

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。

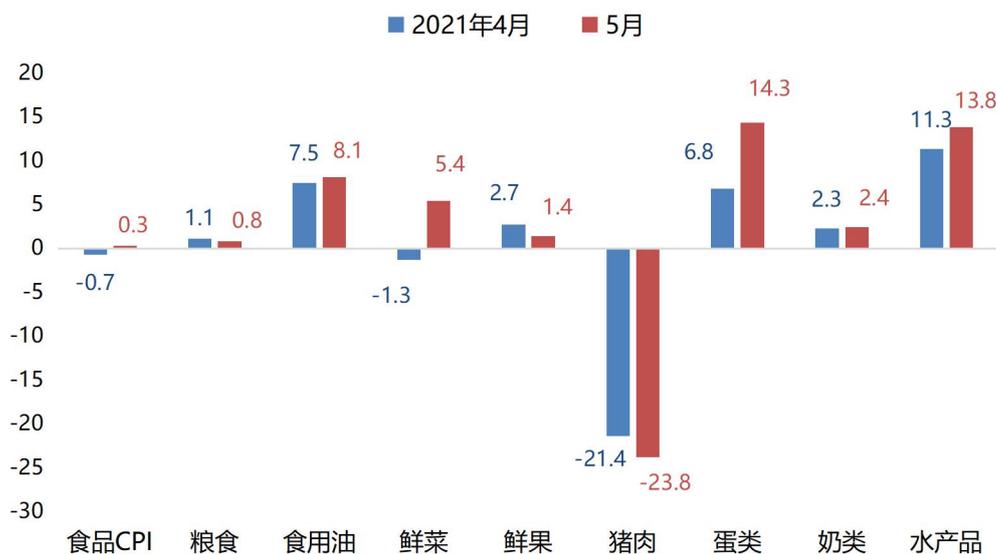
展望6月，PPI同比有望开启小幅回落过程，CPI涨幅会升至1.6%左右，物价全面上涨压力依然不大。我们判断，接下来监管层关注的重点将不再是PPI同比的高度，而是工业品通胀的“长度”，即PPI高通胀的持续时间。未来还可能有一批保供稳价措施出台，这是当前稳定市场预期，特别是支持下游中小企业复苏的最有效举措。

