

涨价不扩散，景气仍集中

——2026 年 5 月通胀数据点评

研究结论

- **5 月通胀数据呈现 CPI 持平、PPI 超预期的组合。剪刀差拉大，预示着供给冲击更明显、上下游景气分化将更显著。市场低估 PPI 的主要原因是忽视了化工链条的加价传导。PPI 高点仍然大概率出现在 6-7 月，景气仍未出现扩散。**
- **CPI：总体持稳，能源价跌**
 - ✓ 2026 年 5 月，CPI 同比 1.2%，较前值 1.2%持平；环比-0.1%，较前值 0.3%有所回落。
 - ✓ **从基数与动能角度拆分**，CPI 的同比持稳，背后是能源价跌和基数走低的对冲。
 - ✓ **结构上**，猪肉同比仍为拖累；能源同比改善是支撑 CPI 同比持稳的主因，其他板块均边际走弱。
 - ✓ **环比动能看**，所有板块环比均为负向拖累，CPI 环比由正转负；能源与核心（除黄金）构成环比回落的主要拖累。
- **PPI：油价回落，化工链超预期**
 - ✓ 2026 年 5 月，PPI 同比 3.9%，较前值 2.8%再度回升 1.1 个百分点；环比 0.5%，较前值 1.7%回落 1.2 个百分点。
 - ✓ **从基数与动能角度拆分**，PPI 的同比回升，主要受基数效应支撑，环比虽较上月回落但仍为正，油价回落背景下化工链条加价传导仍有韧性。
 - ✓ **结构上**，除黑色建材、非耐用消费和公用事业外，其他板块 PPI 同比均维持正增；油化工 PPI 同比较上月再度抬升，构成 PPI 同比进一步回升的主要支撑。
 - ✓ **环比动能来看**，油化工环比较上月明显回落，构成 PPI 环比下降的主要拖累。
- **市场为何预测偏低？**一是油价上涨在化工链条流畅传导，拉动油化工的同时蔓延到了煤化工；二是化工链条传导过程存在放大加价传导现象；三是一些预测技术问题如期现价差、国际油价的传导滞后、国内成品油调价机制等。
- **PPI 高点仍然大概率出现在 6-7 月，景气仍未见扩散。**由于基数的利好在 7 月后结束，在化工链条以外顺价困难的认识下，无论海峡通航与否，只要不发生全球产业链断裂的恶性事件，油价难以进一步拉动 PPI 环比，PPI 的同比高点大概率在 7 月。

风险提示

采矿成本提升和厄尔尼诺效应叠加引发各类矿产涨价。

报告发布日期

2026 年 06 月 11 日

证券分析师

刘姜枫	执业证书编号：S0860526010002 liujiangfeng@orientsec.com.cn 021-63326320
黄汝南	执业证书编号：S0860525120004 香港证监会牌照：BTB507 huangrunan@orientsec.com.cn 010-66210535
孙金霞	执业证书编号：S0860515070001 香港证监会牌照：BXO238 sunjinxia@orientsec.com.cn 021-63326320
陈至奕	执业证书编号：S0860519090001 香港证监会牌照：BUK982 chenzhiyi@orientsec.com.cn 021-63326320
孙国翔	执业证书编号：S0860523080009 香港证监会牌照：BXR433 sunguoxiang@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

通胀还有二次点火吗：——2026 年 4 月通胀数据点评	2026-05-11
解开贸易强劲之谜：——外贸数据追踪	2026-05-09

目 录

一、CPI：总体持稳，能源价跌.....	4
二、PPI：油价回落，油化工支撑超预期.....	6
三、涨价不扩散，景气仍集中	8
风险提示.....	9

图表目录

图 1：历年同期 CPI 当月环比.....	4
图 2：CPI 同比持平背后是基数与当月效应对冲	4
图 3：CPI 同比的结构拆分：仅猪肉仍负增拖累	4
图 4：CPI 同比变化归因：能源较上月回升为主要支撑	4
图 5：CPI 环比的结构拆分：所有板块均回落	4
图 6：CPI 环比变化归因：能源与核心（除黄金）为主要拖累	4
图 7：能源仍为主要支撑	5
图 8：历年同期 PPI 当月环比对比	6
图 9：PPI 同比继续回升，基数贡献较强	6
图 10：PPI 同比的结构拆分：有色和油化工是主要贡献	6
图 11：PPI 同比变化归因：油化工同比回升拉动程度较大	6
图 12：PPI 环比的结构拆分：油仍为关键环比支撑	7
图 13：PPI 环比变化归因：油环比回落是主要拖累	7
图 14：PPI 的同比回升主要靠油化工同比上涨	7
图 15：CPI 能源环比转负，PPI 油化工环比仍为正	8
图 16：化工 PPI 环比涨幅超过成本价格反映的理论值	8
图 17：人民币计价出口价格增速拆分	8
图 18：美元计价出口价格增速拆分	8



