

## CPI 有阶段性冲高风险

## ——6 月通胀数据点评

## 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**6 月 CPI 在预期之内, 7 月有阶段性冲高风险。**6 月 CPI 同比增长 2.5%，环比持平，其上升幅度全部来自于基数因素，基本符合市场预期。6 月 CPI 有以下结构性特征：第一，能源价格是通胀上行的重要动力。6 月国际油价冲高回落，在此影响下国内成品油价格也相应调升。第二，服务价格开始回暖。这背后是国内疫情形势转好之后的服务类消费开始复苏，加之 6、7 月份暑假期间本就是服务业旺季，相关需求有季节性上升。第三，猪周期开始上行，不过 6 月尚不显著。第四，核心 CPI 基本稳定。6 月核心 CPI 环比及同比分别上涨 0.1% 及 1%，符合季节性规律，这是疫情解封后的合理结果，并无迹象显示通胀正在扩散，无需过度解读。三季度 CPI 会存在阶段性压力。我们预计 7 月 CPI 同比会上升至 2.8% 左右。主要拉动因素有两个：一是猪肉价格近期出现飙升，对 7 月 CPI 将有非常强的向上拉动力；二是 7 月份是出游旺季，服务类消费价格会有较为明显的上升。

**PPI 延续下行趋势。**6 月 PPI 同比上涨 6.1%，环比持平，基本符合预期。6 月 PPI 有两个特点：第一，石油——化纤产业链价格坚挺，是推动 PPI 的主要动力。这本质上还是输入性通胀的影响，价格上涨属于成本推动型，而非需求拉动型。第二，石油之外的行业 PPI 大多下跌。这背后是国际上除原油外的工业品价格普遍下跌，源自于海外市场对经济前景的悲观预期。我们预计未来 PPI 将加速下滑。一方面，大宗商品包括油价在近期大幅下跌，随着海外经济逐步下行，商品价格难以重回高位。另一方面，三季度 PPI 翘尾迅速下降，将引导 PPI 下行趋势。

**通胀尚不至影响货币政策。**6 月 CPI 加速上升，三季度可能达到甚至小幅突破 3%，引发了市场对货币政策空间的担忧。央行在上半年曾频繁提及通胀问题，我们认为如今的通胀读数早在央行的框架范围之内。未来 CPI 虽有阶段性压力，但不会对货币政策有明显的边际影响。经济复苏和信用扩张的速度才是核心矛盾。观察央行历史上对通胀的反应可以看出，通胀是“结构性的”还是“全面性的”非常重要。在 1993-1994 年、2007-2008 年、2011 年几次全面性通胀之时，央行均实施了紧缩性政策。而在 2019 年猪周期造成的“结构性通胀”期间，央行依然采取降息等宽松政策。即中国货币政策会淡化结构性通胀，重视全

面性通胀。目前来看本轮通胀上行驱动力仍是结构性的，猪价和油价是未来的主要波动项。“猪油共振”是以往高通胀时期的重要特征，但需注意“猪油共振”本质上反映的工业品和农产品价格共同上涨而引发的全面通胀。目前猪价和油价虽高，但通胀并未扩散，由于终端需求疲软、产能过剩等原因，上游价格向下游传导的动力目前来看并不足，核心 CPI 依然疲软。未来观察核心 CPI 的走势较为关键，如果核心 CPI 不出现明显上升，则只由猪周期和油价驱动的 CPI 上行难以促使货币政策转向。

**风险提示：**通胀向核心 CPI 扩散。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. 6 月 CPI 在预期之内，7 月有阶段性冲高风险 .....	5
3. PPI 延续下行趋势 .....	6
4. 通胀尚不至影响货币政策 .....	8

## 图表目录

图表 1: CPI 同比上行.....	5
图表 2: 油价上涨是 CPI 上行的主要动力.....	6
图表 3: 近期猪肉价格飙升.....	6
图表 4: PPI 继续下行.....	7
图表 5: 石油——化纤产业链外的行业价格大多下跌.....	7
图表 6: 货币政策与通胀的关系.....	8

