

3 季度 CPI 触底 PPI 回升，终端需求决定回升斜率

2023年6月通胀分析

核心内容：

- **6 月份物价再次低迷，终端需求影响价格** 6 月份 CPI 同比 0%，环比-0.2%。
第一、6 月份农产品价格走低有季节性因素，高温对蔬菜的影响发酵。第二、工业品价格持续回落，下游消费不景气继续影响物价。家用器具价格下滑速度加快。交通工具价格连续 5 个月回落，电子产业链的消费也并未好转。**第三、服装和医药价格稳定，中药仍然一枝独秀。第四、能源受到基数影响，房租保持微弱变动。**原油价格波动下，6 月份交通工具用燃料同比去年价格下滑 17.6%。**第五、服务类价格仍然在分化，通用服务和场景类服务价格 6 月份均保持小幅波动。**交通工具维修、通讯和快递服务、医疗服务、教育服务、家庭服务保持小幅变化。旅游服务环比下行 0.3%，今年以来价格上行 7.1%，暑假季到来仍然会推动旅游价格上行。与旅游类似，五一假期后其他用品和服务 1-6 月份价格上行 2.9%，恢复速度较快。
- **6 月份 CPI 运行比我们预期要低**首先，对猪肉的下行幅度预计不足；其次，炎热天气下水产品和水果价格继续下行，这种价格有时滞；再次，对于商品价格，如汽车、手机等的降价预计不足；最后，场景类服务价格的下行幅度超出预期。
- **7 月份预计 CPI 环比上行，同比预计在-0.1%左右运行** 7 月份翘尾水平在-0.5%左右。7 月份北方天气炎热，南方降雨，蔬菜、水果、水产品价格上涨。非食品价格方面，商品类价格下降幅度减弱，由于暑假到来，7 月份旅游等服务价格上涨。能源价格小幅回升，车用燃料价格回升。2023 年全年物价低位运行，物价可能在 4 季度回升，3、4 季度 CPI 预计分别为 0% 和 0.2%，全年物价水平在 0.5%左右。
- **需求弱勢下价格时滞出现** 6 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比-5.4%，环比下跌 0.8%。能源、化工、钢铁等价格继续走低，这是 5 月份价格大幅下行的延续：（1）原油价格继续走低，带动了国内燃料和化工价格回落；（2）煤炭出厂价格仍然大幅走低，但期货价格走低速度偏缓；（3）黑色系价格下跌，但期货价格回弹；（4）下游价格回落。
- **7 月份 PPI 反弹**对于商品来说，连续的回落已经让下行动能减弱，PPI 连续大幅回落的动能已经不足，这就意味着 7 月份 PPI 环比很难有超过 0.5% 的回落。而翘尾影响会快速回升，带动 PPI 上行。下半年 PPI 回升速度可能低于预期：（1）黑色系产品仍然有压力，尤其是房地产的下行没有停滞；（2）产品价格的稳定需要后续需求的支持，下半年需求恢复是否平稳也影响 PPI 走势。
- **政策保持平稳，需要等待经济同比下滑**物价已经显示下游需求的疲软，下半年物价回升有赖于需求的恢复。政策层对于经济下行的确定需要等待同比数据的走低，预计在 4 季度才会到来。

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

风险提示

居民消费恢复不及预期的风险、房地产恢复不畅的风险、美联储继续加息的风险

一、6 月份物价再次低迷，终端需求影响价格

6 月份全国居民消费价格同比（CPI）保持平稳，环比回落，核心 CPI 继续走低。6 月 CPI 同比增速 0%，比 5 月份下行 0.2 个百分点。6 月份 CPI 环比下行 0.2%；其中食品价格环比下行 0.5%，非食品价格下行 0.1%。核心 CPI 同比增速 0.4%，环比下行 0.1%。

图 1：CPI 同比下行 (%)

图 2：CPI 环比季节性回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

6 月份 CPI 环比回落，食品价格回落源于季节性特征，非食品价格回落表明下游消费的疲软。6 月份商品价格回落显示我国消费低迷，工业品价格回落已经持续了 3 个月，服务类价格的回升也较为有限，并且 6 月份再次回落。

第一、6 月份农产品价格走低有季节性因素，高温对蔬菜的影响发酵。6 月份气温偏高，不利于蔬菜的储存和运输，蔬菜价格上行 2.3%。除蔬菜外的其他食品价格回落，水产品、鸡蛋、水果价格走低。猪肉价格仍然不振，猪肉的供给偏多，夏季是肉类消费淡季，猪肉价格 6 月份下行 1.3%。