一、CPI：总体持稳，能源价跌

2026 年 5 月，CPI 同比 1.2%，较前值 1.2%持平；环比-0.1%，较前值 0.3%有所回落。

从基数与动能角度拆分，CPI 的同比持稳，背后是能源价跌和基数走低的对冲。

结构上，能源仍主要支撑。我们把 CPI 拆分为猪肉、食品（猪肉以外）、能源、黄金、核心 CPI（除黄金以外）五个板块来看：

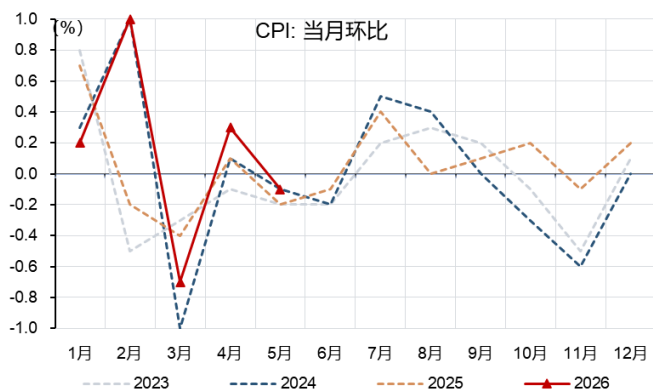
（1）从 CPI 同比增速的结构来看：

- ✓ 静态视角，猪肉仍为拖累，食品（除猪肉）、能源、核心等各项构成正向支撑；
- ✓ 边际视角，能源同比改善是支撑 CPI 同比持稳的主因，其他板块均边际走弱。

（2）从 CPI 环比增速的结构来看：

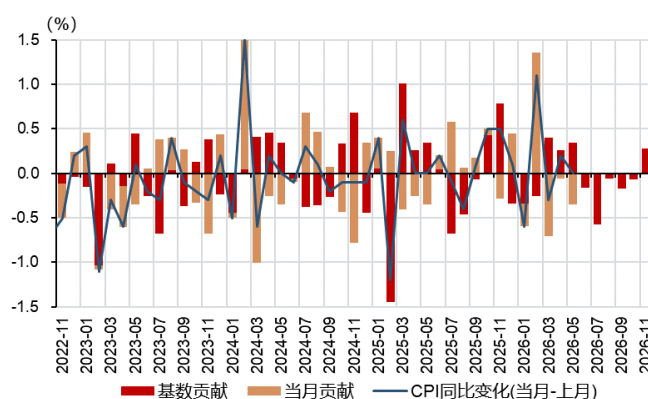
- ✓ 静态视角，所有板块环比均为负向拖累，CPI 环比由正转负。
- ✓ 边际视角，能源与核心（除黄金）构成环比回落的主要拖累。

图 1：历年同期 CPI 当月环比



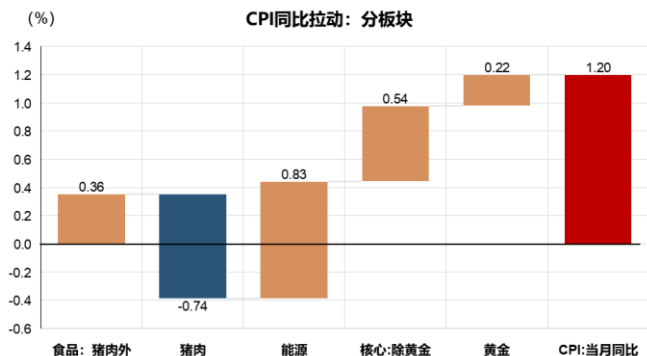
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：CPI 同比持平背后是基数与当月效应对冲



