

通胀继续下行，但或已接近拐点

——国内观察：2023年6月通胀数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**7月10日，统计局发布6月通胀数据。6月，CPI当月同比0.0%，前值0.2%；环比-0.2%，前值-0.2%。PPI当月同比-5.4%，前值-4.6%；环比-0.8%，前值-0.9%。
- **核心观点：**总体来看，6月通胀不及市场预期，除了基数原因外，物价层面也反映出内需仍然不足。CPI的结构上，食品价格有支撑，但支撑主要来源于供应受限的鲜果和鲜菜，从经验来看并非是长期影响；非食品中服务有韧性，拖累主要来自于消费品。往后看，我们维持7月CPI可能是低点，8月后逐步上行的判断。而从PPI来看，大概率已见底，基数回落下三季度可能出现读数上的明显回升，但年内终究能否回正，仍可能需要需求端明显回升的支持。
- **CPI环比弱于季节性。**6月CPI环比-0.2%，近5年同期均值0.14%，仅高于2021年。食品环比-0.5%（近5年同期均值-0.94%）强于季节性、非食品环比-0.1%（近5年同期均值0.06%）弱于季节性的格局与5月相比没有太大变化。
- **猪价拖累扩大。**6月CPI食品价格同比2.3%，前值1.0%。其中鲜菜、鲜果环比明显强于季节性；而猪价仍是主要拖累项，虽然22个省市生猪平均价格较5月环比跌幅有限，但由于基数的抬升，拖累幅度有所加大，考虑到年内猪价大幅上行的概率较低，对CPI拖累的趋势可能无法逆转。
- **核心通胀回落，消费品表现较弱。**6月核心CPI同比小幅回落0.2个百分点至0.4%，环比-0.1%，前值0.0%，略弱于季节性（0.02%）。其中服务表现韧性，而消费品形成拖累。6月CPI非食品价格同比-0.6%，前值0.0%。服务上，环比0.1%，基本持平于季节性。拖累主要在于消费品，环比-0.3%，连续5个月为负，同比趋势上看已由去年9月高点4.3%降至目前的-0.5%。单月价格继续回落，一方面有618促销降价的因素，另一方面也体现整体需求不足。
- **PPI依然维持分化。**PPI结构上依然维持分化，具体表现在生产资料弱于生活资料，而生产资料分项上，采掘、原料、加工环比分别为-3.5%、-1.6%、-0.6%，强弱关系依次递进。具体行业上，原油价格回落叠加高基数影响，去年月均价高点出现在6月，石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工同比维持两位数以上的降幅；煤炭方面，虽然下游电力需求旺盛，但供应也相对充裕，煤炭开采和洗选业同比降至-19.3%；6月高炉开工率总体回升，明显高于去年同期，钢铁供应充足，黑色金属压延和加工业同比-16.0%。同比为正的行业中主要集中在中下游，酒饮料制造、烟草制品、纺织服装、铁路船舶等运输设备制造、电力热力生产和供应同比分别为1.1%、0.5%、0.6%、0.1%、1.3%。
- **PPI见底概率较大，未来关注回升斜率。**自7月开始，PPI同比的基数将开始明显回落，按照2015-2019年的季节性环比推算，6月PPI已是底部，7月大概率开始回升。但年内是否可以看到PPI超季节性回正，可能仍由需求决定。
- **风险提示：**政策落地不及预期，海外金融市场风险。

正文目录

| | |
|------------------------------|---|
| 1. CPI 受猪价以及消费品拖累 | 4 |
| 2. PPI 见底概率较大，未来关注回升斜率 | 5 |
| 3. 核心观点 | 6 |
| 4. 风险提示 | 6 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 图 1 CPI 当月同比, %..... | 4 |
| 图 2 CPI 环比季节性规律, % | 4 |
| 图 3 CPI 消费品价格环比季节性规律, %..... | 4 |
| 图 4 22 省市生猪价格周平均, 元/千克 | 4 |
| 图 5 核心 CPI 当月同比, %..... | 5 |
| 图 6 核心 CPI 环比季节性规律, % | 5 |
| 图 7 PPI 当月同比, % | 5 |
| 图 8 PPI:生产和生活资料类同比, %, % | 5 |
| 图 9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比, %..... | 6 |
| 图 10 PPI 采掘、原料、加工环比, % | 6 |
| 图 11 高炉开工率, %..... | 6 |
| 图 12 PPI 预测, % | 6 |

事件：7月10日，统计局发布6月通胀数据。6月，CPI当月同比0.0%，前值0.2%；环比-0.2%，前值-0.2%。PPI当月同比-5.4%，前值-4.6%；环比-0.8%，前值-0.9%。

1.CPI 受猪价以及消费品拖累

CPI 环比弱于季节性。6月CPI环比-0.2%，近5年同期均值0.14%，仅高于2021年。食品环比-0.5%（近5年同期均值-0.94%）强于季节性、非食品环比-0.1%（近5年同期均值0.06%）弱于季节性的格局与5月相比没有太大变化。

