

研究所

分析师：黄付生
SAC 登记编号：S1340522060002
Email: huangfusheng@cnpsec.com

研究助理：崔超
SAC 登记编号：S1340121120032
Email: cuichao@cnpsec.com

6月CPI和PPI数据点评

猪肉进入新上涨周期，下半年物价压力较大

● 核心观点

- 我们认为，短期内生猪价格快速上涨，并有望在下半年持续震荡上行，带动猪肉价格上涨；大宗商品价格高位震荡，生产资料、基础消费品存在上涨风险。PPI下行有利于中下游制造企业成本减少，利润回升，但当前PPI绝对值仍较高。
- 预计下半年物价将继续上行，CPI高点可能会突破4%，春节后有望回落，明年上半年在3.5%附近高位震荡。此外，下半年物价上涨压力，将对货币政策产生制约，货币政策全年将呈现“前松后紧”趋势。

● CPI下半年高点有望突破4%，猪肉进入新上涨周期

6月CPI保持温和上涨，下半年有望突破4%。6月CPI同比上涨2.5%，较5月份提高0.4个百分点；环比持平，较5月提供0.2个百分点。本月CPI同比涨幅增加值均由翘尾因素贡献，翘尾因素为1.2%，较5月提升0.4个百分点；新涨价因素为1.3%，与5月持平。受大宗商品价格高位运行、猪肉价格上行影响，预计下半年CPI有望震荡上行达到4%。

能源价格有望高位运行，持续推动CPI上行。本月同比涨幅最大的子项为交通通信，同比上涨8.5%，主要受交通工具用燃料价格大幅上涨所致。6月以来能源价格冲高后大幅回调，能源价格对CPI继续上行的推动作用减弱。预计下半年能源价格将在高位震荡，同比涨幅较大，仍是CPI同比上涨的重要推手。

需求回升供给收缩，猪肉价格进入新上涨周期。需求端，国内疫情趋于平稳，对猪肉需求稳步回升；供给端，生猪、能繁母猪处于低位，供给趋紧，养殖户压栏惜售加剧了当前状况。7月初发改委已着手研究通过投放中央储备猪肉、加强期现货市场联动监督等手段抑制猪肉价格过快上涨。我们认为，猪肉已进入新上涨周期，并有望在明年1月达到阶段性高点，春节后存在向下调整的可能。

- **PPI 持续下行，中下游制造业利润回升**

保供稳价成效显著。6 月份 PPI 同比上涨 6.1%，较上月回落 0.3 个百分点，连续 8 个月同比涨幅下降；环比持平，较上月回落 0.1 个百分点，连续 3 个月环比涨幅下降。与生产资料出厂价格涨幅持续回落相对的是，生活资料涨幅呈稳步扩大趋势。今年 1 月份以来，生活资料同比及环比涨幅连续 5 个月未现回落。预计下半年，中下游制造业受益于成本减少及产成品价格上行影响，利润将逐步回升。

原料价格企稳，能源价格高位运行。受美联储为控制通胀强力加息预期影响，6 月能源价格冲高回落，呈现大幅回调，但高位的能源价格对 PPI 影响仍然较大，下半年 PPI 下行趋势有望缓和。

- **PPI-CPI 剪刀差连续 8 个月收窄，通胀压力仍然较大**

6 月 PPI 和 CPI 剪刀差收窄至 3.6 个百分点，连续第 8 个月下降。“剪刀差”的下降有助于缓解工业企业由大宗商品涨价带来的成本压力，但对消费的抑制作用逐步增强，持续推高 CPI。

