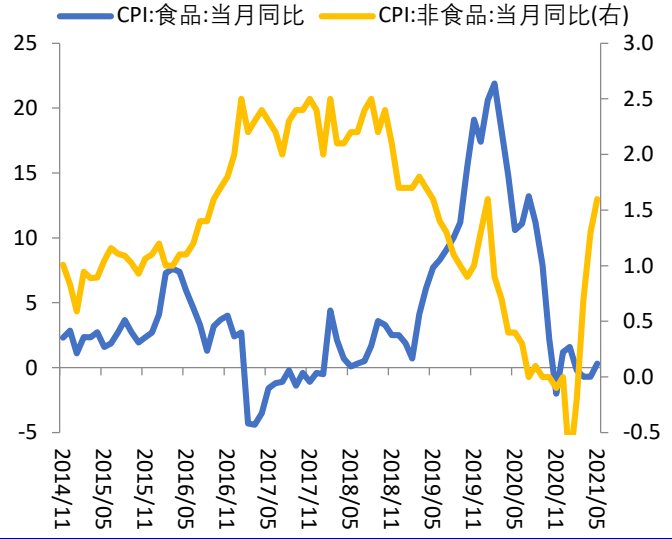
非食品价格增速继续回升。5 月 CPI 非食品同比 1.6%，较上月继续回升 0.3 个百分点，环比 0.2%，持平上月。其中教育文化娱乐、交通通信、衣着、其他用品及服务价格环比涨幅明显强于季节性，受劳动节出行需求增加、国际原油价格上涨、以及夏季服装新品上市因素提振，原材料涨价也带动电器类价格上涨，电冰箱、电视机、台式计算机和住房装潢材料等工业消费品价格均有上涨。而医疗保健、生活用品及服务环比涨幅弱于季节性，反映内需仍未恢复完全。

图 1: 核心 CPI 继续回升 (%)



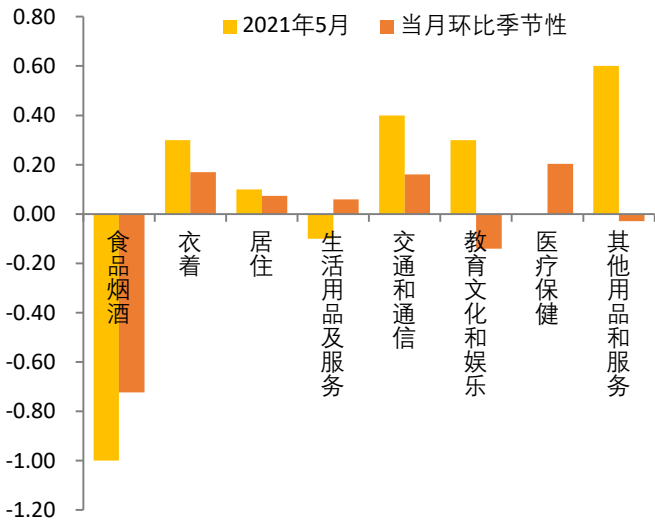
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



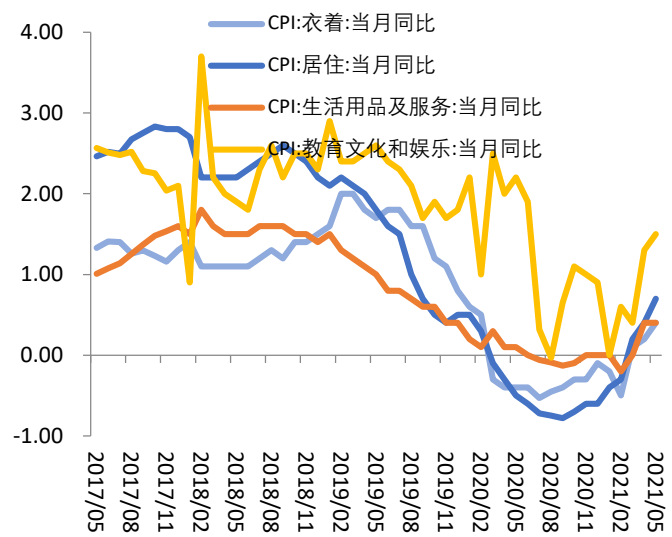
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: CPI 环比季节性 (%)



