



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

CPI 回升加快，通胀回落趋势不变

——2022年6月物价数据点评

日期：2022年07月12日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《制造业积极改善，经济迎来修复》

——2022年07月01日

《疫情渐消，经济修复》

——2022年06月15日

《价格形势持续改善》

——2022年06月12日

■ 主要观点

CPI 回升加快，PPI 延续回落

6月CPI环比上涨突破往年季节性下跌的表现。主要涨价因素主要还是集中在非食品项，能源消费品价格持续上涨，以及疫情趋稳后部分服务价格有所回升。食品中猪肉价格有所反弹。另外本期CPI的同比回升也受到了去年基数走低的影响。PPI方面，生产资料价格整体继续下降，主要工业品价格有涨有跌，石油涨幅扩大，煤炭开采、黑色、有色等行业则有所下跌。在基数效应的影响下，PPI延续了下降的趋势。

市场步入回暖进程

中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，政策预期平稳，在疫情延续、地缘政治事件和楼市违约风险等综合扰动的影响已过去，资本市场已重新步入回暖进程，市场将逐渐走出“抑”的阶段，“扬”的阶段正缓缓到来。

物价稳中偏降趋势不变

当前国内疫情防控形势趋稳，供需情况将逐步回归常态，对于物价的扰动也将逐步消退。我们一直认为，物价“稳中偏降”是主要趋势，CPI当前上涨的主要助推仍然是能源消费品，猪肉仅仅是低位反弹，而核心CPI保持稳定，因此CPI长期趋势仍将保持低位，甚至下行。在经济景气低迷时期，大宗商品上涨引起的高PPI不具有持续性和传导性，最终只会表现为货币充裕下商品市场波动性的上升，而当前PPI的下行趋势也更加确立。中国物价构成和海外不同，2022年中国通胀回落趋势不变，对政策的制约也将有限。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

1 事件：6月CPI、PPI数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 能源服务价格上涨，猪肉反弹	3
2.2 基数抬升，PPI延续回落	5
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 CPI回升加快，PPI延续回落	7
3.2 市场步入回暖进程	7
4 事件预测：趋势判断	7
4.1 物价稳中偏降趋势不变	7
5 风险提示：	8

图

图 1：CPI 同比、环比 (%)	4
图 2：食物价格分项同比 (%)	4
图 3：非食物分项同比 (%)	5
图 4：PPI 同比、环比 (%)	6
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)	6
图 6：PPI 细项 (%)	7

表

表 1：6月CPI、PPI同比数据 (%)	3
-----------------------------	---

1 事件：6月CPI、PPI数据公布

国家统计局数据显示，2022年6月份，全国居民消费价格同比上涨2.5%。其中，城市上涨2.5%，农村上涨2.6%；食品价格上涨2.9%，非食品价格上涨2.5%；消费品价格上涨3.5%，服务价格上涨1.0%。1—6月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨1.7%。6月份，全国居民消费价格环比持平。其中，城市持平，农村持平；食品价格下降1.6%，非食品价格上涨0.4%；消费品价格下降0.1%，服务价格上涨0.2%。

2022年6月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨6.1%，环比持平；工业生产者购进价格同比上涨8.5%，环比上涨0.2%。上半年，工业生产者出厂价格比去年同期上涨7.7%，工业生产者购进价格上涨10.4%。

表 1：6月CPI、PPI同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	2.5	2.1	1.1
PPI 同比	6.1	6.4	8.8