- **风险提示**

政策施行效果不及预期、疫情恶化、大宗商品价格剧烈波动。

目录

1 CPI 下半年高点有望突破 4%，猪肉进入新上涨周期.....	5
2 PPI 持续下行，中下游制造业回暖.....	8
3 PPI-CPI 剪刀差连续 8 个月收窄.....	9

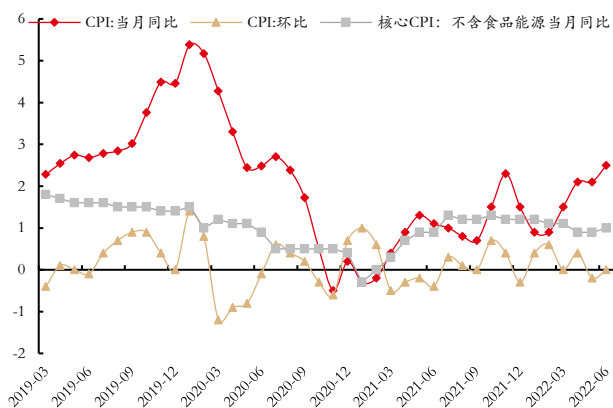
图表索引

图表 1 CPI 同比与环比、核心 CPI (%)	5
图表 2 CPI: 翘尾及新涨价因素 (%)	5
图表 3 CPI: 食品与非食品当月同比 (%)	5
图表 4 CPI: 食品与非食品环比 (%)	5
图表 5 CPI 分类别同比涨跌幅 (%)	6
图表 6 CPI 分类别环比涨跌幅 (%)	6
图表 7 CPI: 交通工具用燃料当月同比与环比 (%)	6
图表 8 WTI 原油与天然气期货价格走势	6
图表 9 CPI: 鲜菜价格当月同比与环比 (%)	7
图表 10 CPI: 猪肉价格当月同比与环比 (%)	7
图表 11 生猪及能繁母猪存栏量 (万头)	7
图表 12 22 省市猪肉平均价格 (元/千克)	7
图表 13 22 省市猪粮比价	8
图表 14 22 省市豆粕、玉米价格 (元/千克)	8
图表 15 PPI 当月同比与环比 (%)	9
图表 16 PPI: 生产资料当月同比与环比 (%)	9
图表 17 PPI: 生活资料当月同比与环比 (%)	9
图表 18 主要生产资料市场价格环比 (%)	9
图表 19 PPI-CPI 剪刀差 (%)	10

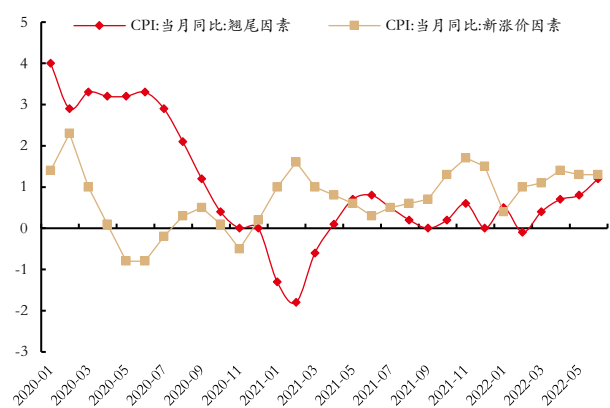
1 CPI 下半年高点有望突破 4%，猪肉进入新上涨周期

6 月 CPI 保持温和上涨，下半年有望突破 4%。6 月 CPI 同比上涨 2.5%，较 5 月份上涨 0.4 个百分点，其中食品价格上涨 2.9%，非食品价格上涨 2.5%。CPI 环比持平，其中食品价格下降 1.6%，非食品价格上涨 0.4%。本月 CPI 同比涨幅增加值均由翘尾因素贡献，翘尾因素为 1.2%，较 5 月提升 0.4 个百分点；新涨价因素为 1.3%，与 5 月持平。受大宗商品价格高位运行、猪肉价格上行影响，预计下半年 CPI 有望震荡上行达到 4%。

图表 1 CPI 同比与环比、核心 CPI (%)