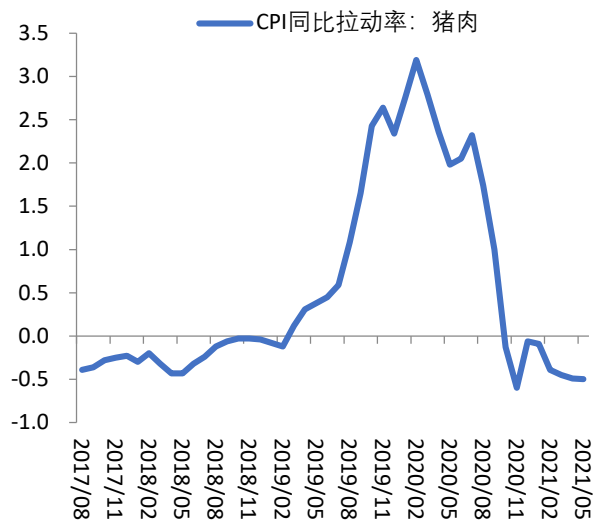
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 教育文娱、衣着分项快速回升 (%)



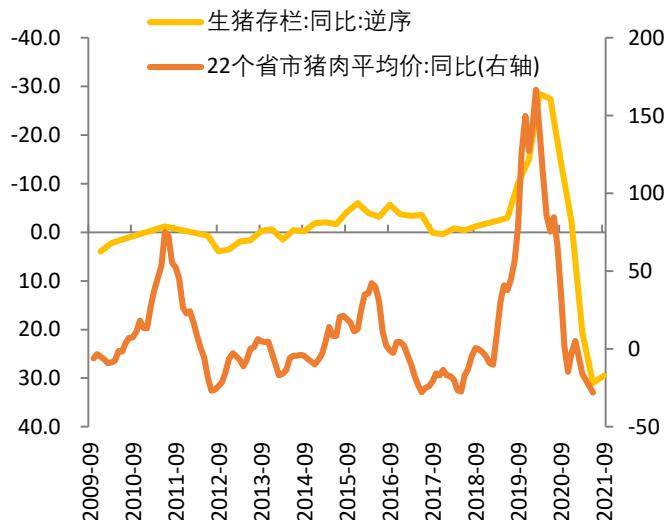
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 猪肉价格拖累仍然显著 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 生猪存栏回升下猪周期下行 (%，左轴逆序)