具体分析如下：

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 %



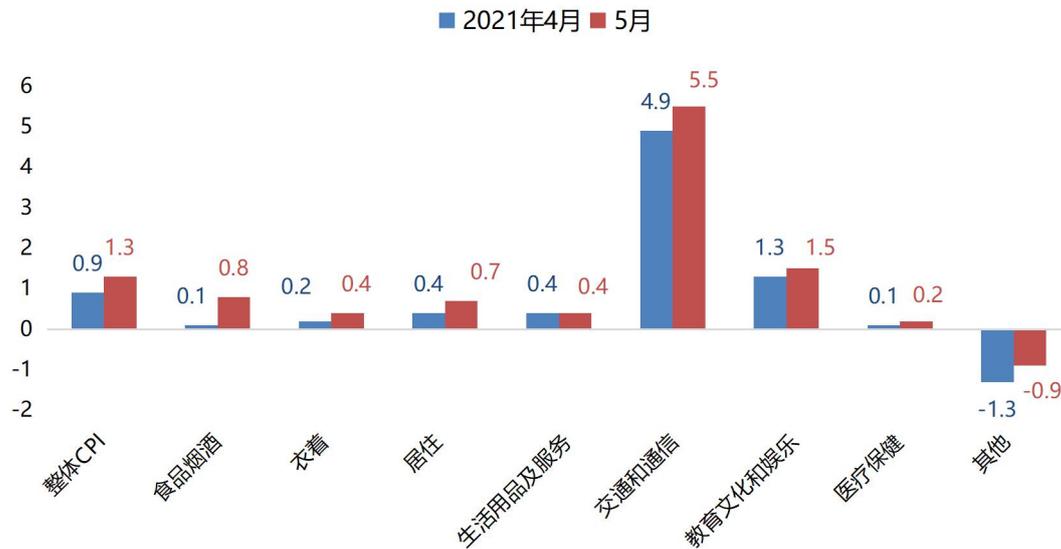
数据来源：WIND

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 %

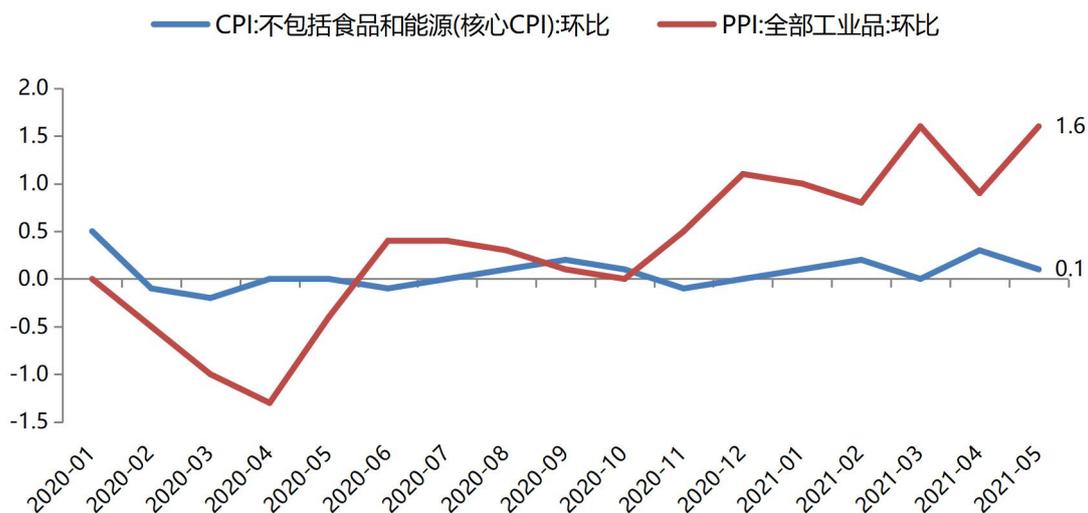


数据来源：WIND

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 %