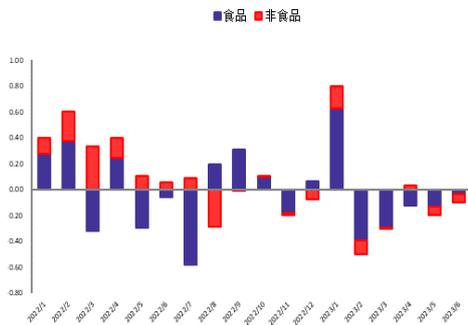
第二、工业品价格持续回落，下游消费不景气继续影响物价。家用器具下滑自 4 月份开始连续 3 个月下滑，并且价格下滑速度加快，6 月份下降 0.9%。交通工具价格连续 5 个月回落，1-6 月份价格下滑 3.2%，车企年内降价销售趋势明显。电子产业链的消费也并未好转，6 月份环比仍然下行 0.2%，1-6 月份通信工具价格回落 1.7%。

第三、服装和医药价格稳定，中药仍然一枝独秀。服装价格在 6 月份小幅回落，服装上半年的消费高峰已过。医药消费上行 0.1%，其中中药上行 0.8%，西药价格保持平稳，1-6 月份中药价格上行 4.2%。

第四、能源受到基数影响，房租保持微弱变动。原油价格波动下，6 月交通工具用燃料价格环比 5 月下行 1.3%，6 月份交通工具用燃料同比去年价格下滑 17.6%，燃料价格有基数原因。居住类水电燃料价格仍然保持微弱波动，但房租价格 6 月份环比回升 0.1%，预计这种波动难以持续。

第五、服务类价格仍然在分化，通用服务和场景类服务价格 6 月份均保持小幅波动。交通工具维修、通讯和邮递服务、医疗服务、教育服务、家庭服务均保持小幅变化。场景类的旅游服务环比下行 0.3%，今年以来价格上行 7.1%，暑假季到来仍然会推动旅游价格上行。与旅游类似，五一假期后其他用品和服务环比回落 0.6%，但 1-6 月份价格上行 2.9%，恢复速度较快。

图 3：食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：CPI 中商品和服务价格变动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1：CPI 各部门价格同比变化

近四个月 同比 (%)	大类				交通和通信							教育文化和娱乐			
	CPI	食品	非食品	核心 CPI	↓ 交通 工具	交通工具 用燃料	交通工具 使用维修	通信 工具	通信 服务	邮政 服务	↓ 教育 服务	旅游			
2023-06	0.0	2.3	-0.6	0.4	-6.5	-4.3	-17.6	0.6	-1.5	-0.2	0.3	1.5	1.2	6.4	
2023-05	0.2	1.0	0.0	0.6	-3.9	-4.2	-11.1	0.5	-2.1	-0.3	0.2	1.7	1.2	8.0	
2023-04	0.1	0.4	0.1	0.7	-3.3	-4.0	-10.4	0.6	-2.3	-0.2	0.2	1.9	1.1	9.1	
2023-03	0.7	2.4	0.3	0.7	-1.9	-3.3	-6.4	0.9	-2.2	-0.2	0.2	1.4	1.1	5.3	
近四个月 同比 (%)	食品烟酒														
	↓ 粮食	食用油	鲜菜	畜肉类	猪肉	牛肉	羊肉	禽肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果	烟草	酒类	
2023-06	2.0	0.5	1.1	10.8	-3.3	-7.2	-3.4	-1.7	0.0	0.5	0.6	0.4	6.4	1.3	0.3
2023-05	1.2	0.5	3.6	-1.7	-1.0	-3.2	-1.9	-1.9	0.0	0.0	-1.5	0.6	3.4	1.4	1.0
2023-04	0.8	1.1	4.8	-13.5	2.2	4.0	-1.1	-2.9	0.0	-0.9	1.2	1.1	5.3	1.3	0.9
2023-03	2.1	2.0	5.8	-11.1	4.6	9.6	-0.3	-2.8	0.0	-0.2	7.8	1.1	11.5	1.3	1.1
近四个月 同比 (%)	衣着				居住			生活用品及服务			医疗保健			其他用品 和服务	
	↓ 服装	加工 服务	鞋类	↓ 房租	水电 燃料	↓ 家用器具	家庭 服务	↓ 中药	西药	医疗 服务					
2023-06	0.9	0.9	0.0	0.7	0.0	-0.2	-0.2	-0.5	-1.8	1.8	1.1	4.8	0.2	1.1	2.4
2023-05	0.9	1.0	0.0	0.8	-0.2	-0.3	-0.4	-0.1	-1.8	1.9	1.1	4.4	0.3	1.1	3.1
2023-04	0.9	0.9	0.0	0.8	-0.2	-0.3	-0.2	0.1	-1.2	1.9	1.0	4.1	0.4	1.0	3.5
2023-03	0.8	0.9	0.0	0.5	-0.3	-0.5	-0.1	0.7	-0.2	2.0	1.0	4.1	0.5	0.9	2.5