资料来源: Wind, 优财研究院

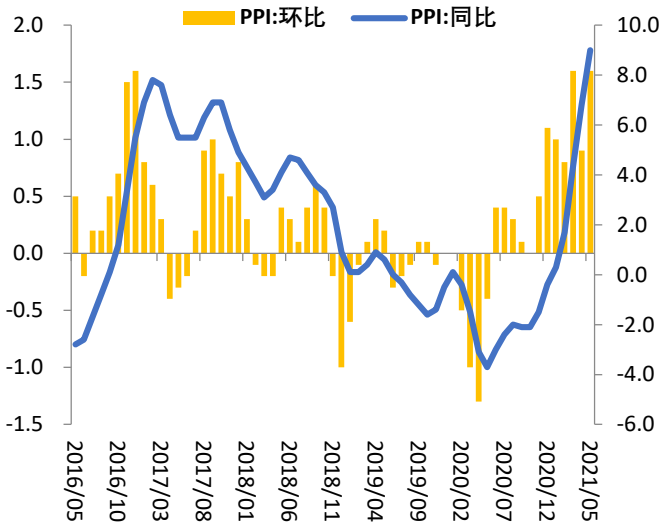
二、 PPI 同比继续冲高, 国内定价的黑色产业链价格涨幅领先

PPI 继续冲高, 耐用消费品成本转嫁继续体现。5 月 PPI 同比 9%, 继续走高 2.2 个百分点, 其中翘尾因素约为 2.8%, 环比 1.6%, 环比涨幅继上月回落后继续扩大 0.7 个百分点。5 月大宗商品价格继续大幅上涨, 推动上游生产资料涨幅继续扩大, 环比涨幅 2.1%, 同比升至 12% 高位, 国内定价的黑色产业链价格上涨居前, 全球定价的原油和有色产业链价格涨幅其次。PPI 生活资料环比持平前值, 日用品涨幅持续加快, 耐用品成本转嫁继续体现。

大宗商品价格大幅上涨继续推升上游生产资料涨幅, 国内定价的黑色系上涨快于全球定价的有色与原油。5 月国内需求稳定恢复, 国际原油、铁矿石、有色金属等大宗商品价格大幅上涨。国内定价的黑色产业链价格涨幅居前, 一方面在火电厂“迎峰度夏、增加储备”影响下, 动力煤需求较旺, 煤炭开采和洗选业价格大幅

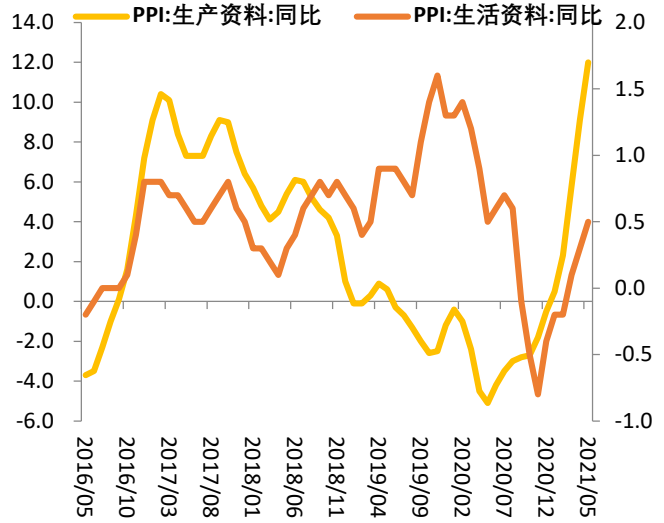
上涨 10.6%，另一方面，受铁矿石、焦炭等原材料成本上升影响，叠加供给收缩预期，黑色金属冶炼和压延加工业价格涨幅领先。全球定价的原油和有色产业链价格涨幅其次，南美疫情高企、智利铜矿工人罢工影响供给，供求错位推动有色金属价格上涨较快，欧美出行恢复支撑国际原油价格波动上行。

图 7: PPI 同环比冲高 (%)



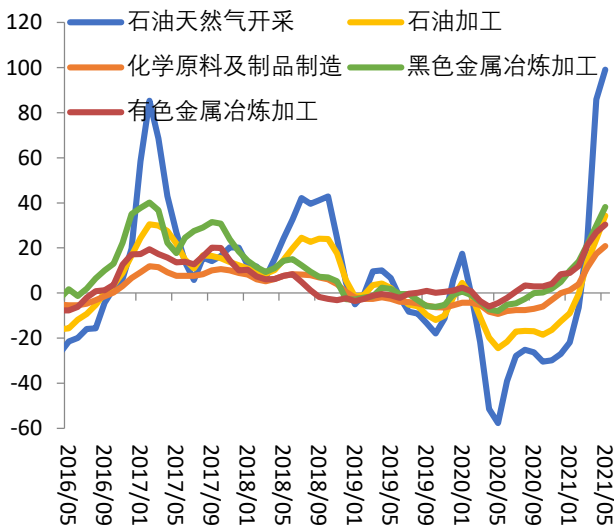
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 大宗商品价格上涨推升上游生产资料 (%)