猪价拖累扩大。6月CPI食品价格同比2.3%，前值1.0%。其中鲜菜、鲜果环比明显强于季节性；而猪价仍是主要拖累项，虽然22个省市生猪平均价格较5月环比跌幅有限，但由于基数的抬升，拖累幅度有所加大，考虑到年内猪价大幅上行的概率较低，对CPI拖累的趋势可能无法逆转。

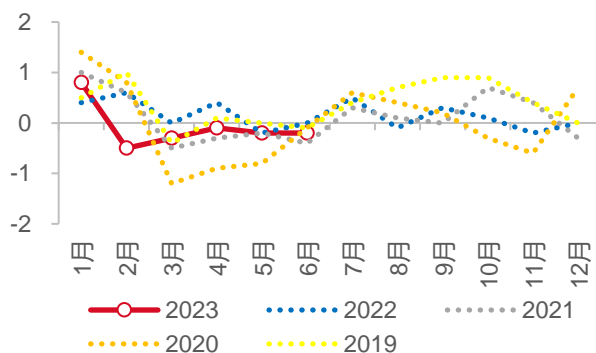
核心通胀回落，消费品表现较弱。6月核心CPI同比小幅回落0.2个百分点至0.4%，环比-0.1%，前值0.0%，略弱于季节性（0.02%）。其中服务表现韧性，而消费品形成拖累。6月CPI非食品价格同比-0.6%，前值0.0%。服务上，环比0.1%，基本持平于季节性。拖累主要在于消费品，环比-0.3%，连续5个月为负，同比趋势上看已由去年9月高点4.3%降至目前的-0.5%。单月价格继续回落，一方面有618促销降价的因素，另一方面也体现整体需求不足。

图1 CPI 当月同比，%



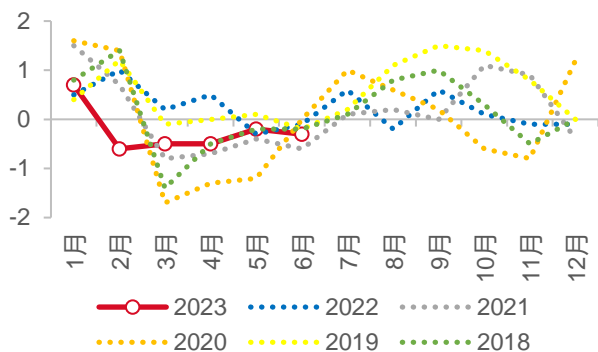
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 CPI 消费品价格环比季节性规律，%



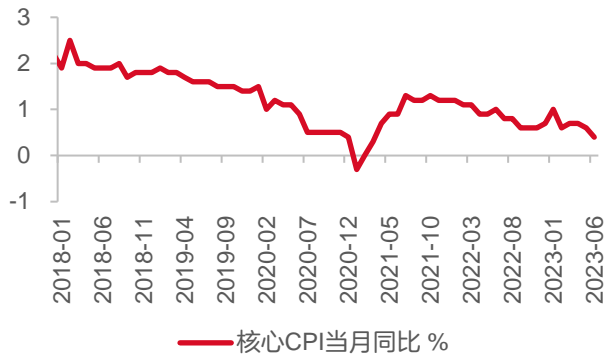
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 22省市生猪价格周平均，元/千克



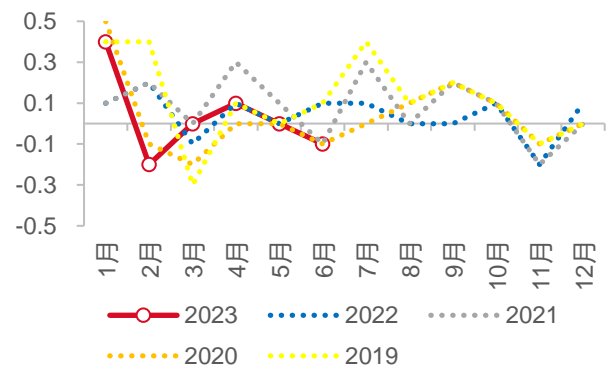
资料来源：农业农村部，东海证券研究所

图5 核心CPI当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 核心CPI环比季节性规律，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

2.PPI 见底概率较大，未来关注回升斜率

PPI 依然维持分化。PPI 结构上依然维持分化，具体表现在生产资料弱于生活资料，而生产资料分项上，采掘、原料、加工环比分别为-3.5%、-1.6%、-0.6%，强弱关系依次递进。具体行业上，原油价格回落叠加高基数影响，去年月均油价高点出现在6月，石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工同比维持两位数以上的降幅；煤炭方面，虽然下游电力需求旺盛，但供应也相对充裕，煤炭开采和洗选业同比降至-19.3%；6月高炉开工率总体回升，明显高于去年同期，钢铁供应充足，黑色金属压延和加工业同比-16.0%。同比为正的行业主要集中在中下游，酒饮料制造、烟草制品、纺织服装、铁路船舶等运输设备制造、电力热力生产和供应同比分别为1.1%、0.5%、0.6%、0.1%、1.3%。