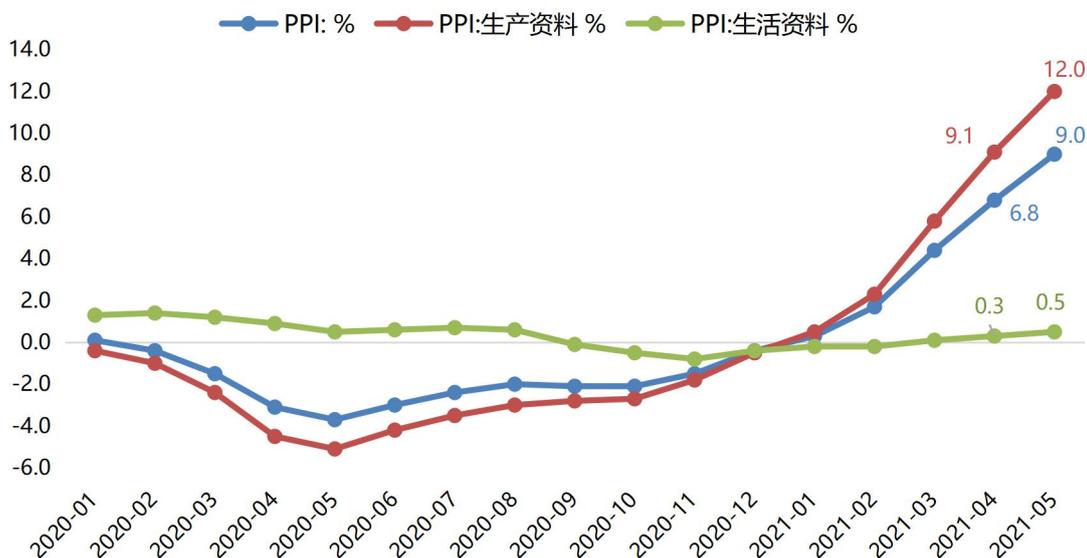


数据来源: WIND

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。

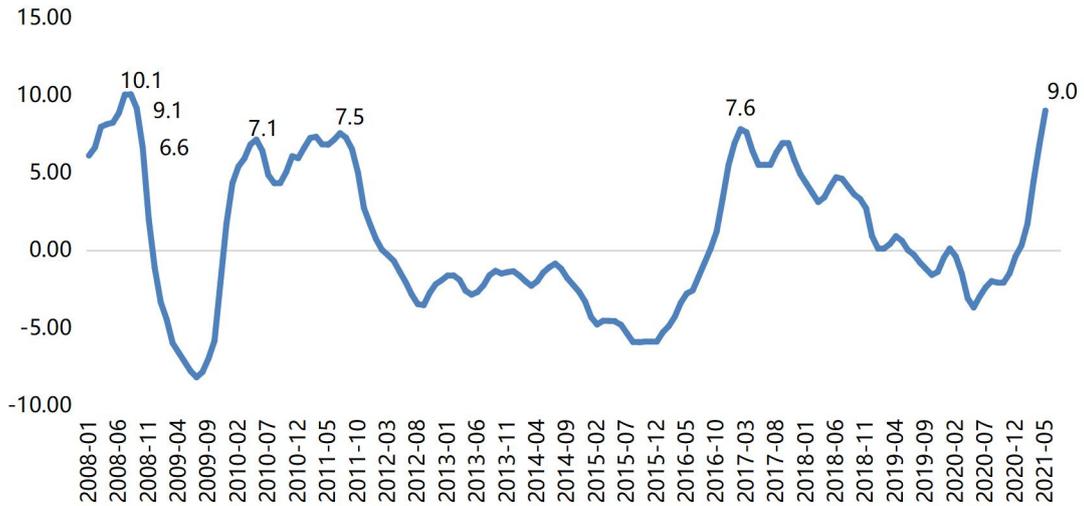
5月PPI同比上涨9.0%，涨幅较上月加快2.2个百分点，超过了前两轮PPI上行周期的最高点，创下2008年10月以来新高。5月PPI环比上涨1.6%，涨幅也较上月扩大0.7个百分点，且翘尾因素则从上月的2.42%提高至2.83%，为年内最高。由此，在边际涨价动能增强和翘尾抬升两方面因素共同推动下，5月PPI同比延续陡峭上行。

