

6月通胀点评

三季度国内通胀压力上升

6月CPI和PPI同比增速继续小幅超出市场预期；CPI同比增速中出现猪油共振情况；海外农产品价格上涨的输入性影响仍在；假期出行需求上升；PPI中生产资料环比下降，但生活资料中食品类和衣着类价格升幅持续超预期。

- 6月CPI环比持平，同比增长2.5%，核心CPI同比增长1%，服务价格同比上升1%，消费品价格同比上升3.5%。
- 从环比看，6月食品价格下降1.6%，降幅比上月扩大0.3个百分点，影响CPI下降约0.30个百分点，非食品价格上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.3个百分点，影响CPI上涨约0.32个百分点；从同比看，食品价格上涨2.9%，涨幅比上月扩大0.6个百分点，影响CPI上涨约0.51个百分点，非食品价格上涨2.5%，涨幅比上月扩大0.4个百分点，影响CPI上涨约2.01个百分点。非食品中，受国际油价上涨影响，国内汽油和柴油价格环比涨幅扩大；服务消费有所恢复，飞机票和旅游价格环比上涨，宾馆住宿价格环比由降转涨。
- 三季度通胀大概率上行。6月国内疫情防控环比5月继续向好，叠加暑期消费需求上升，CPI同比增速继续小幅超出市场预期。6月CPI中值得关注的点包括：一是猪油共振的影响开始出现，6月猪肉价格环比上升2.9%，燃料价格环比上升6.6%，二是服务消费和出行需求相对较强，表明后续若疫情持续有效控制，国内消费需求有上升可能，三是食用油价格环比上升1.4%，虽然粮食价格环比持平，但表明国际农产品价格上涨对我国输入型通胀压力依然不减，四是三季度通胀基数较低，市场普遍预期CPI同比增速将上行突破3%，将给货币政策宽松造成掣肘。我们维持此前观点，认为三季度货币市场宽松环境大概率维持，宽信用的力度或有所加大，准备金和利率等传统货币政策工具将明显受到外部环境掣肘难以调整。
- 6月PPI环比持平，同比增长6.1%，其中生产资料同比增长7.5%，生活资料同比增长1.7%，PPIRM同比增长8.5%。
- 6月份，复工复产持续推进，重点产业链供应链逐步畅通稳定，保供稳价政策效果继续显现。调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有37个，与上月相同。主要行业中，价格同比涨幅扩大的有：石油和天然气开采业，农副食品加工业，石油煤炭及其他燃料加工业；价格涨幅回落的有：煤炭开采和洗选业有色金属冶炼和压延加工业，燃气生产和供应业；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降。
- 关注PPI生活资料价格环比上升与向CPI价格传导。6月PPI数据的关注点有两个：一是生产资料价格环比小幅下降，同时CPI与PPI剪刀差继续收敛，叠加7月至今国际大宗商品价格下跌，后续工业企业盈利有望持续向好，二是生活资料中食品类价格环比上涨0.5%，连续四个月超过历史同期平均水平，衣着类价格环比上涨0.7%，连续两个月走强，需要关注PPI向CPI非耐用消费品的价格传导。
- 风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

