

## 6月CPI、PPI同比走势“一升一降”，下半年物价“生变”的可能性依然不大

——2022年6月物价数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

**事件：**根据国家统计局公布数据，2022年6月，CPI同比2.5%，涨幅比上月加快0.4个百分点；PPI同比6.1%，涨幅较上月回落0.3个百分点。

**基本观点：**6月CPI同比上行，主要是受猪肉价格走高、国际原油价格中枢上移，以及上年同期基数下行推动，整体继续处于温和水平。下半年猪肉价格走高会在一定程度上推高CPI涨幅，但不会改变物价形势整体温和可控的局面，通胀依然将是国内与境外经济基本面的最大差别。这也为接下来货币政策在稳增长方向继续发力提供空间。在复工复产与保供稳价复合作用下，6月PPI走势平稳，同比涨幅略有回落。考虑到全球经济衰退阴影下，近期国际大宗商品价格出现明显下行，7月PPI同比涨幅将恢复较快回落势头。我们判断，下半年PPI同比走低趋势明确，也将成为助力国内物价大势保持稳定的一个积极因素。

具体如下：

一、6月CPI同比2.5%，涨幅比上月有所扩大，主要有三个原因：一是伴随“猪周期”转入价格上升阶段，当月猪肉价格环比继续上升，同比降幅明显收窄，这带动CPI同比涨幅扩大0.24个百分点。二是受全球经济衰退预期升温影响，6月中下旬国际油价高位下行，但整体价格中枢仍然高于5月。这推动国内成品油价格上调，这是6月非食品价格同比涨幅扩大的主要原因；最后，上年同期CPI同比增速基数下沉0.2个百分点，也在一定程度上推高了今年6月的同比涨幅。

二、6月CPI中有以下几个方面值得重点关注：

(1) 粮价环比停止上涨。近期受俄乌战争冲击，小麦、玉米等国际粮价大幅冲高，推动3至5月国内粮价随之走高。不过，全球经济衰退阴影下，近期国际大宗商品价格高位下行，其中也包括国际粮食价格出现较快回落。受此影响，6月国内粮价环比持平，结束了此前连续三个月的快速上行过程，同比涨幅也保持在3.2%，未再继续扩大。考虑到粮价在整体物价中的基础性地位，6月粮价趋稳意味着稳物价压力放缓。

(2) 核心CPI继续保持低位。6月扣除波动较大的食品和燃料价格外，更能反映整体物价走势的核心CPI同比为1.0%，较上月加快0.1个百分点，继续处于明显低位。这意味着当前物价形势继续处于温和水

平。由此，虽然6月整体CPI增速加快，涨幅正在向3.0%的控制目标靠近，但并不会驱动货币政策收紧。由于我国CPI受猪肉价格影响较大，因此观察物价大势，核心CPI是一个重要指标，也是货币政策的一个重要参考点。可以看到，受猪肉价格大幅冲高影响，2019年11月CPI同比高达4.5%，而当月央行却实施政策性降息（下调MLF利率），以应对中美经贸摩擦带来的经济下行压力，其中一个主要原因就是2019年11月核心CPI同比仅为1.4%。

（3）为什么国际原油价格上涨对国内物价冲击较小？可以看到，2月俄乌战争爆发后，国际油价大幅冲高，成为推升美欧高通胀的首要原因。相反，国内CPI同比持续保持稳定。我们认为，除了这段时间猪肉价格同比一直是负值外，一个重要原因是国内成品油价格调整机制有效缓解了国际原油上涨对国内CPI的传导。数据显示：1-5月国际原油价格同比上涨64.7%，而国内汽油价格同比上涨幅度为28.5%。

三、下半年CPI怎么走？我们判断，受猪肉价格上行带动，下半年CPI同比中枢会有一定抬升，不排除个别月份升至3.0%上方的可能，但整体上将处于温和水平，特别是核心CPI有望继续保持低位。通胀仍将是国内与境外经济基本面的最大差别。6月末7月初，猪肉价格快速冲高引发市场广泛关注，政策面正在做出反应。我们认为，3月开始“猪周期”转入上行阶段，但由于缺乏猪瘟疫情催化，未来猪肉价格上升空间有限，重复2019年下半年持续大幅飙升的可能性很小。另外，在全球经济减速背景下，下半年国际油价再度大幅冲高的可能性也在下降。