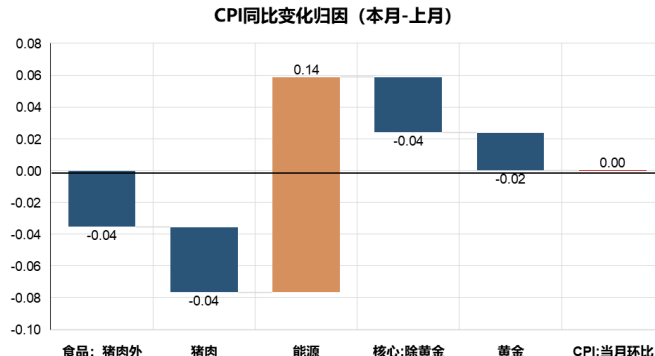
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：CPI 同比的结构拆分：仅猪肉仍负增拖累



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：CPI 同比变化归因：能源较上月回升为主要支撑

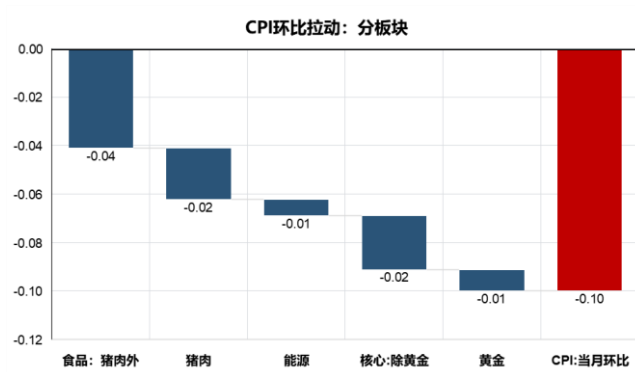


数据来源：Wind，东方证券研究所

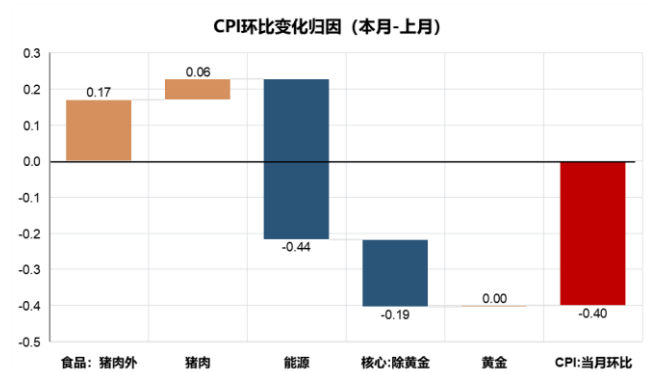
图 5：CPI 环比的结构拆分：所有板块均回落

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 6：CPI 环比变化归因：能源与核心（除黄金）为主要拖累