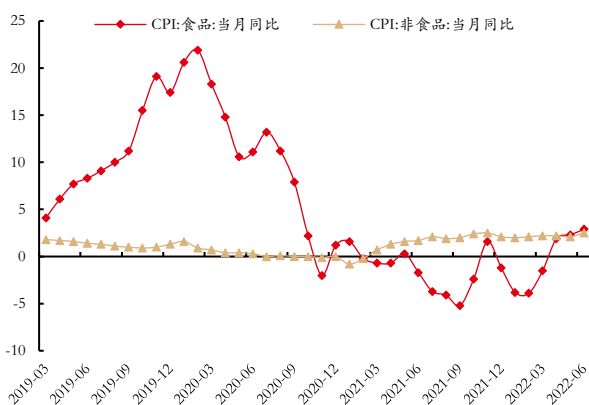
图表 2 CPI：翘尾及新涨价因素 (%)



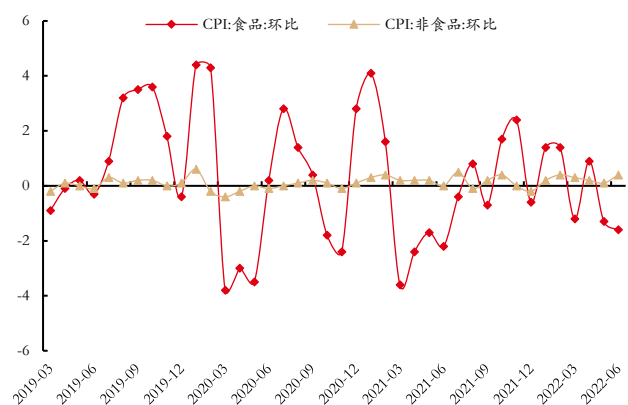
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 3 CPI：食品与非食品当月同比 (%)

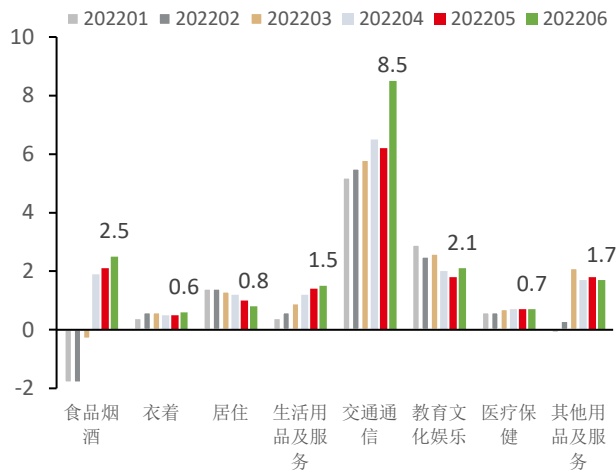


图表 4 CPI：食品与非食品环比 (%)

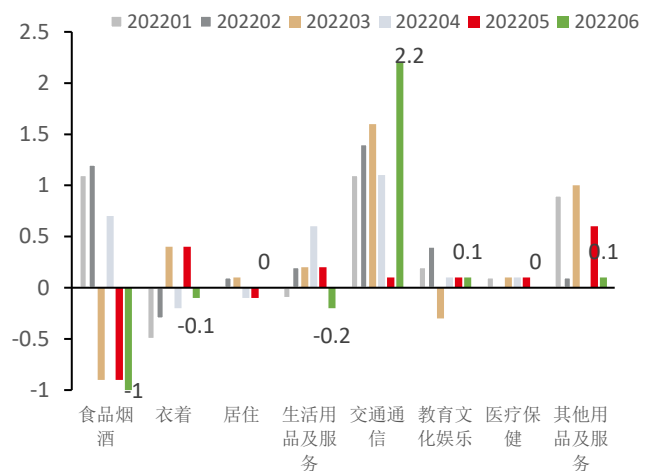


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

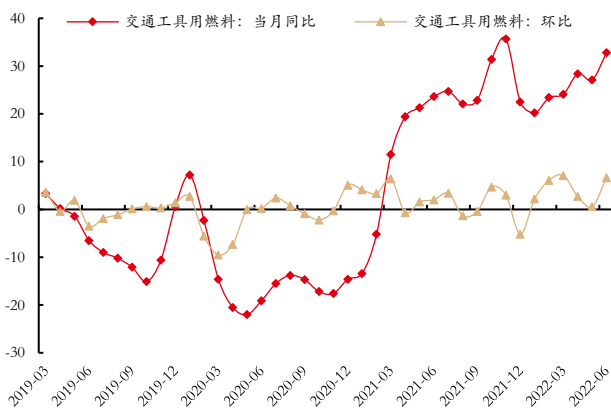
图表 5 CPI 分类别同比涨跌幅 (%)