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。

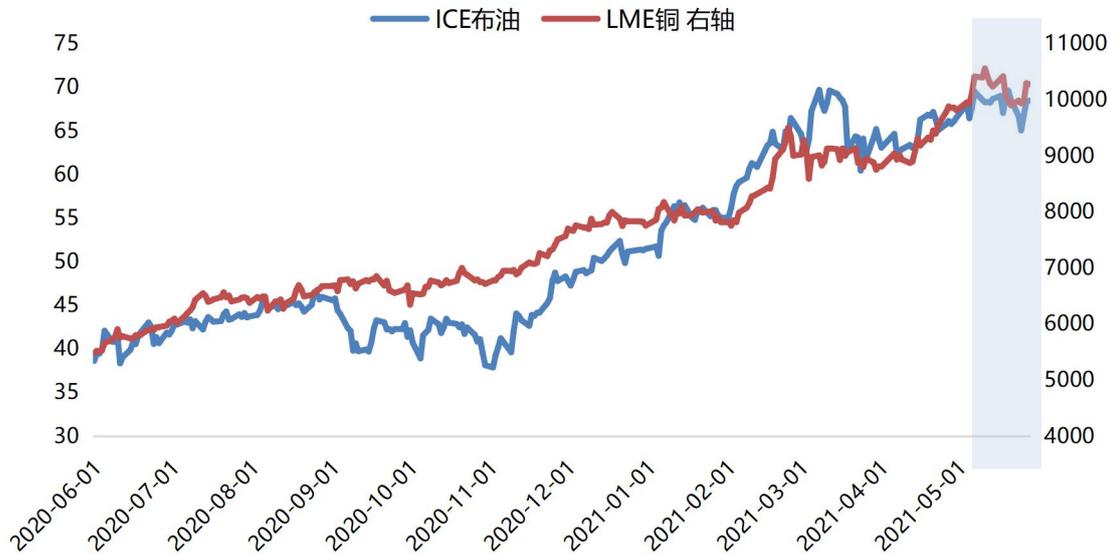
图6 5月中下旬“黑色系”商品期货价格在前期快速上冲后大幅下挫



数据来源：WIND

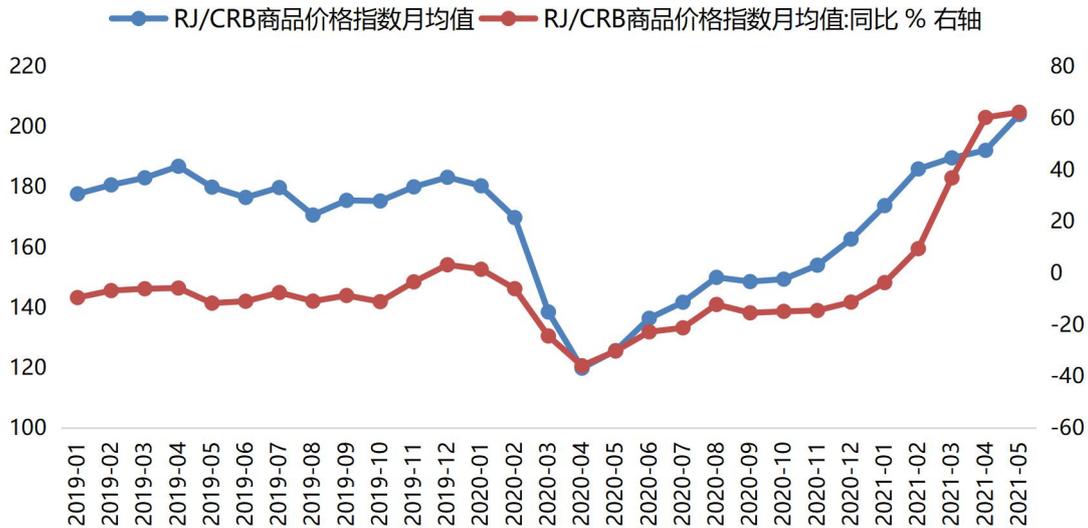
尽管5月中下旬“黑色系”商品价格大幅下跌，但因前期冲得太高，加之原油、铜等国际定价的核心大宗商品价格回落有限——5月布油期货价基本围绕68美元/桶震荡，月末LME铜较月内高点仅下行2.7%——由此，从月均值来看，5月外围大宗商品和国内工业品价格环比仍维持上涨，叠加基数下沉，同比涨幅均有所扩大。具体来看，5月RJ-CRB商品价格指数月均值环比仍上涨6.2%，同比涨幅扩大至62.4%（前值60.4%），国内南华工业品指数月均值环比上涨5.2%，同比涨幅小幅扩大至48.2%（前值47.7%）。