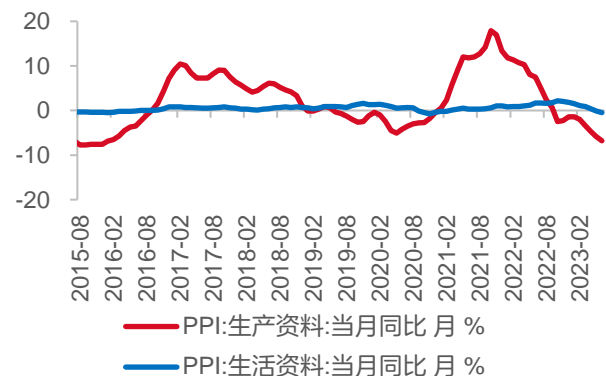
PPI 见底概率较大，未来关注回升斜率。自7月开始，PPI 同比的基数将开始明显回落，按照2015-2019年的季节性环比推算，6月PPI 已是底部，7月大概率开始回升。但年内是否可以看到PPI 超季节性回正，可能仍由需求决定。

图7 PPI 当月同比，%



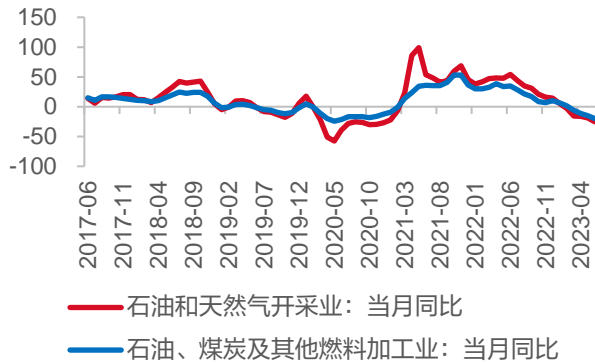
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 PPI:生产和生活资料类同比，%，%



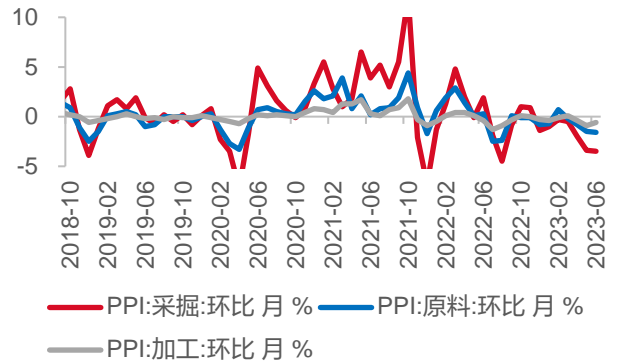
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比, %



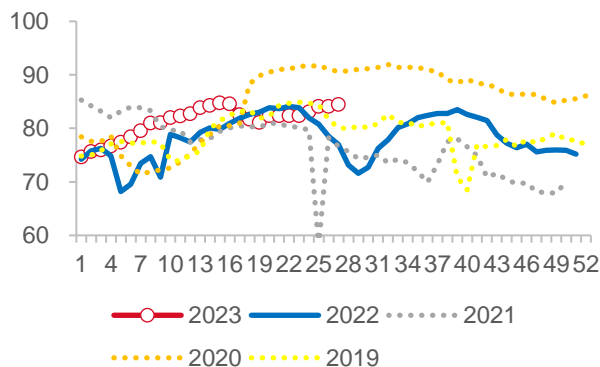
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 PPI 采掘、原料、加工环比, %



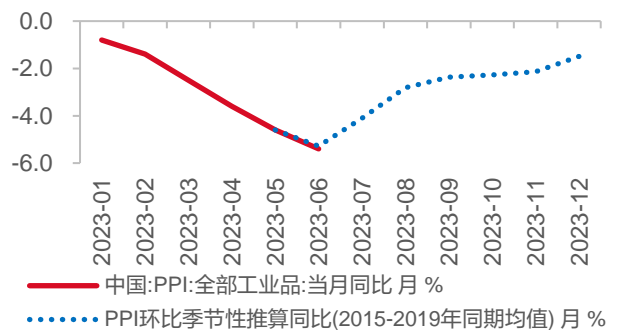
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图11 高炉开工率, %



资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图12 PPI 预测, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

3.核心观点

总体来看, 6月通胀不及市场预期, 除了基数原因外, 物价层面也反映出内需仍然不足。CPI的结构上, 食品价格有支撑, 但支撑主要来源于供应受限的鲜果和鲜菜, 从经验来看并非长期影响; 非食品中服务有韧性, 拖累主要来自于消费品。往后看, 我们维持7月CPI可能是低点, 8月后逐步上行的判断。而从PPI来看, 大概率已见底, 基数回落下三季度可能出现读数上的明显回升, 但年内终究能否回正, 仍可能需要需求端明显回升的支持。

4.风险提示

政策落地不及预期, 可能导致市场信心不足, 影响经济的修复。

海外金融市场风险, 导致全球经济陷入衰退, 影响外需。

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20% |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15% |

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089