



经济透视

中国 5 月 PPI 进一步回落

2023 年 6 月 9 日

分析员:姚少华博士

电话: 852-2147 8863

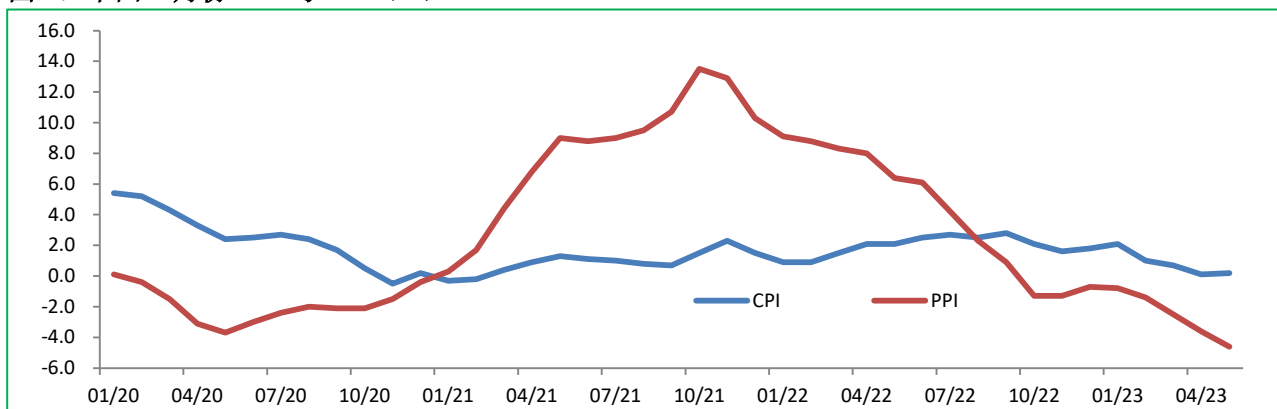
电邮: yaoshao-hua@abci.com.hk

- 中国 5 月份 CPI 同比涨幅由 4 月份的 0.1% 略微反弹至 0.2%，与市场预期一致。5 月 CPI 同比出现小幅回升主要因为食品价格出现反弹。按月来看，5 月份 CPI 环比下降 0.2%，而 4 月份环比下降 0.1%。5 月剔除波动性较大的食品和能源价格后的核心 CPI 通胀同比上涨 0.6%，环比持平，说明居民消费仍较低迷，居民消费信心有待改善
- 5 月份 PPI 同比下跌 4.6%，较 4 月份 3.6% 的跌幅进一步扩大 1 个百分点，亦弱于市场预期的 4.3% 的跌幅。5 月 PPI 同比跌幅出现扩大主要因为国际大宗商品价格回落以及国内市场需求偏弱。按月来看，5 月份 PPI 环比下降 0.9%，而 4 月份环比下降 0.5%
- 整体来看，5 月份 CPI 与 PPI 显示中国经济总需求的修复偏慢，整体经济复苏的力度偏弱，PPI 通缩压力进一步上升。展望未来，PPI 通缩的压力上升以及 CPI 低位运行为后续货币政策宽松提供了空间，我们预期人民银行在今年余下时间将继续采用降准及降息或定向结构性货币政策工具来支持内需恢复。当前我们维持之前对基准利率以及 RRR 的预测不变。我们预计在 2023 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别从当前的 3.65% 及 4.30% 下调至 3.55% 及 4.10%。为增加金融市场流动性，我们预期今年余下时间人民银行将继续下调 RRR 一次。我们预计 2023 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 9.0%，中型存款类金融机构为 7.0%，而小型存款类金融机构的 RRR 则维持在 5.0% 不变。财政政策方面应继续通过加快财政支出进度，发挥政策的逆周期调节作用

中国 5 月份 CPI 同比涨幅由 4 月份的 0.1%¹ 略微反弹至 0.2%，与市场预期一致（图 1）。整体食品价格同比上涨 1.0%，涨幅比 4 月回升 0.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点。5 月非食品价格由 4 月 0.1% 转为持平。5 月 CPI 同比出现小幅回升主要因为食品价格出现反弹。从食品分项来看，5 月份禽肉类、食用油和鲜果价格分别上涨 5.6%、3.6% 和 3.4%，猪肉价格由 4 月上涨 4.0% 转为下降 3.2%，鲜菜价格下降 1.7%，粮食和水产品价格基本稳定。非食品中，5 月份服务价格上涨 0.9%，其中飞机票、旅游和交通工具租赁费价格分别上涨 14.7%、8.0% 和 5.1%。5 月份工业消费品价格下降 1.7%，其中汽油、燃油小汽车和新能源小汽车价格分别下降 11.3%、5.1% 和 3.3%。