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



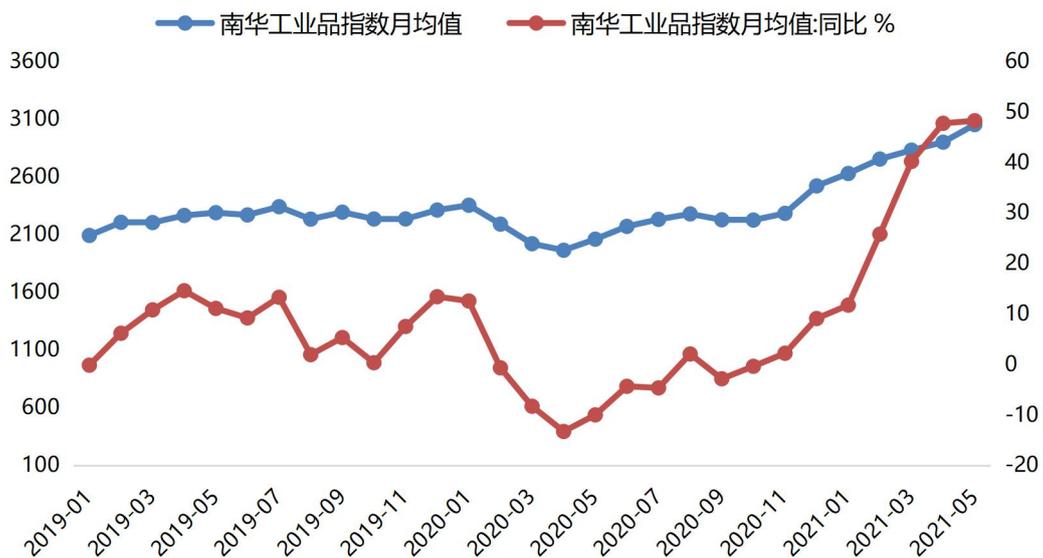
数据来源：WIND

图8 国际大宗商品价格走势



数据来源：WIND

图9 国内工业品价格走势



数据来源：WIND

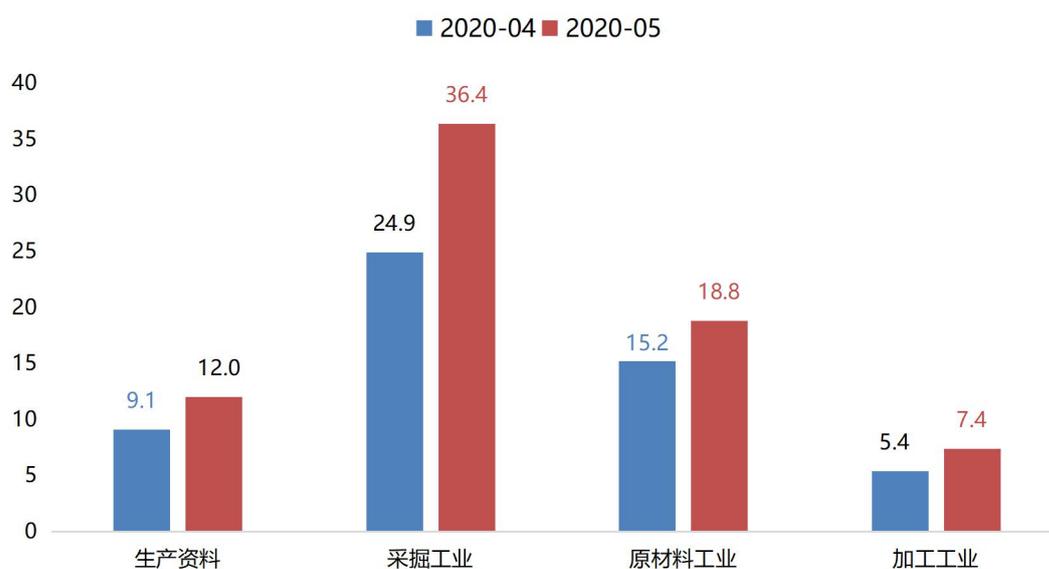
5月PPI内部加剧分化:生活资料PPI同比小幅加速,反映中上游涨价正逐步向下游传导,但下游涨价动能仍明显不及中上游,当月生活资料与生产资料PPI涨幅之间的剪刀差进一步扩大。考虑到央行认为当前的PPI上行是“阶段性的”,加之下游企业正面临原材料涨价带来的压力,需要政策层面加大支持力度,这意味着短期内央行因为PPI快速上冲而大幅收紧货币政策的可能性不大。

5月生产资料PPI环比涨势明显增强,涨幅从上月的1.2%加快至2.1%,当月生活资料

PPI 环比涨幅与上月持平于 0.1%，下游涨价动能仍明显不及中上游。3 月以来，生活资料 PPI 连续三个月环比正增，表明中上游涨价正在通过成本压力向下游传导，同时终端消费回暖也从需求端对下游涨价形成配合，但整体看涨势较弱，这也印证国内经济不存在需求过热。从同比来看，5 月生产资料 PPI 同比涨幅较上月加快 2.9 个百分点至 12.0%，生活资料 PPI 同比涨幅仅加快 0.2 个百分点至 0.5%，二者之间的剪刀差进一步扩大。

生产资料各分项中，5 月采掘工业、原材料工业和加工工业 PPI 环比均加速上涨。受大宗商品涨价提振，当月采掘工业 PPI 环比涨势最强，涨幅较上月大幅加快 4.7 个百分点至 6.5%，原材料工业和加工工业 PPI 环比涨幅则分别加快 0.3 和 0.4 个百分点至 2.1% 和 1.7%。同比来看，在价格环比上涨以及去年同期基数走低共同影响下，5 月生产资料各分项 PPI 同比涨幅均有所加快，其中，采掘工业 PPI 同比较上月大幅上扬 11.5 个百分点至 36.4%，原材料工业 PPI 同比涨幅加快 3.6 个百分点至 18.8%，加工工业 PPI 同比涨幅加快 2.0 个百分点至 7.4%。