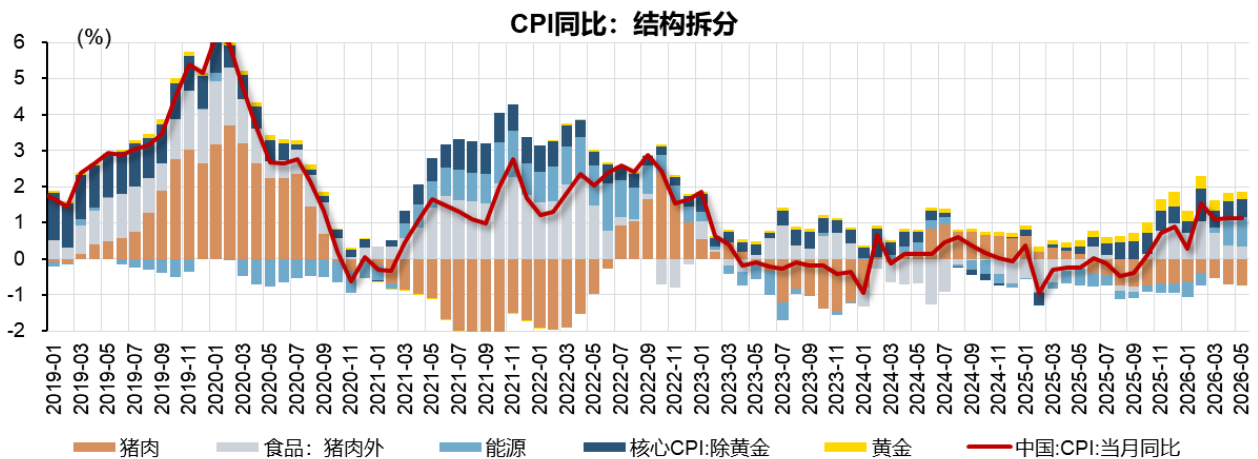


数据来源：Wind，东方证券研究所



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：能源仍为主要支撑



数据来源：Wind，东方证券研究所

二、PPI：油价回落，油化工支撑超预期

2026 年 5 月，PPI 同比 3.9%，较前值 2.8%再度回升 1.1 个百分点；环比 0.5%，较前值 1.7%回落 1.2 个百分点。

从基数与动能角度拆分，PPI 的同比回升，主要受基数效应支撑，环比虽较上月回落但仍为正，油价回落背景下化工链条加价传导仍有韧性。从各产业链角度来看：

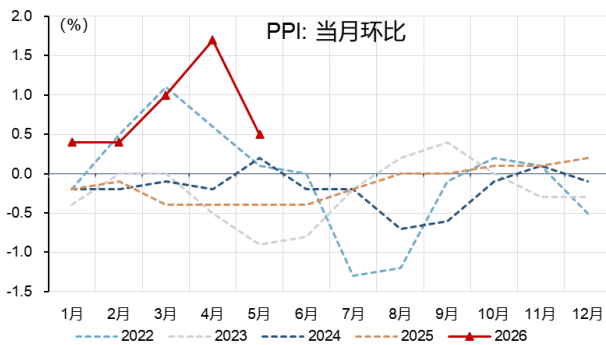
(1) 从 PPI 同比增速的结构来看：

- ✓ **静态视角**，除黑色建材、非耐用消费和公用事业外，其他板块 PPI 同比均维持正增；
- ✓ **边际视角**，油化工 PPI 同比较上月再度抬升，构成 PPI 同比进一步回升的主要支撑。

(2) 从 PPI 环比增速的结构来看：

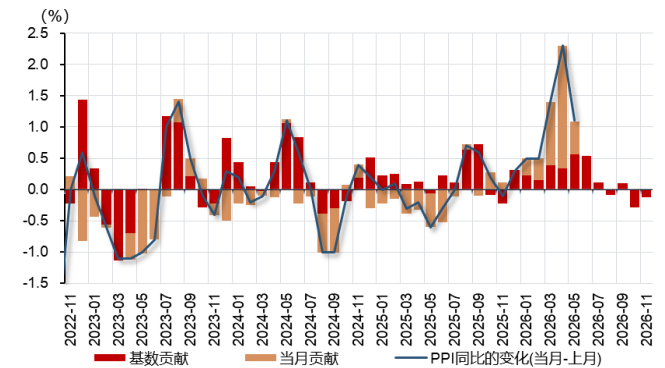
- ✓ **静态视角**，油化工对 PPI 环比动能构成主要的正向拉动；
- ✓ **边际视角**，油化工环比较上月明显回落，构成 PPI 环比下降的主要拖累。

图 8：历年同期 PPI 当月环比对比



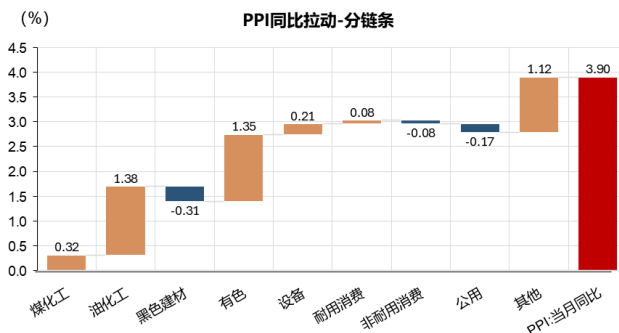
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：PPI 同比继续回升，基数贡献较强



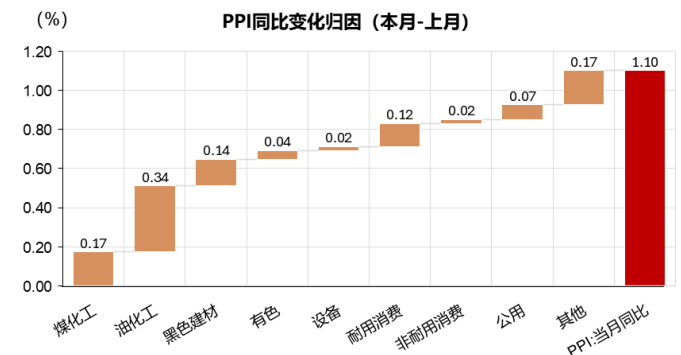
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：PPI 同比的结构拆分：有色和油化工是主要贡献