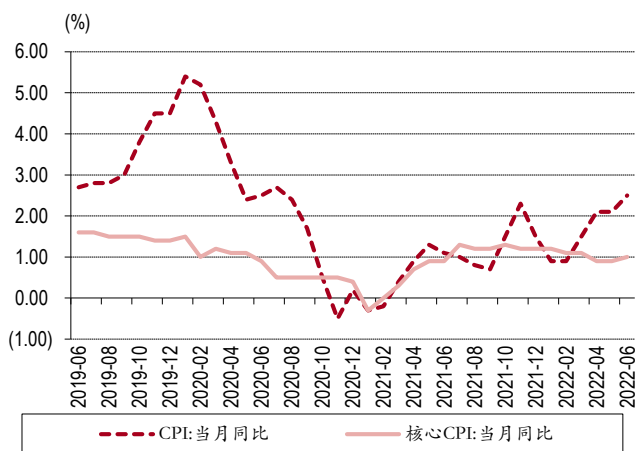
6月CPI同比增速上升幅度超过核心CPI同比增速上升幅度。6月CPI环比持平，增速较5月上升0.2个百分点。从分项看，6月环比增速上升的是交通通信(2.2%)、教育文化娱乐(0.1%)和其他用品及服务(0.1%)，环比增速下降的是食品烟酒(-1%)、生活用品及服务(-0.2%)和衣着(-0.1%)；6月分项中较5月环比增速上升较多的是交通通信，环比增速下降较多的是衣着、其他用品及服务和生活用品及服务。6月CPI同比增长2.5%，较5月上升0.4个百分点，核心CPI同比增长1%，较5月上升0.1个百分点，服务价格同比上升1%，较5月上升0.3个百分点，消费品价格同比上升3.5%，较5月上升0.5个百分点。从分项看，6月同比增速较高的依然是交通通信(8.5%)，其次是食品烟酒(2.5%)，同比增速较5月上升较多的是交通通信、食品烟酒和教育文化娱乐，较5月同比增速下降的是居住和其他用品及服务。据测算，在6月份2.5%的CPI同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.2个百分点，新涨价影响约为1.3个百分点。

6月食品环比增速下行，同比增速上行。从环比看，6月食品价格下降1.6%，降幅比上月扩大0.3个百分点，影响CPI下降约0.30个百分点；从同比看，食品价格上涨2.9%，涨幅比上月扩大0.6个百分点，影响CPI上涨约0.51个百分点。6月我国疫情防控总体形势向稳趋好，重要民生商品供应充足，消费品价格整体平稳：受供应增加、物流好转和囤货需求减少等因素影响，鲜菜、鸡蛋、鲜果和水产品价格环比下降；受部分养殖户压栏惜售、疫情趋稳消费需求有所增加等因素影响，猪肉价格环比继续上涨，但涨幅较5月有所下降。

服务价格环比上升，能源价格的影响依然显著。从环比看，6月非食品价格上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.3个百分点，影响CPI上涨约0.32个百分点；从同比看，非食品价格上涨2.5%，涨幅比上月扩大0.4个百分点，影响CPI上涨约2.01个百分点。非食品中，受国际油价上涨影响，国内汽油和柴油价格环比涨幅扩大；服务消费有所恢复，飞机票和旅游价格环比上涨，宾馆住宿价格环比由降转涨。

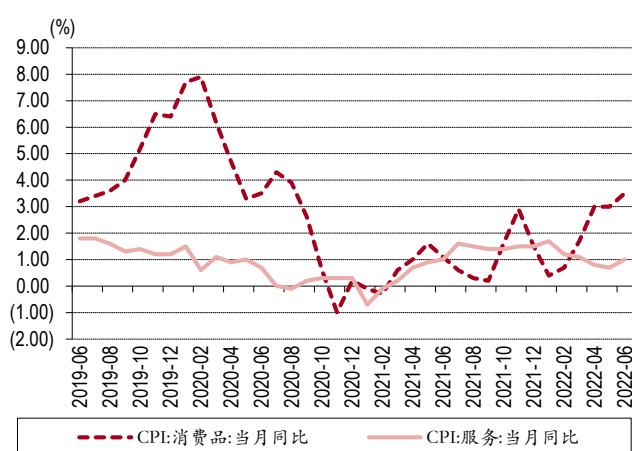
三季度通胀大概率上行。6月国内疫情防控环比5月继续向好，叠加暑期消费需求上升，CPI同比增速继续小幅超出市场预期。6月CPI中值得关注的点包括：一是猪油共振的影响开始出现，6月猪肉价格环比上升2.9%，燃料价格环比上升6.6%，二是服务消费和出行需求相对较强，表明后续若疫情持续有效控制，国内消费需求有上升可能，三是食用油价格环比上升1.4%，虽然粮食价格环比持平，但表明国际农产品价格上涨对我国输入型通胀压力依然不减，四是三季度通胀基数较低，市场普遍预期CPI同比增速将上行突破3%，将给货币政策宽松造成掣肘。我们维持此前观点，认为三季度货币市场宽松环境大概率维持，宽信用的力度或有所加大，准备金和利率等传统货币政策工具将明显受到外部环境掣肘难以调整。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