## 1. 数据

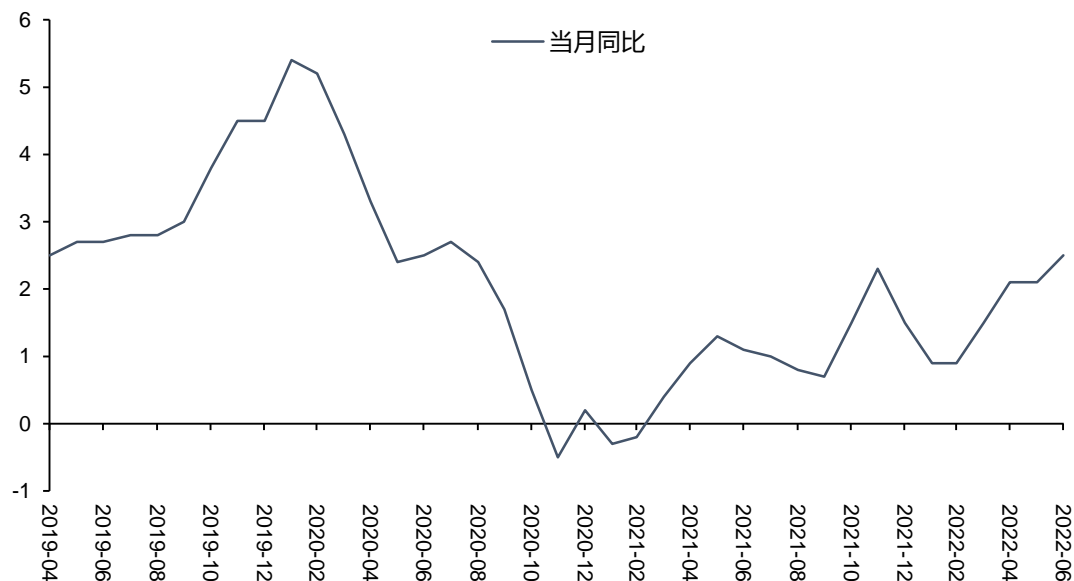
中国 6 月 CPI 同比上涨 2.5%，市场预期（Wind）2.4%，前值 2.1%。

中国 6 月 PPI 同比上涨 6.1%，市场预期（Wind）6.0%，前值 6.4%。

## 2. 6 月 CPI 在预期之内，7 月有阶段性冲高风险

6 月 CPI 同比增长 2.5%，环比持平，其上升幅度全部来自于基数因素，基本符合市场预期。

图表 1：CPI 同比上行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

6 月 CPI 有以下结构性特征：

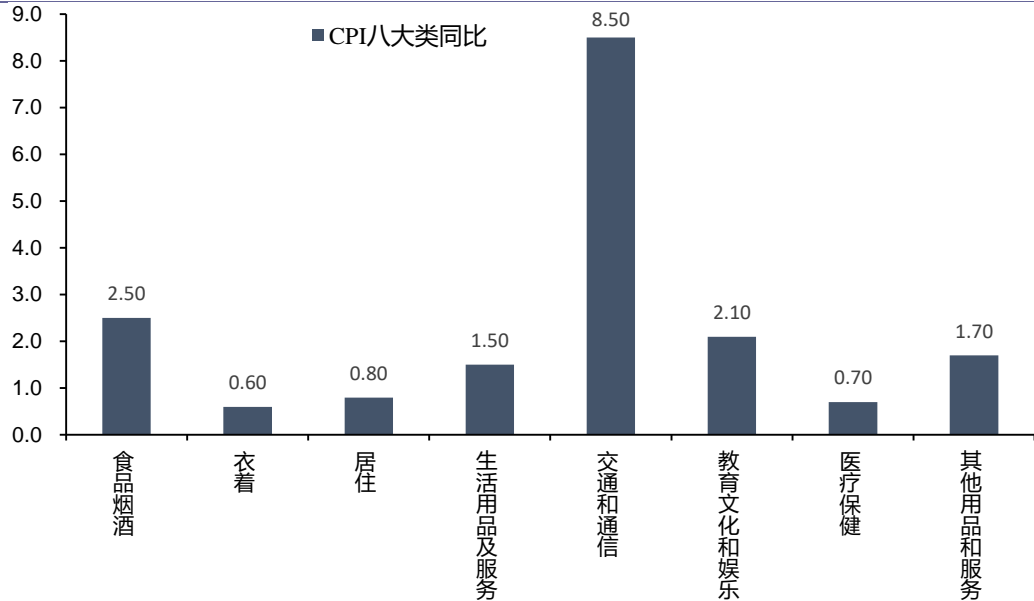
**第一，能源价格是通胀上行的重要动力。**6 月国际油价冲高回落，整体中枢较 5 月明显抬升，在此影响下国内成品油价格也相应调升。汽油和柴油价格分别环比上涨 6.7% 和 7.2%，CPI 交通通信大类 CPI 环比上涨 2.2%，可以明显看出这一影响。