资料来源：wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

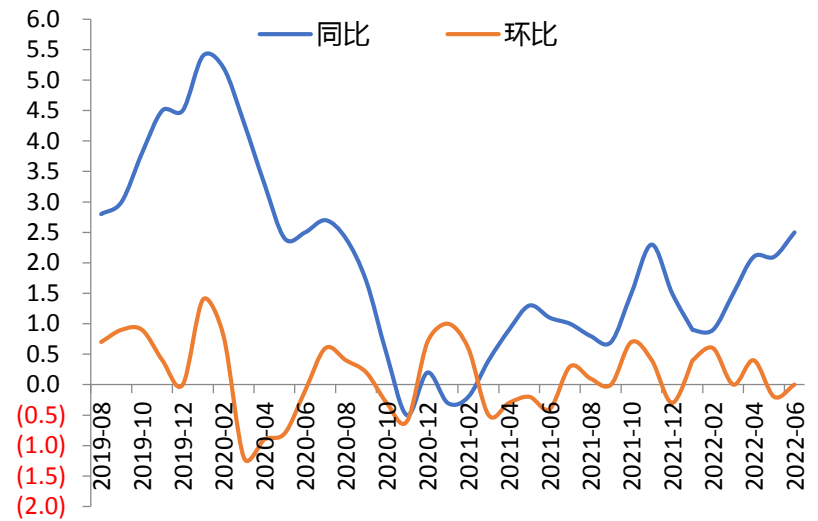
2.1 能源服务价格上涨，猪肉反弹

6月CPI环比由上月下降0.2%转为持平。其中食品价格下降1.6%，降幅扩大0.3个百分点，影响CPI下降约0.30个百分点。食品中，由于疫情扰动的消退，供给的增加，鲜菜、鸡蛋、鲜果和水产品等价格均有所下跌，但猪肉仍然保持环比上涨，但涨幅回落2.3个百分点。非食品价格涨幅仍在扩大，能源消费品价格仍在上涨，并且由于服务消费的恢复，机票、酒店等价格回升。

CPI上涨2.5%，涨幅比上月扩大0.4个百分点。其中食品价格上涨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。主要食品涨幅均有所下降，但猪肉价格跌幅大幅收窄。猪肉价格同比下跌6%，跌幅收窄15.1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，汽油、柴油、飞机票等涨幅均有扩大。

扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.0%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，需求仍较平稳。

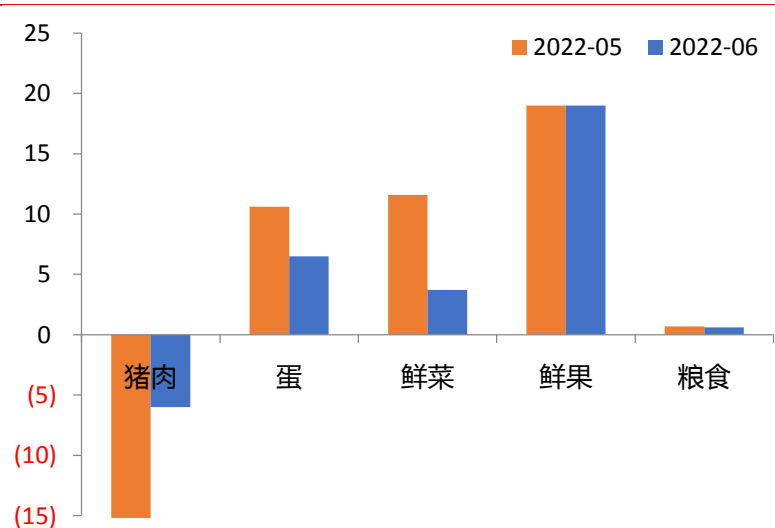
图 1: CPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

同比涨幅从各类商品及服务分类来看,猪肉同比降幅大幅收窄,鸡蛋、鲜菜、粮食涨幅均有回落。食品中,鲜果价格上涨 19.0%,影响 CPI 上涨约 0.34 个百分点;蛋类价格上涨 6.5%,影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点;鲜菜价格上涨 3.7%,影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点;粮食价格上涨 3.2%,影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点;畜肉类价格下降 4.7%,影响 CPI 下降约 0.16 个百分点,其中猪肉价格下降 6.0%,影响 CPI 下降约 0.08 个百分点;水产品价格下降 3.3%,影响 CPI 下降约 0.07 个百分点。

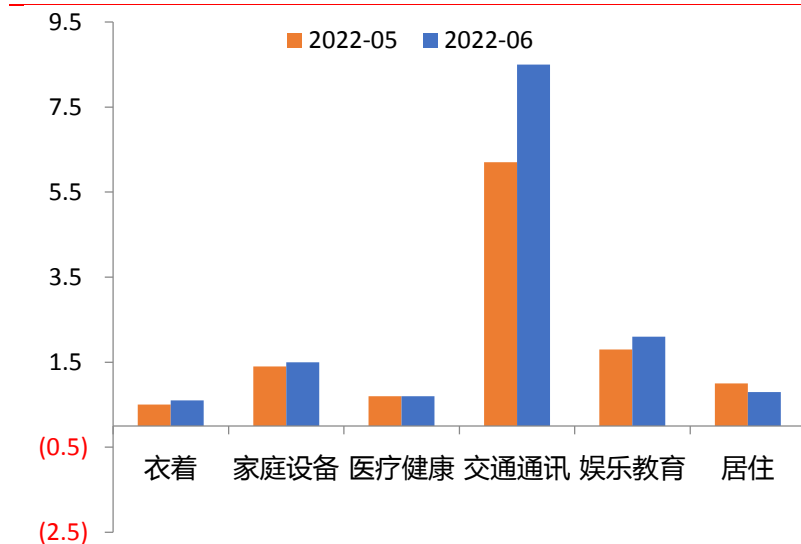
图 2: 食物价格分项同比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