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、价格疲软贯穿全年，下半年好转需视需求而定

6 月份 CPI 环比回落，由于基数较低，6 月份 CPI 同比保持平稳。2023 年 6 月份终端需求仍然显得疲弱，商品价格下行，服务价格稍有回升。6 月份价格出现分化，农产品价格季节性走低，但蔬菜价格提前上行。居民必需品消费平稳，工业品价格继续下行。总体来讲，6 月份 CPI 的运行显示居民消费疲软，等待居民消费恢复需要时间。

6 月份 CPI 运行比我们预期要低。首先，对于猪肉的下行幅度预计不足；其次，炎热天气下水产品和水果价格继续下行，这种价格有时滞；再次，对于商品价格，如汽车、手机等的降价预计不足；最后，场景类服务价格的下行幅度超出预期。

2023 年 7 月份翘尾水平在 -0.5% 左右。7 月份北方天气炎热，南方降雨，蔬菜、水果、水产品价格上涨，猪肉价格小幅波动。非食品价格方面，商品类价格下降幅度减弱，由于暑假到来，7 月份旅游等服务价格上涨。7 月份能源价格小幅回升，车用燃料价格回升。7 月份预计 CPI 环比上行，7 月份同比预计在 -0.1% 左右运行。

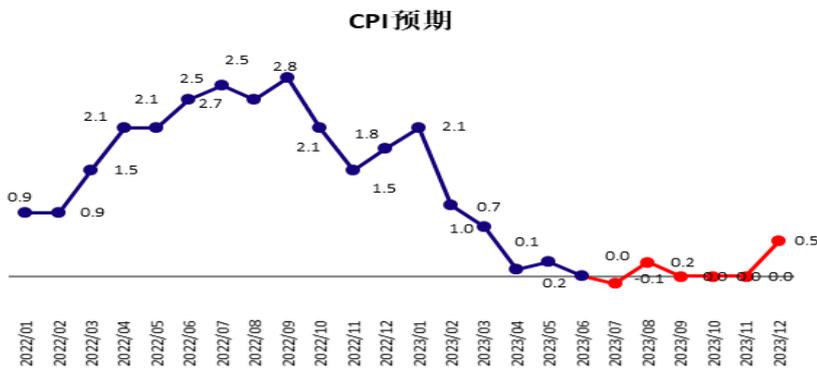
2023 年全年物价低位运行，物价可能在 4 季度回升，3、4 季度 CPI 预计分别为 0% 和 0.2%，全年物价水平在 0.5% 左右。

2023 年全年处于低通胀水平，商品价格的不振影响了物价运行，而需求的疲软对商品价格的支持有限。从 2023 年 1-6 月份来看：(1) 疫情后收入预期恢复需要时间，需求缓慢回升，供给超过需求，对物价带来冲击；(2) 1-6 月份显示服务类价格的恢复也较为缓慢，2023 年很难恢复至疫情前的水平。

物价可能在 4 季度小幅回升：(1) 商品价格回落至 3 季度可能是底部区域；(2) 农产品价格在 4 季度季节性上行。

现阶段，货币政策的效果、需求的恢复速度是关注的重点，2 季度的需求恢复偏缓，物价偏低。在需求恢复速度不振的情况下，下半年物价偏弱运行，全年物价可能均处于较低的状态。

图 5：2023 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、需求弱势下价格时滞出现，下半年回升速度取决于需求

6 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-5.4%，环比下跌 0.8%。与 5 月份相似，PPI 生产资料和生活资料环比下行；其中生产资料中采掘价格回落速度最快，而生活资料中食品和耐用品价格回落。

6 月份 PPI 环比下行，能源、化工、钢铁等价格继续走低，这是 5 月份价格大幅下行的延续：(1) 原油价格继续走低，带动了国内燃料和化工价格回落。国际原油价格 6 月份下行，国内油品相关出厂价格分化；布伦特和 WTI 原油期货价格 6 月份分别下行 1.07% 和 2.09%；石油和天然气开采业价格下行 1.6%；(2) 煤炭期货价格继续回落，但下行收窄。煤炭出厂价格仍然大幅走低，煤炭价格变化出现时滞，煤炭开采和洗选业价格下行 6.4%，6 月份焦煤期货价格下行 2.6%，焦炭价格下行 3.3%；(3) 黑色系价格下跌，但期货价格回弹。黑色金属采矿业环比下行 1.2%，黑色压延加工下行 2.2%；(4) 下游价格回落。食品制造业下行 0.1%，农副食品加工价格下行 0.7%，汽车下行 0.3%。