**第二，服务价格开始回暖。**飞机票和旅游价格分别上涨 19.2% 和 1.2%，宾馆住宿价格由上月下降 0.7% 转为上涨 0.3%。这背后是国内疫情形势转好之后的服务类消费开始复苏，加之 6、7 月份暑假期间本就是服务业旺季，相关需求有季节性上升。

**第三，猪周期开始上行，不过 6 月尚不显著。**猪肉 CPI 环比上涨 2.9%，拉动 CPI 环比 0.04 个百分点。

**第四，核心 CPI 基本稳定。**6 月核心 CPI 环比及同比分别上涨 0.1% 及 1%，符合季节性规律，这是疫情解封后的合理结果，并无迹象显示通胀正在扩散，无需过度解读。

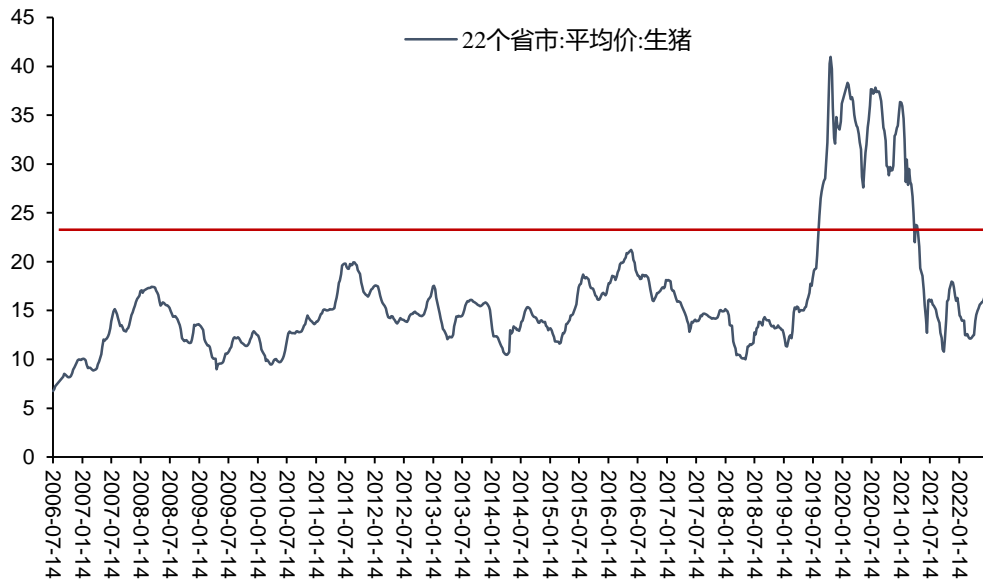
图表 2：油价上涨是 CPI 上行的主要动力



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

三季度 CPI 会存在阶段性压力。我们预计 7 月 CPI 同比会上升至 2.8% 左右。主要拉动因素有两个：一是猪肉价格近期出现飙升，对 7 月 CPI 将有非常强的向上拉动力；二是 7 月份是出游旺季，服务类消费价格会有较为明显的上升。