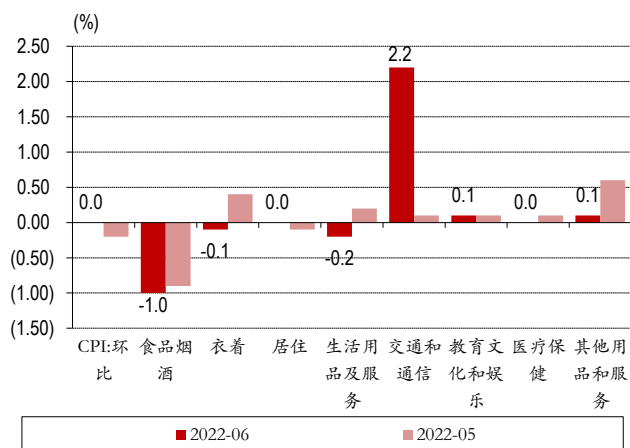
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



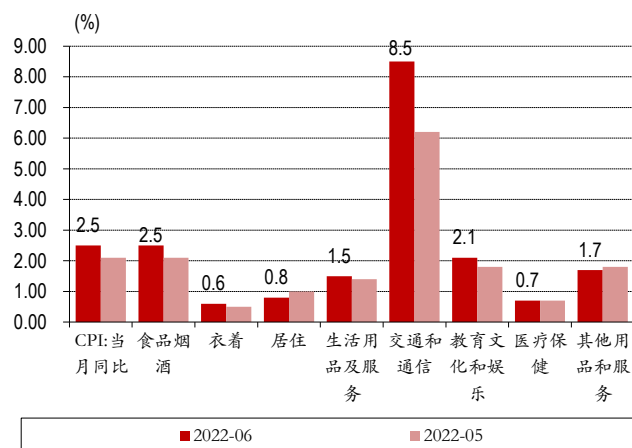
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



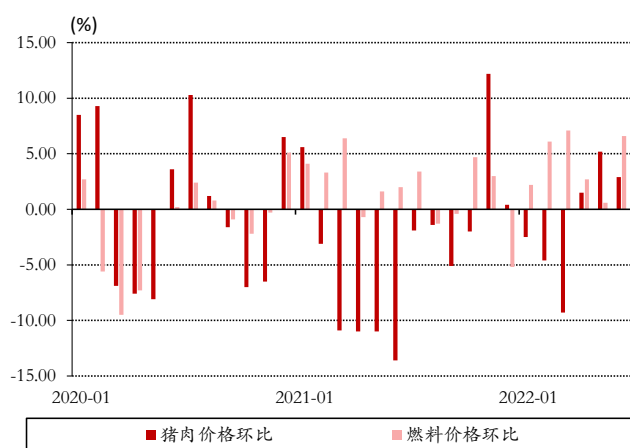
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 6 月 CPI 中已出现猪油共振