由此，下半年“猪油共振”推升CPI的风险可控。更重要的是，考虑到下半年消费修复将会比较温和，国内产业链供给能力强，加之前期宏观政策未搞大水漫灌，下半年代表整体物价水平的核心CPI会更为温和。这意味着未来一段时间宏观政策不会受物价形势掣肘。这与高通胀迫使美联储大幅加息形成鲜明对比。

四、6月PPI环比涨势进一步减弱，涨幅从上月的0.1%收窄至持平，与当月制造业PMI中的两个价格指数续降相印证。同比来看，6月PPI新涨价动能持平上月于2.3个百分点，但因翘尾因素回落0.3个百分点，当月PPI同比涨幅延续了去年11月以来的高位回落过程，较上月下滑0.3个百分点至6.1%。

当前影响PPI高增的主要是原油和煤炭，这两类商品价格涨幅高、权重占比大。6月中上旬，受俄乌地缘政治因素和供给紧平衡影响，国际油价继续冲高，但到中下旬，因美联储加速收紧货币政策并下调美国经济增长预期，需求转弱预期令油价承压回落，但从全月来看，6月布油现货价月均值仍较5月上涨9.2%，同比涨幅亦从上月的64.5%扩大至69.2%。煤炭方面，随需求旺季来临，6月煤炭价格环比上行，但受上年同期基数抬高影响，同比涨幅高位略有收窄。其他重要工业品方面，6月螺纹钢、铜、水泥价格环比下跌，化工品价格环比上涨。整体看，除煤炭外，国内需求端对工业品价格提振仍有限，在基建发力背景下，或反映地产投资羸弱，而化工产品价格上涨主要还是受原油、煤炭等上游能源价格高位牵引。这一

点在大类和细分行业 PPI 走势上也有所体现。

分大类看，6 月生产资料 PPI 环比转跌 0.1%，同比回落 0.6 个百分点至 7.5%。其中，原油、煤炭价格上涨带动下，采掘工业 PPI 环比涨势加快，同比涨幅则因基数走高有所回落；原材料工业 PPI 环比、同比涨幅均小幅加速，主要原因是能源价格上涨带动石油、煤炭加工业 PPI 涨幅明显走阔，而钢铁、有色等行业 PPI 则呈现环比走跌、同比跌幅扩大或涨幅收敛的态势；6 月加工工业 PPI 环比下跌 0.4%，同比涨幅下滑 0.8 个百分点，是当月生产资料 PPI 环比走跌的拖累所在，反映需求端支撑不力背景下，中下游企业提价能力仍然有限。这一点也体现于生活资料 PPI 表现中，6 月生活资料 PPI 环比涨幅持平上月于 0.3%，但食品、日用品和耐用消费品价格涨幅均有所减弱，仅衣着价格涨幅受换季影响加速；而同比涨幅走阔 0.5 个百分点至 1.7%，主要还是受基数走低拉动，其中食品、衣着两项贡献较大，耐用消费品价格则同比续跌且跌幅加深。

五、展望 7 月，全球金融环境收紧、经济增长预期下滑背景下，以原油、铜为代表的国际大宗商品价格或进入下行换挡期，6 月中下旬以来，布油、LME 铜价持续走跌，其中布油现货价已回落至 115 美元/桶左右。从国内来看，需求旺季来临，煤炭价格上涨动力较强，同时，随着稳增长政策加码，工业生产改善和投资回升或将带动国内工业品需求边际回暖，但考虑到总需求仍然较弱，加之政策层面对煤炭、钢铁等重要商品的保供稳价力度较大，国内工业品价格快速上行的可能性很小。我们判断，受国际大宗商品价格走跌影响，7 月 PPI 环比或小幅转跌，加之翘尾进一步回落，预计 PPI 同比涨幅将收窄至 5.5% 左右。我们判断，下半年 PPI 同比走低势头明确，也将成为助力国内物价大势保持稳定的一个积极因素。

#### 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。