图表 3：近期猪肉价格飙升

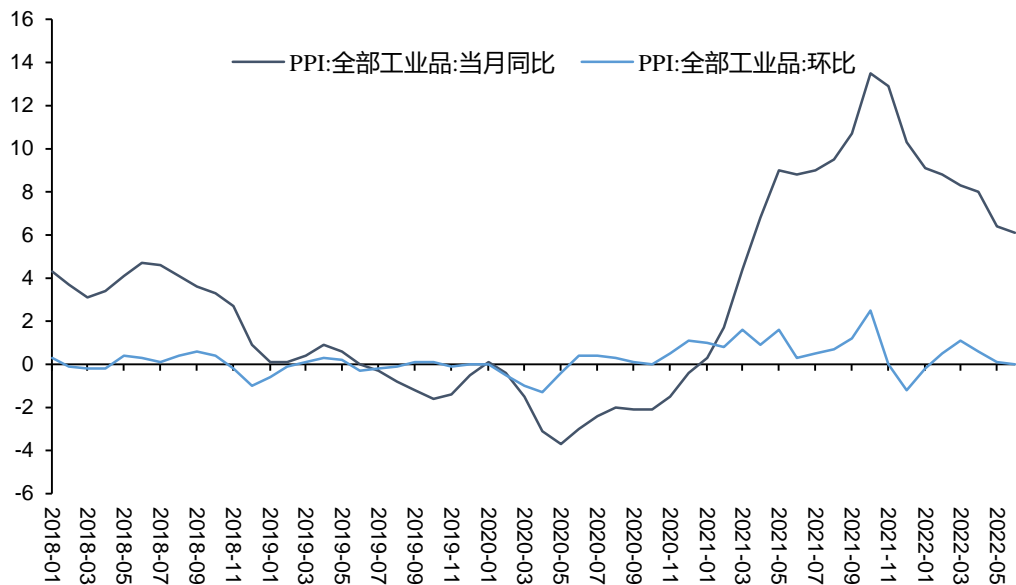


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

### 3. PPI 延续下行趋势

6 月 PPI 同比上涨 6.1%，环比持平，基本符合预期。

图表 4: PPI 继续下行



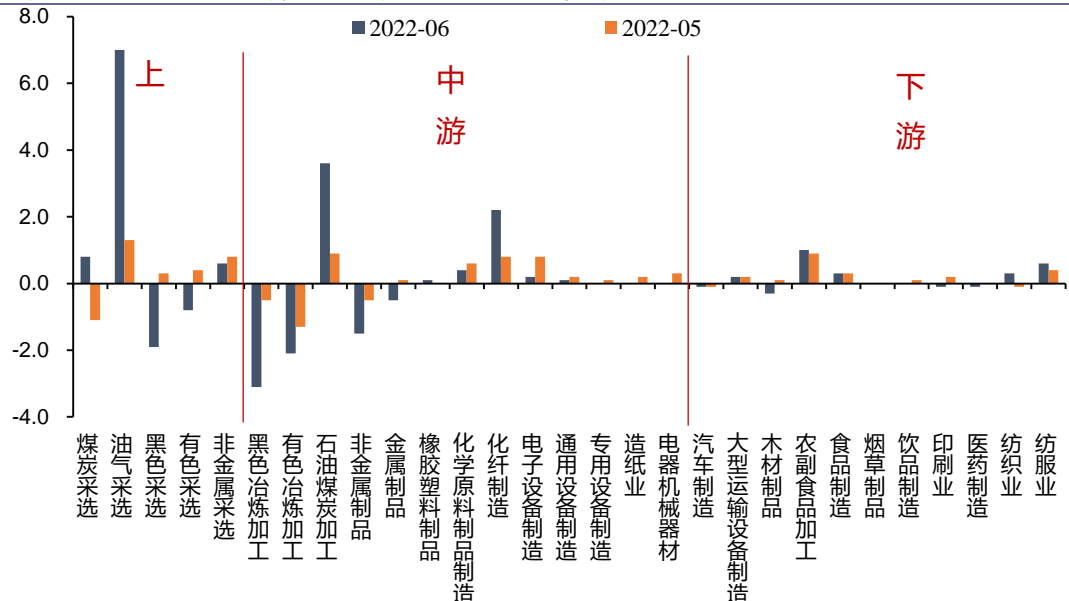
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

6 月 PPI 有两个特点:

**第一, 石油——化纤产业链价格坚挺, 是拉动 PPI 的主要动力。**这背后是 6 月油价冲高的影响。油气开采业 PPI 环比上涨 7%, 油炭加工业环比 PPI 上涨 3.6%, 化纤制造 PPI 环比上涨 2.2%。这本质上还是输入性通胀的影响, 价格上涨属于成本推动型, 而非需求拉动型。