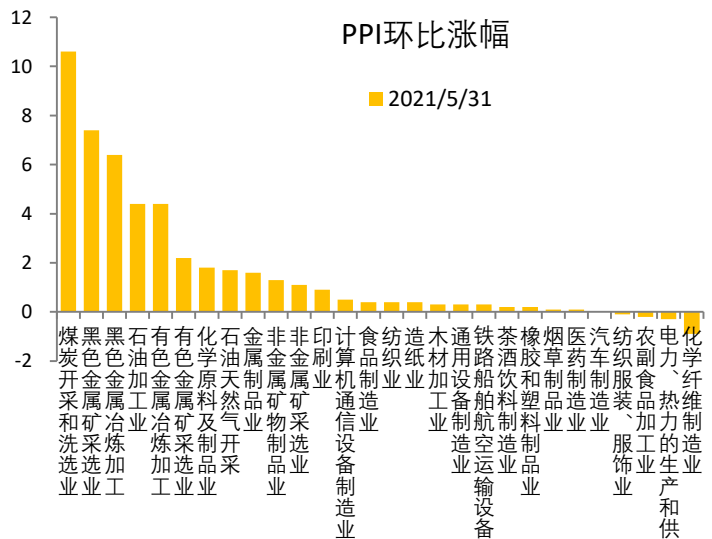
资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 同比增速继续冲高 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 国内定价的黑色系强于全球定价商品 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

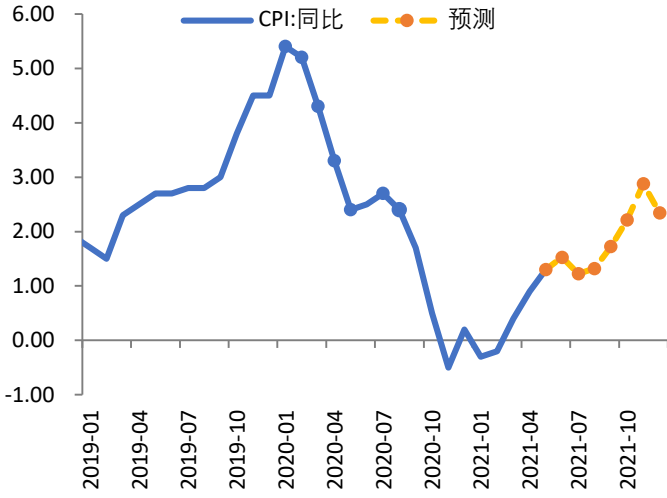
三、CPI 年内通胀压力不大, PPI 同比顶部初步形成

猪价下行周期压制年内 CPI 压力不大, 服务类消费渐进修复下核心 CPI 温和回升。随着疫苗接种率的进一步提高, 服务消费有望继续渐进修复, 叠加制造业成本转嫁, 核心 CPI 年内或将逐月走高, 年末或升至接近 2%。而生猪产能恢复良好下猪价仍处下行周期, 仍将对年内 CPI 形成主要压制。

本轮工业品通胀的核心在于宏观流动性宽松、供求错位、美元弱周期、以及低碳转型的影响。一方面疫情应对下全球流动性宽松带来需求的大幅扩张, 另一方面, 全球疫情变化的不同步带来供求的错位, 欧美等消费国疫情控制好于南美等资源国, 需求修复快于供给。同时, 美元走弱、以及低碳转型也推升商品涨价, 近期国内黑色产业链商品价格的较快上涨就是受到“碳中和”等政策带来的供给端冲击影响。