按月来看，5 月份 CPI 环比下降 0.2%，而 4 月份环比下降 0.1%。5 月份食品价格环比下降 0.7%，降幅比 4 月收窄 0.3 个百分点。5 月份非食品价格由 4 月上涨 0.1% 转为下降 0.1%。食品分项来看，由于市场供应充足，虾蟹类、鲜菜、猪肉、鸡蛋和鲜果价格分别下降 3.5%、3.4%、2.0%、1.6% 和 0.3%。非食品中，假期后出行需求回落，飞机票和交通工具租赁费价格均下降 7.2%，演唱会等演出活动增加，电影及演出票价格上涨 0.8%，夏装换季上新，服装价格上涨 0.4%。5 月剔除波动性较大的食品和能源价格后的核心 CPI 通胀同比上涨 0.6%，环比持平，而 4 月份核心 CPI 同比上涨 0.7%，环比上涨 0.1%，说明居民消费仍较低迷，居民消费信心有待改善。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

图 1：中国 5 月份 CPI 与 PPI (%)


来源：国家统计局，农银国际证券

5 月份 PPI 同比下跌 4.6%，较 4 月份 3.6% 的跌幅进一步扩大 1 个百分点，亦弱于市场所预期的 4.3% 的跌幅。5 月 PPI 同比跌幅出现扩大主要因为国际大宗商品价格回落以及国内市场需求偏弱。5 月份生产资料价格同比下跌 5.9%，降幅较 4 月扩大 1.2 个百分点，影响 PPI 下降约 4.54 个百分点。5 月份 PPI 中的生活资料价格同比下跌 0.1%，而 4 月份同比上涨 0.4%，影响 PPI 下降约 0.02 个百分点。主要行业同比来看，5 月份能源、黑色金属及有色金属相关行业价格下降较多。5 月份石油和天然气开采业价格同比下降 19.1%，降幅比 4 月份扩大 2.8 个百分点。5 月份黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下降 16.8%，降幅比 4 月份扩大 3.2 个百分点。5 月份石油煤炭及其他燃料加工业价格同比下降 15.1%，降幅比 4 月份扩大 3.7 个百分点。5 月份煤炭开采和洗选业价格同比下降 13.1%，降幅比 4 月份扩大 3.8 个百分点。5 月份有色金属冶炼和压延加工业价格同比下降 8.4%，汽车制造业价格同比下降 1.1%。

按月来看，5 月份 PPI 环比下降 0.9%，而 4 月份环比下降 0.5%。5 月份国际原油、主要有色金属价格下行，带动国内相关行业价格环比下降。5 月份石油和天然气开采业价格环比下降 2.1%，化学原料和化学制品制造业价格环比下降 2.0%，有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 1.1%。煤炭、钢材、水泥等行业供应总体充足，但需求偏弱，价格均下降，5 月份煤炭开采和洗选业价格环比下降 5.2%，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 4.2%，非金属矿物制品业价格环比下降 0.9%。5 月份汽车制造业价格环比下降 0.2%。此外，5 月份工业生产者购进价格同比下降 5.3%，环比下降 1.1%，而 4 月份同比下降 3.8%，环比下降 0.7%。

整体来看，5 月份 CPI 与 PPI 显示中国经济总需求的修复偏慢，整体经济复苏的力度偏弱，PPI 通缩压力进一步上升。需求不足和内生动力偏弱正成为经济继续复苏的掣肘，其原因主要还是受累于房地产行业疲弱、就业压力加大、出口受外需低迷放缓以及持续走低的 PPI 对工业企业的盈利带来不利影响。展望未来，PPI 通缩的压力上升以及 CPI 低位运行为后续货币政策宽松提供了空间，我们预期人民银行在今年余下时间将继续采用降准及降息或定向结构性货币政策工具来保持流动性合理充裕及降低实际贷款利率来支持内需恢复。特别是当前商业银行集体下调存款利率，降低银行业负债端成本，这为未来下调 LPR 创造了条件。当前我们维持之前对基准利率以及 RRR 的预测不变。我们预计在 2023 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别从当前的 3.65% 及 4.30% 下调至 3.55% 及 4.10%。为增加金融市场流动性，我们预期今年余下时间人民银行将继续下调 RRR 一次。我们预计 2023 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 9.0%，中型存款类金融机构为 7.0%，而小型存款类金融机构的 RRR 则维持在 5.0% 不变。财政政策方面应继续通过加快财政支出进度，发挥政策的逆周期调节作用。



权益披露

分析员，姚少华，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间的年复合增长率为 8.4%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183