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 输入价格压力依然较大



资料来源：万得，中银证券

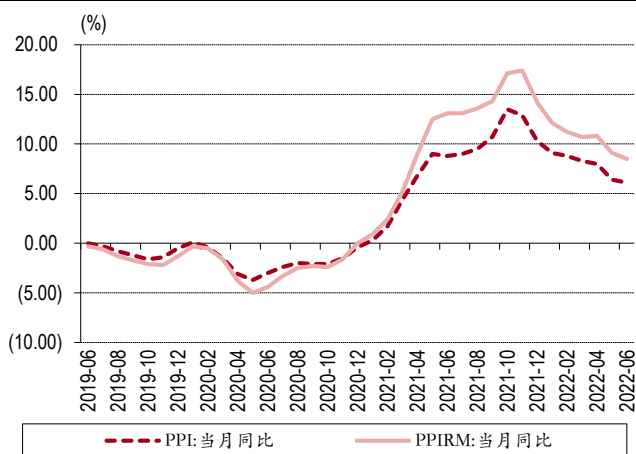
PPI

PPI 同比增速持续小幅超预期。6 月 PPI 环比持平，其中生产资料环比下降 0.1%，生活资料环比上升 0.3%。6 月 PPI 同比增长 6.1%，较 5 月下降 0.3 个百分点，其中生产资料同比增长 7.5%，较 5 月下降 0.6 个百分点，生活资料同比增长 1.7%，较 5 月上升 0.5 个百分点。PIRM 同比增长 8.5%，较 5 月下降 0.6 个百分点，从构成来看，6 月同比增速较高的产品分别是燃料动力 (29.4%)、化工原料 (11.2%)、纺织原料类 (7.8%)、有色金属 (7.6%)，同比增速下降的是黑色金属 (-3.2%)，同比增速较 5 月上升的是农副产品、化工原料和木材纸浆类，较 5 月下降较多的则是黑色金属、燃料动力、建筑材料和有色金属类。据测算，在 6 月份 6.1% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.8 个百分点，新涨价影响约为 2.3 个百分点。

生活资料价格环比持续上行。6 月生产资料价格中，采掘业环比上升 1.9%，原材料业环比上升 0.3%，加工业环比下降 0.4%。6 月份，复工复产持续推进，重点产业链供应链逐步畅通稳定，保供稳价政策效果继续显现。国际原油价格变动带动国内相关行业价格环比上涨，“迎峰度夏”备煤需求增加，煤炭价格环比上涨，受投资增速放缓等因素影响，钢材、水泥等行业需求相对较弱。调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 37 个，与上月相同。主要行业中，价格同比涨幅扩大的有：石油和天然气开采业，农副食品加工业，石油煤炭及其他燃料加工业；价格涨幅回落的有：煤炭开采和洗选业有色金属冶炼和压延加工业，燃气生产和供应业；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降。

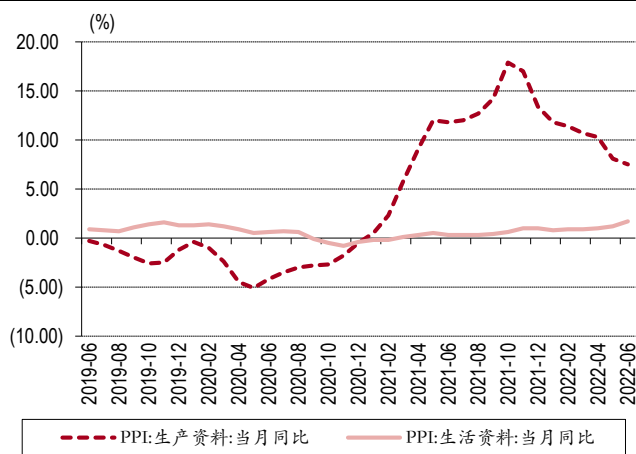
关注 PPI 生活资料价格环比上升与向 CPI 价格传导。6 月 PPI 数据的关注点有两个：一是生产资料价格环比小幅下降，同时 CPI 与 PPI 剪刀差继续收敛，叠加 7 月至今国际大宗商品价格下跌，后续工业企业盈利有望持续向好，二是生活资料中食品类价格环比上涨 0.5%，连续四个月超过历史同期平均水平，衣着类价格环比上涨 0.7%，连续两个月走强，需要关注 PPI 向 CPI 非耐用消费品的价格传导。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