表 2：PPI 相关价格比较 (%)

PPI环比	BDI	原油				煤炭			铁矿石		钢铁		有色		
		石油天然气开采类	原油WTI	山东柴油	山东汽油	煤炭开采洗选类	焦煤	焦炭	黑色金属矿采选业	铁矿石	黑色金属冶炼和压延	螺纹钢	有色金属冶炼和压延	铜	
2022-11	0.1	-28.4	2.2	-3.3	0.4	-3.0	0.9	2.5	0.5	-2.6	-3.3	-1.9	-1.4	0.7	3.7
2022-12	-0.5	11.9	-8.3	-9.0	-13.0	-6.6	0.8	-8.2	4.6	1.1	14.6	0.4	5.0	1.1	0.3
2023-01	-0.4	-37.5	-5.5	2.2	-3.7	10.3	-0.5	-4.1	-0.9	3.4	5.7	1.5	8.1	0.0	2.4
2023-02	0.0	-27.6	1.7	-1.6	4.3	1.5	-2.2	1.9	1.2	3.9	4.6	1.7	-1.5	1.0	1.8
2023-03	0.0	114.3	-0.9	-4.6	-2.5	-1.0	-1.2	1.3	0.3	2.4	3.8	1.3	4.3	-0.3	-0.1
2023-04	-0.5	5.0	0.5	8.3	0.1	2.1	-4.0	-16.0	-14.8	-0.1	-3.5	-1.0	-9.1	0.2	0.3
2023-05	-0.9	-1.6	-2.1	-9.5	-4.1	-2.8	-5.2	-16.3	-11.0	-1.2	-9.7	-0.7	-8.6	-0.5	-4.7
2023-06	-0.8	-26.4	-1.6	-2.1	-3.0	1.5	-6.4	-2.6	-3.3	-1.2	3.6	-2.2	1.2	-0.8	2.8

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

6 月份 PPI 下行速度仍然较快, 上中游价格下行, 房地产终端需求的不振直接影响了黑色系产品价格。上游原材料价格的下行动力在 5、6 月份得以释放, 7 月份 PPI 环比波动减弱, 但基数影响下 PPI 仍然低迷, 2 季度 PPI 处于底部区域。

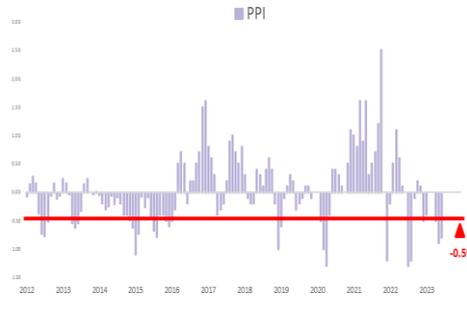
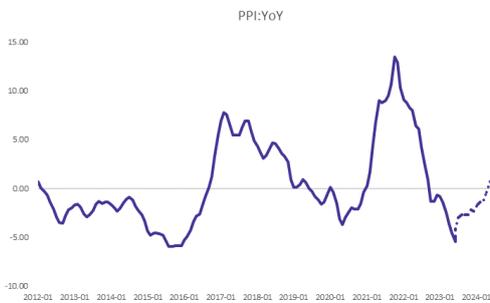
对于商品来说, 连续的回落已经让下行动能减弱, PPI 连续大幅回落的动能已经不足, 这就意味着 7 月份 PPI 环比很难有超过 0.5% 的回落。而翘尾影响会快速回升, 带动 PPI 回升。

下半年 PPI 会逐步回升, 但是回升速度低于预期 (1) 黑色系产品仍然有压力, 尤其是房地产的下行没有停滞; (2) 产品价格的稳定需要后续需求的支持, 下半年需求恢复是否平稳也会影响 PPI 走势。

预计 2023 年 7 月份 PPI 环比波动减弱, PPI 同比水平在 -4.3% 左右。2023 年 PPI 受到基数影响, 预计在 -3.0% 左右。

图 6: 6 月份 PPI 同比低位运行 (%)

图 7: PPI 环比变动 (%)

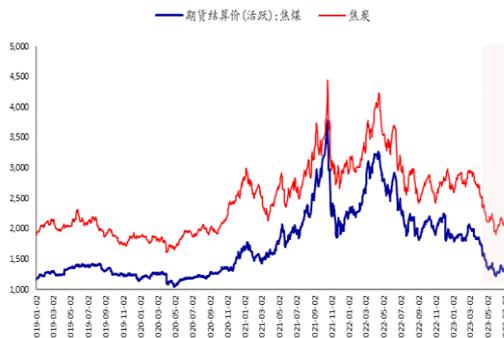


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)

图 9: 原油期货价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganmanling_bj@chinastock.com.cn