数据来源: iFinD, 中邮证券研究所整理

图表 6 CPI 分类别环比涨跌幅 (%)


数据来源: iFinD, 中邮证券研究所整理

能源价格有望高位运行, 持续推动 CPI 上行。本月同比涨幅最大的子项为交通通信, 同比上涨 8.5%, 主要受交通工具用燃料价格大幅上涨所致。6 月伦交所 WTI 原油和纽交所天然气主力合约结算价, 分别达到此次能源价格上行周期高点 109.93 美元/桶和 9.344 美元/mBTU。受此影响, 6 月交通工具用燃料价格大幅上涨, 并成为推动 6 月 CPI 上行的重要因素, 但能源价格继续上行概率不大。截至 7 月 8 日, WTI 原油和天然气主力合约结算价已分别较 6 月高点下降 17.31% 和 32.98%。预计下半年能源价格将在高位震荡, 同比涨幅较大, 仍是 CPI 同比上涨的重要推手。

图表 7 CPI: 交通工具用燃料当月同比与环比 (%)


数据来源: iFinD, 中邮证券研究所整理

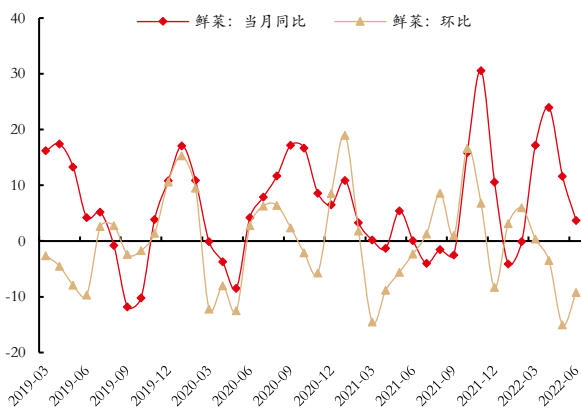
图表 8 WTI 原油与天然气期货价格走势


数据来源: iFinD, 中邮证券研究所整理

需求回升供给收缩，猪肉价格迈入上行周期。需求端，国内疫情趋于平稳，对猪肉需求稳步回升。供给端，受去年猪肉价格持续低迷影响，21年2季度以来能繁母猪存栏量持续下降，生猪存栏量亦在22年1季度出现较大幅度下滑，供给趋紧。而6月以来，猪肉价格上行叠加豆粕等饲料价格下降，猪粮比价回升，生猪养殖利润空间提升，养殖户压栏惜售加剧了近期供给端偏紧的状况。7月初国家发改委召开会议，要求大型养殖企业带头保持正常出栏节奏、顺势出栏适重育肥生猪，不盲目压栏，提醒企业不得囤积居奇、哄抬价格，不得串通涨价；发改委已着手研究通过投放中央储备猪肉、加强期现货市场联动监督等手段抑制猪肉价格过快上涨。我们认为，猪肉已进入新上涨周期，并有望在明年1月达到阶段性高点，春节后存在向下调整的可能。

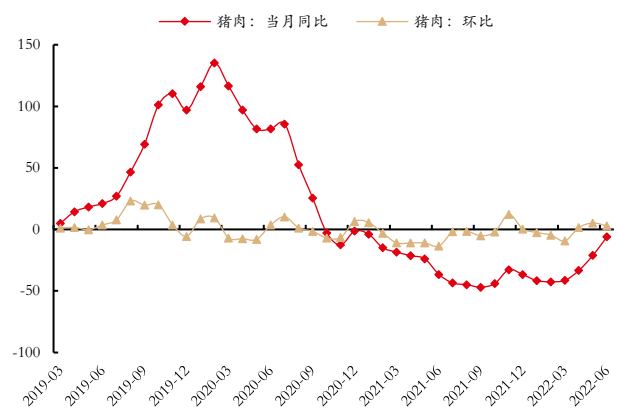
我们认为，下半年物价将继续上行，CPI高点可能会突破4%，春节后存在环比回落的可能，明年上半年将在3.5%附近高位震荡。此外，下半年物价上涨压力，将对货币政策产生制约，货币政策全年将呈现“前松后紧”趋势。