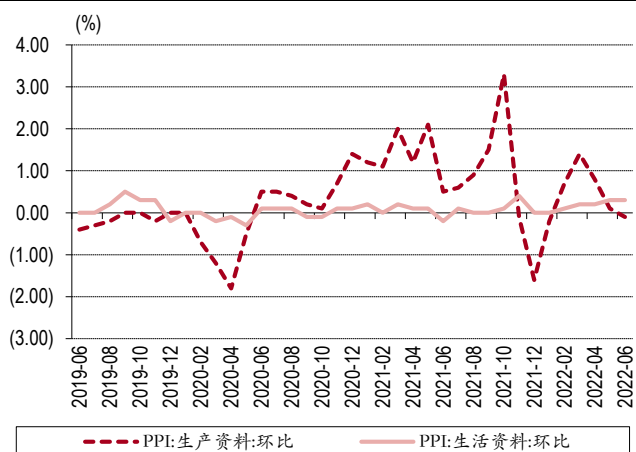
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



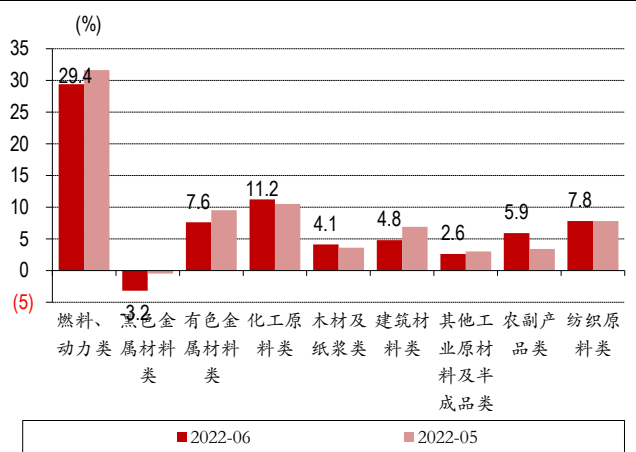
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



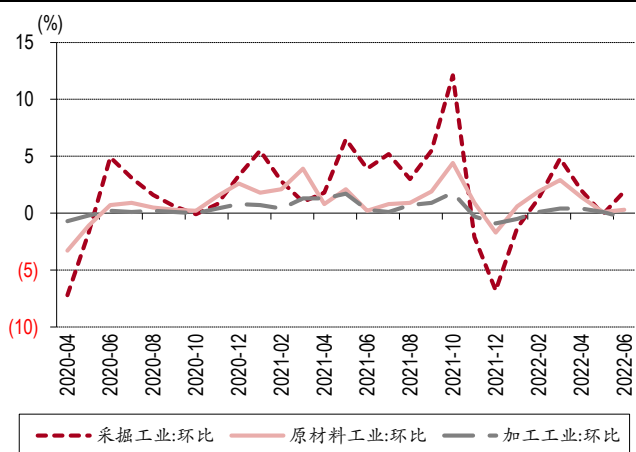
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



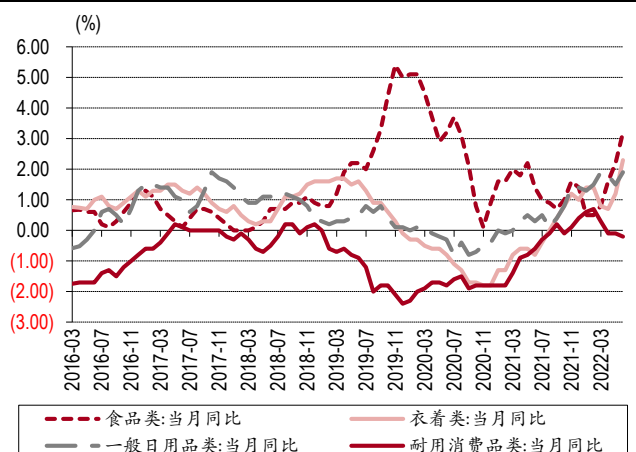
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 生产端持续复苏带动采掘产品价格环比上涨



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 部分生活资料价格同比增速有上行趋势



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀上行过快; 流动性回流美债; 全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371