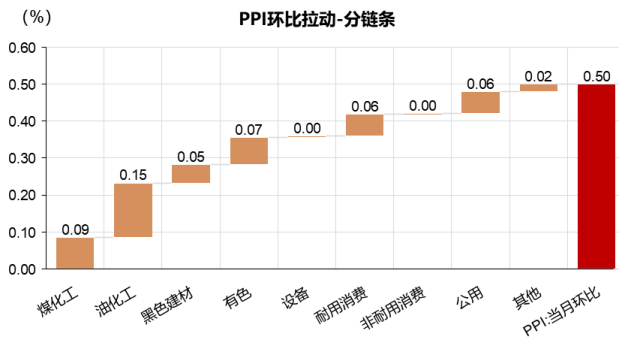
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：PPI 同比变化归因：油化工同比回升拉动程度较大



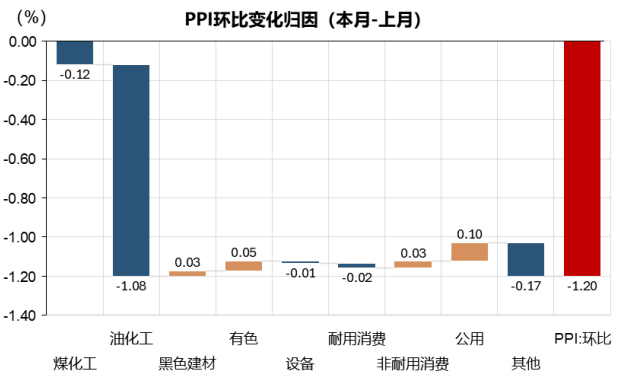
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：PPI 环比的结构拆分:油仍为关键环比支撑



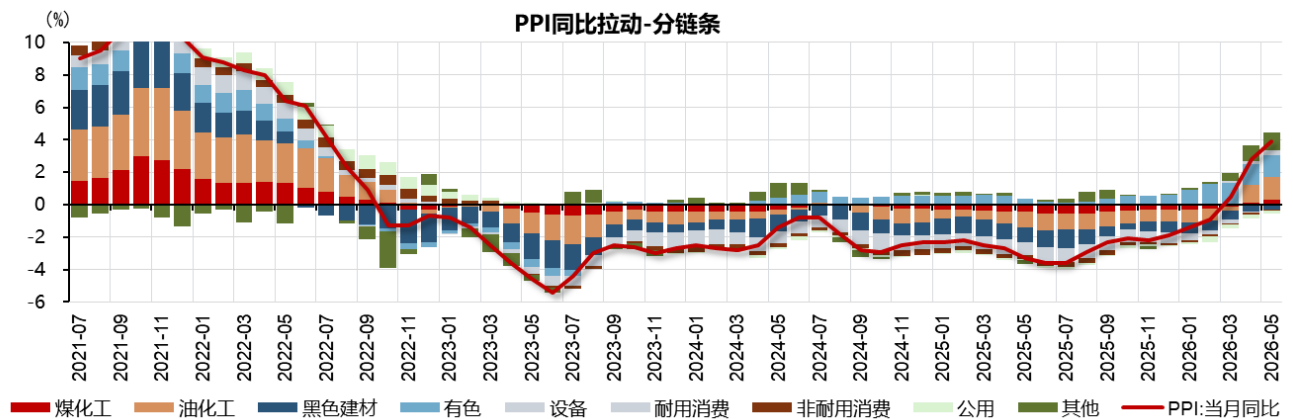
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：PPI 环比变化归因：油环比回落是主要拖累