图 10 生产资料各项 PPI 同比增速 %

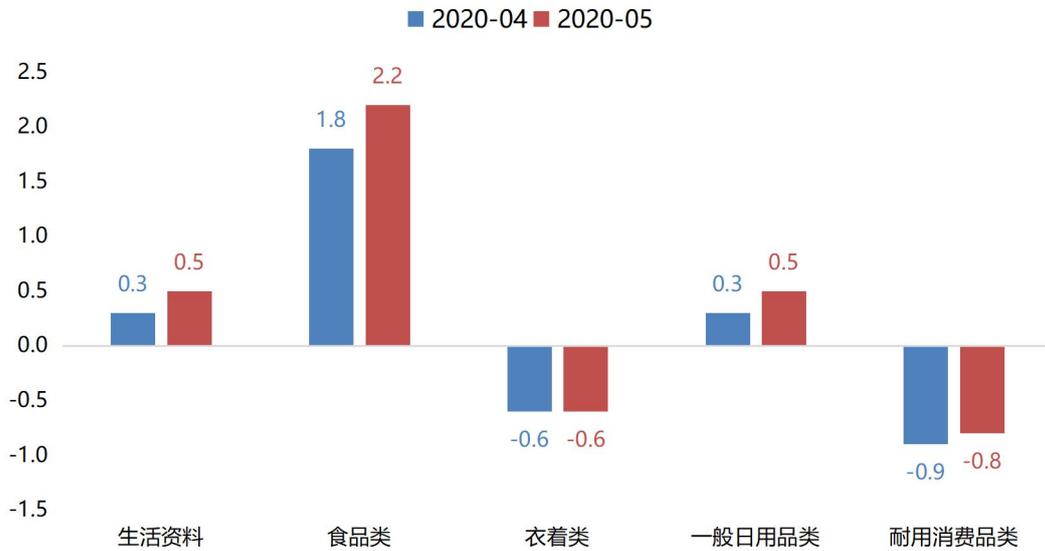


数据来源：WIND

从生活资料来看，5 月食品类和衣着类 PPI 环比走平，一般日用品和耐用消费品 PPI 环比则分别上涨 0.4%（强于前值 0.3%）和 0.1%（弱于前值 0.4%）——当月需求弹性较小的必需品涨价动能强于耐用品，或反映成本压力是下游涨价的主要动因。同比来看，除衣着类外，5 月生活资料各分项 PPI 同比涨幅均有不同程度改善，不过，因边际涨价动能偏弱，加之去年同期基数变动不明显（但当月食品类 PPI 同比涨势加快与基数走低有关），因此，各分项改善幅度均不大。其中，衣着和耐用消费品 PPI 同比仍未摆脱负向区间，也从侧面反映当前

终端消费尚未恢复至疫情前水平。

图 11 生活资料各分项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

我们关注到，在《2021 年第一季度货币政策执行报告》中，央行以专栏形式探讨了物价走势问题，强调“全球大宗商品价格上涨可能阶段性推升我国 PPI，但输入性通胀的风险总体可控……我国不存在长期通胀或通缩的基础”。我们认为，央行认为是“阶段性、输入性的通胀”，意味着为此大幅收紧货币政策的可能性较小。尤其考虑到上游涨价明显强于下游，下游企业正面临原材料涨价而成本压力难以向终端消费传导的困境，此时大幅收紧货币政策，只会进一步恶化下游企业经营环境。这也是当前市场的普遍预期，同时解释了为何 PPI 持续冲高，但对债市影响有限的原因。

三、展望 6 月，PPI 同比有望小幅回落，CPI 涨幅会升至 1.6% 左右，物价全面上涨压力依然不大。

展望未来，6 月以来猪肉价格已降至每公斤 25 元以下，养殖户普遍进入亏损状态。结合短期内供需两端走势，未来一段时间猪肉价格下降势头将有所放缓，这意味着 6 月食品价格环比降幅有望收窄。伴随国际大宗商品价格上涨部分向食用油、家电等消费品价格传导，以及服务消费价格上扬，加之上年价格基数走低，非食品价格将延续小幅上涨势头，同比涨幅将有所扩大。综合判断，6 月 CPI 同比涨幅有望小幅升至 1.6% 左右，但仍处于偏低水平。这意味着近期 PPI 连续高增仍无法有效传导至 CPI，短期内 PPI 和 CPI 走势分化格局将会延续。也就是说，未来一段时间 CPI 快速抬头、以至超过 3.0% 的政策控制目标的概率不大。这为央行下半年灵活把控货币政策操作力度提供了空间。

PPI 方面，5 月底 6 月初“黑色系”商品价格有所反弹，但考虑到监管趋严将对大宗商品价格非理性波动形成较强的抑制作用，短期内再现前期快速上冲局面的可能性不大。6 月以来，受全球经济复苏态势明朗以及发达国家夏季出行高峰来临推升需求预期影响，国际原油价格高位上行，已冲破 70 美元/桶。后续 OPEC+ 和美国页岩油产量增长前景，以及美欧经济修复进度这一对供需关系，将是主导国际油价的决定性因素，短期看国际油价仍有进一步上行空间，但突破 80 美元/桶的支撑不足。此外，前期上游涨价通过成本压力向中下游传导的过程还将继续，但若终端需求配合不力，传导过程仍将缓慢。整体上看，预计 6 月 PPI 环比将延续上涨，但涨势将明显减弱，同时考虑到翘尾回落，PPI 同比也将开启下行过程，预计 6 月 PPI 同比涨幅将降至 7.0%-8.0%。

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。我们判断，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。

东方金诚首席宏观分析师 王青