图表 9 CPI：鲜菜价格当月同比与环比 (%)



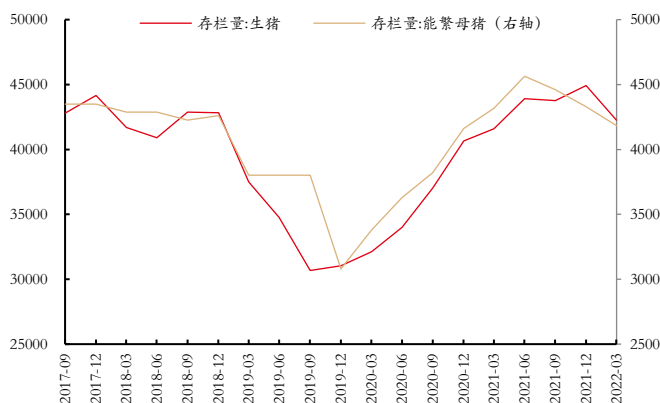
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 10 CPI：猪肉价格当月同比与环比 (%)



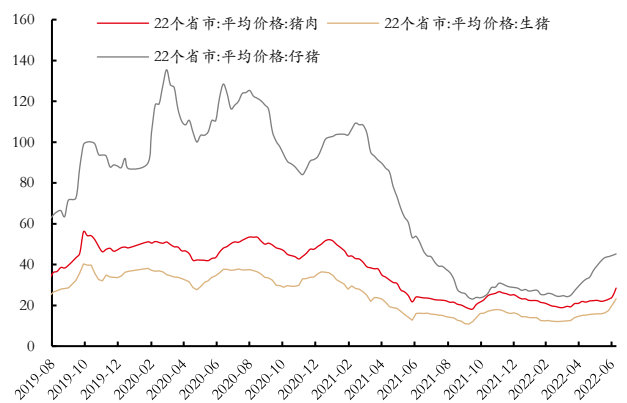
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 11 生猪及能繁母猪存栏量 (万头)



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 12 22 省市猪肉平均价格 (元/千克)



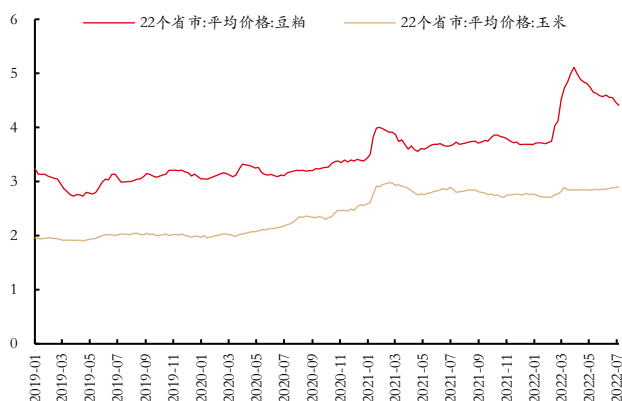
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 13 22 省市猪粮比价