**第二, 石油之外的行业 PPI 大多下跌。**黑色系、有色系行业价格下跌尤其明显。这背后是国际上除原油外的工业品价格普遍下跌, 源自于海外市场对经济前景的悲观预期。

图表 5: 石油——化纤产业链外的行业价格大多下跌



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

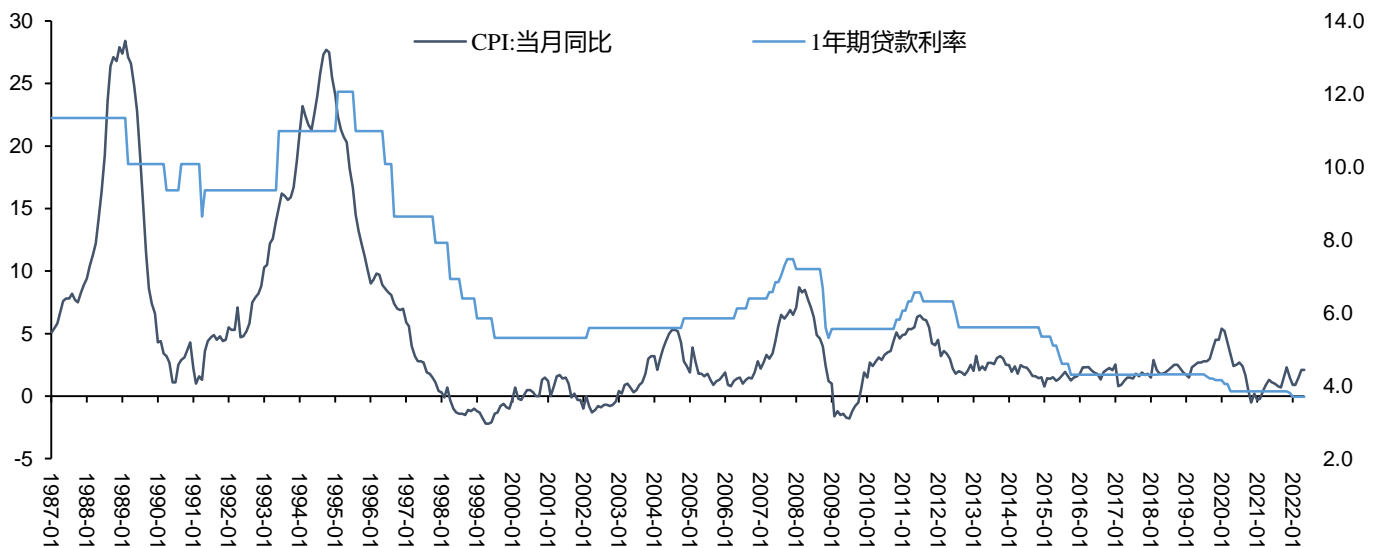
我们预计未来 PPI 将加速下滑。一方面，大宗商品包括油价在近期大幅下跌，随着海外经济逐步下行，商品价格难以重回高位。另一方面，三季度 PPI 翘尾迅速下降，将引导 PPI 下行趋势。

#### 4. 通胀尚不至影响货币政策

6 月 CPI 加速上升，三季度可能达到甚至小幅突破 3%，引发了市场对货币政策空间的担忧。央行在上半年来曾频繁提及通胀问题，我们认为如今的通胀读数早在央行的框架范围之内。未来 CPI 虽有阶段性压力，但不会对货币政策有明显的边际影响。经济复苏和信用扩张的速度才是核心矛盾。

观察央行历史上对通胀的反应可以看出，通胀是“结构性的”还是“全面性的”非常重要。在 1993-1994 年、2007-2008 年、2011 年几次全面性通胀之时，央行均实施了紧缩性政策。而在 2019 年猪周期造成的“结构性通胀”期间，央行依然采取降息等宽松政策。即中国货币政策会淡化结构性通胀，重视全面性通胀。目前来看本轮通胀上行驱动力仍是结构性的，猪价和油价是未来的主要波动项。“猪油共振”是以往高通胀时期的重要特征，但需注意“猪油共振”本质上反映的工业品和农产品价格共同上涨而引发的全面通胀。目前猪价和油价虽高，但通胀并未扩散，由于终端需求疲软、产能过剩等原因，上游价格向下游传导的动力目前来看并不足，核心 CPI 依然疲软。未来观察核心 CPI 的走势较为关键，如果核心 CPI 不出现明显上升，则只由猪周期和油价驱动的 CPI 上行难以促使货币政策转向。

图表 6：货币政策与通胀的关系



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

风险提示：通胀向核心 CPI 扩散。



## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。