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：PPI 的同比回升主要靠油化工同比上涨



数据来源：Wind，东方证券研究所

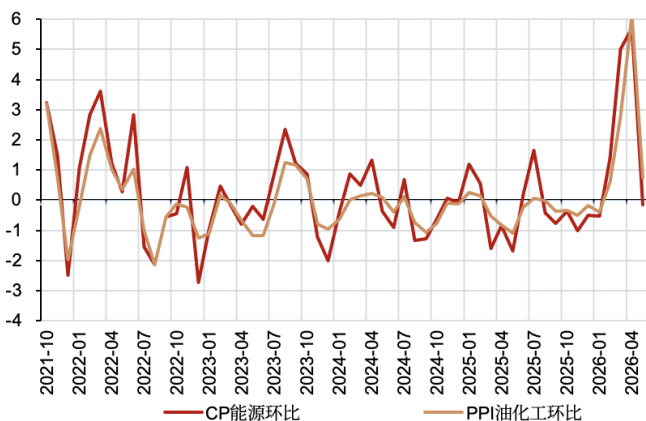
三、涨价不扩散，景气仍集中

总结来看，CPI 持平、PPI 超预期。剪刀差拉大，预示着供给冲击更明显、上下游景气分化将更显著。

我们认为，市场低估 PPI 的主要原因是忽视了化工链条的加价传导。

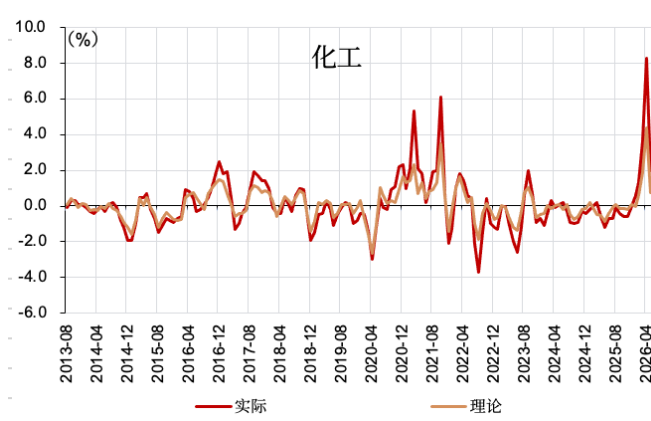
- ✓ 市场观察到的是现货油价和汽油环比负增，确实带动了原油开采、冶炼加工的 PPI 环比回落到-0.1%和 0，水电燃料、交通能源 CPI 环比也回落到 0 和-0.3%。
- ✓ 市场未预料到的是，化工的加价传导现象十分显著：化工产出价格比成本价格涨得更快，反映产需结构的明显修复，这可能是产能出清与出口走强共振的结果。

图 15: CPI 能源环比转负，PPI 油化工环比仍为正



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16: 化工 PPI 环比涨幅超过成本价格反映的理论值

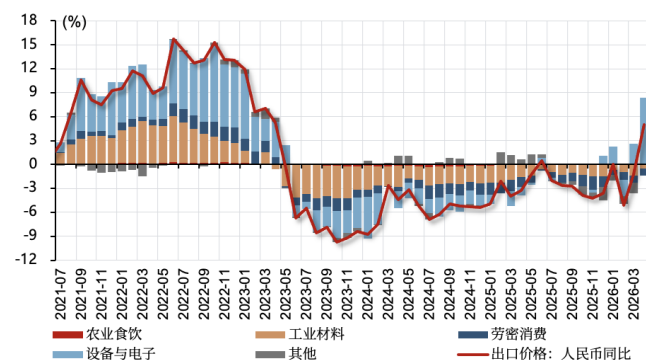


数据来源：Wind，东方证券研究所

市场持续讨论的是，化工以外其他链条能否依靠出口有效顺价？

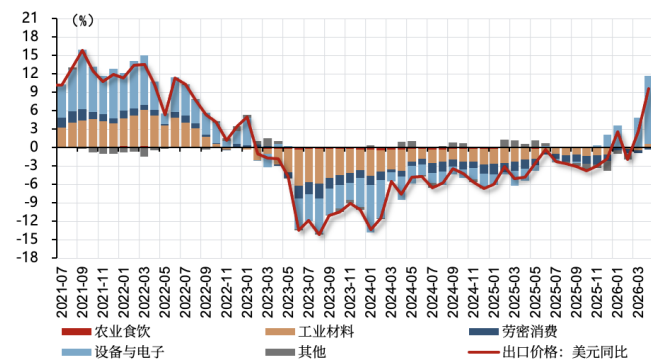
- ✓ 设备的出口价格看似大涨，实际主要是电子和电池（见前期报告《解开贸易强劲之谜》）。背后并非顺价，而是存储供给约束和 AI 独立景气。电子元件和消费电子以外的多数其他产业价格涨幅较低。
- ✓ 劳密消费品出口价格表现一般，美元出口价格略有修复，人民币价格增速几无增长，仅能转嫁汇率成本。

图 17: 人民币计价出口价格增速拆分



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18: 美元计价出口价格增速拆分



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

PPI 高点仍然大概率出现在 6-7 月，这意味着景气非但不会扩散至其他顺周期，反而将进一步集聚在科技。由于基数的利好在 7 月后结束（图 9），在化工链条以外顺价困难的认识下，无论海峡通航与否，只要不发生全球产业链断裂的恶性事件，油价难以进一步拉动 PPI 环比，PPI 的同比高点大概率在 6-7 月。

风险提示

采矿成本提升和厄尔尼诺效应叠加的蝴蝶效应下，各类矿产涨价引发 PPI 超预期涨价。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。