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 14 22 省市豆粕、玉米价格（元/千克）



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

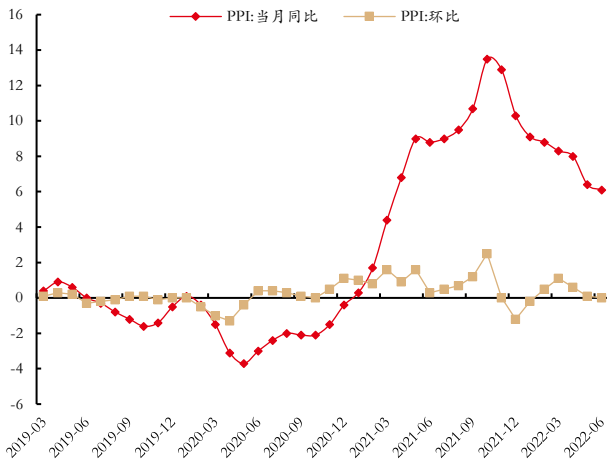
2 PPI 持续下行，中下游制造业回暖

保供稳价成效显著。6 月份 PPI 同比上涨 6.1%，较上月回落 0.3 个百分点，连续 8 个月同比涨幅下降；环比持平，较上月回落 0.1 个百分点，连续 3 个月环比涨幅下降。生产资料价格环比-0.1%，涨幅回落 0.2 个百分点；同比上涨 7.5%，涨幅回落 0.6 个百分点。生活资料价格环比上涨 0.3%，涨幅与上月持平；同比上涨 1.7%，涨幅扩大 0.5 个百分点。从趋势上看，保供稳价取得成效，但 PPI 绝对值仍然较高。

生活资料价格上行，中下游制造业利润回升。与生产资料出厂价格涨幅持续回落相对的是，生活资料涨幅呈稳步扩大趋势。今年 1 月份以来，生活资料同比及环比涨幅连续 5 个月未现回落，能源、原材料涨价持续向下游传导，并对 CPI 形成上升推力。预计下半年，中下游制造业受益于成本下行及产成品价格上行，利润逐步回升。

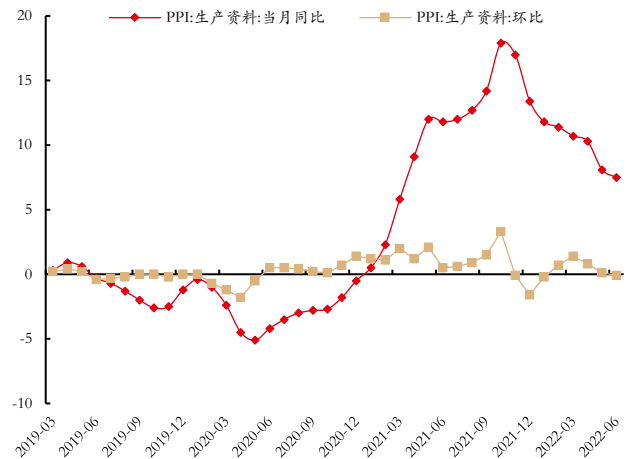
原料价格企稳，能源价格高位运行。受美联储为控制通胀强力加息预期影响，6 月能源价格冲高回落，回调幅度较大，但仍高位运行，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业同比分别上涨 54.4%和 34.7%，环比分别上涨 7.0%和 3.6%，涨幅较大。煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业、化学原料和化学制品制造业、有色金属矿采选业，环比涨幅分别为 0.8%、-0.3%、0.4%、-0.8%，上涨势头得到控制，但产品价格也在高位运行，对下游产品价格的推动作用将持续。预计下半年 PPI 下行趋势有望减缓，并存在上行风险。

图表 15 PPI 当月同比与环比 (%)



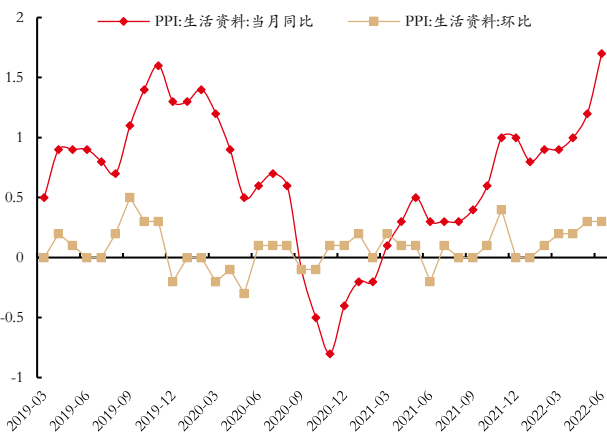
数据来源: iFinD, 中邮证券研究所整理

图表 16 PPI: 生产资料当月同比与环比 (%)