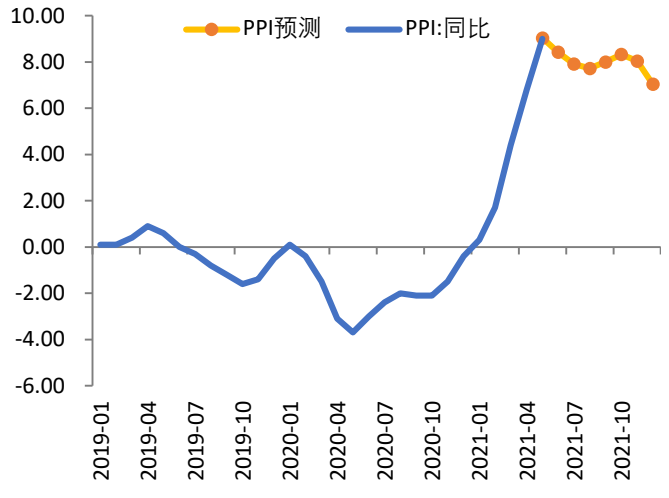
PPI 同比顶部初步形成, 三季度高位徘徊、四季度压力渐缓。从需求角度来看, 全球宏观流动性 M2 拐点在 3 月出现, 作为领先大宗商品价格约 1 个季度的前瞻指标, 大宗商品价格涨势有望在年中左右开始放缓。而从供给来看, 随着全球疫苗接种的进一步推进, 下半年资源国疫情控制效率有望好转, 供求错位压力有望边际缓解, PPI 同比年中或将见高点、三季度高位徘徊、四季度压力渐缓。

图 11: CPI 年内高点可控 (%)



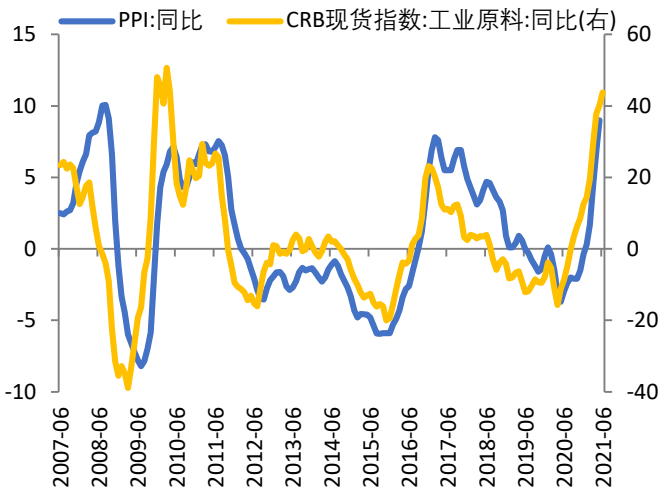
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: PPI 同比顶部初步形成, 三季度高位徘徊



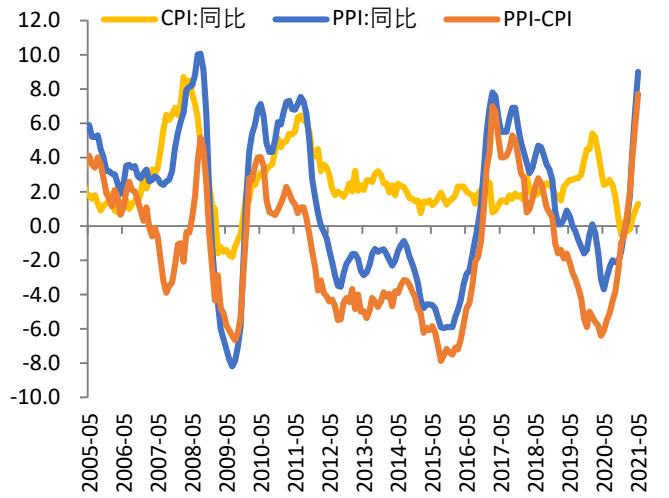
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 全球大宗商品价格快速上涨 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: PPI-PPI 剪刀差创新高 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、风险提示:

全球通胀预期加速回升, 流动性收紧超预期, 信用收缩节奏超预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾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。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。