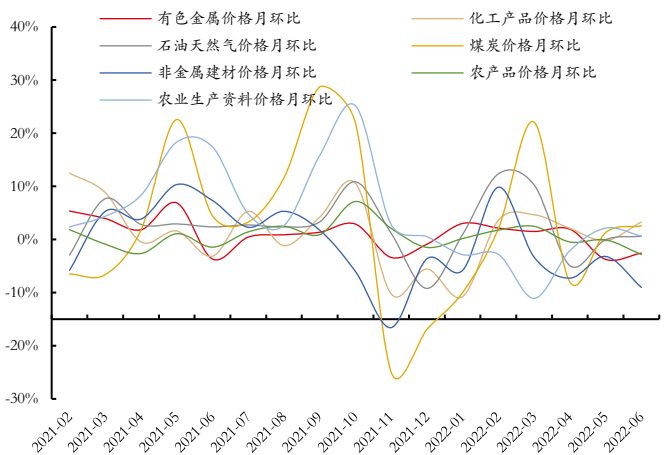
数据来源: iFinD, 中邮证券研究所整理

图表 17 PPI: 生活资料当月同比与环比 (%)



数据来源: iFinD, 中邮证券研究所整理

图表 18 主要生产资料市场价格环比 (%)



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

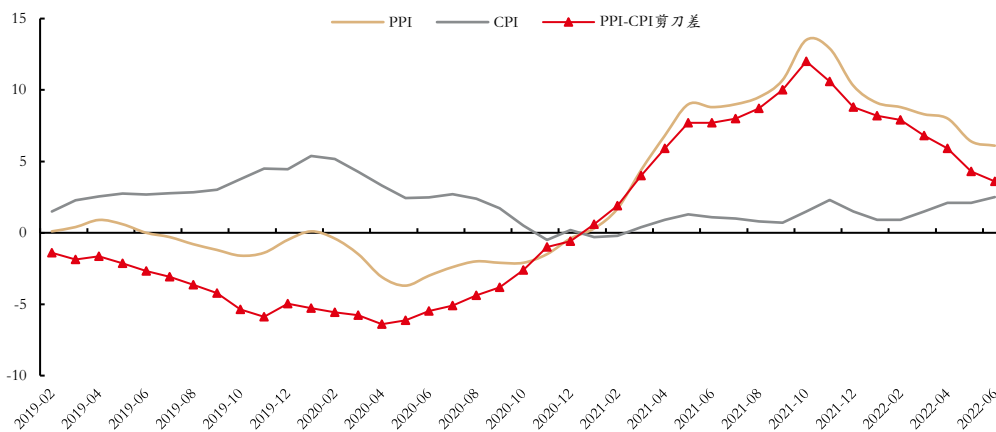
3 PPI-CPI 剪刀差连续 8 个月收窄

6 月 PPI 和 CPI 剪刀差收窄至 3.6 个百分点, 连续第 8 个月下降。“剪刀差”的下降是原料涨价向下游传导的过程, 有助于缓解工业企业由大宗商品涨价带来的成本压力, 是市场的良性调整, 但对消费的抑制作用逐步增强, 对 CPI 起到推高作用。随着稳增长政策持续发力, 涨价因素对中小企业经营的抑制作用将在一定程度上得到削弱。

我们预计, 随着猪肉逐步走出下跌周期, 猪肉对 CPI 指数上涨的推动作用将增强。美联储强力的加息预期对国际大宗商品价格形成压力, 但短期内石油供给不足的情况仍难以改变, 能

源价格有望在高位持续震荡。原油、有色金属等大宗商品价格高位震荡，并持续向下游传导，“猪油同涨”的形势正逐步形成，下半年物价面临较大压力。

图表 19 PPI-CPI 剪刀差 (%)



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。