非食品中，除居住外，其余分项涨幅均有所回升，其中交通通讯、娱乐教育回升相对显著，交通通讯中燃料类价格上涨32.8%，上涨加快。

图 3：非食物分项同比 (%)



资料来源：wind, 上海证券研究所

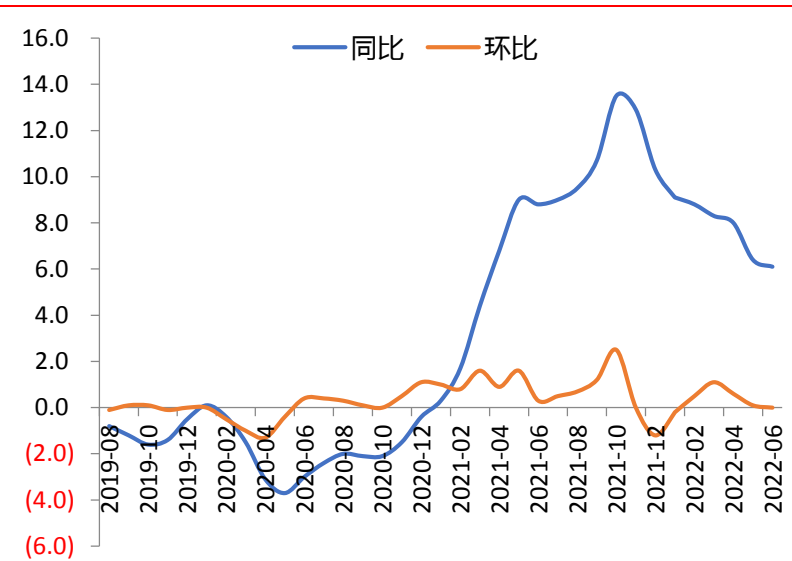
2.2 基数抬升，PPI 延续回落

PPI 由上月上涨 0.1% 转为持平。其中生产资料由升转降，生活资料涨幅维持不变。6 月，国际原油高位震荡，而国内石化相关行业价格仍在上涨。而夏季到来，将进入用电高峰期，对于煤炭需求增加，煤炭开采行业价格有所上涨。另外黑色金属冶炼、有色金属冶炼价格均有所下降。

同比方面，PPI 上涨 6.1%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。PPI 延续回落趋势，除了基数抬升的因素外，工业品价格整体涨势收敛也有所影响，保供稳价政策显效。其中生产资料涨幅继续回落，生活资料涨幅扩大。涨幅扩大的行业有：石油以及农副食品加工行业；涨幅回落的行业有燃气、黑色、有色以及煤炭开采。其中黑色金属冶炼价格上个月转负以来，本月降幅进一步扩大。

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。翘尾影响下降，新涨价影响不变，基数抬升影响了 PPI 主要变动。

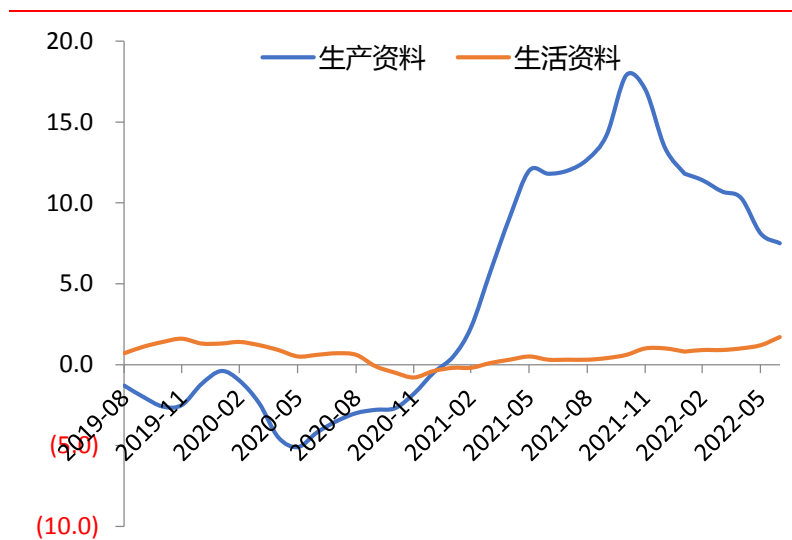
图 4: PPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速, 生产资料价格上涨 7.5%, 回落 0.6 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 5.74 个百分点。生活资料价格上涨 1.7%, 涨幅扩大 0.5 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.39 个百分点。

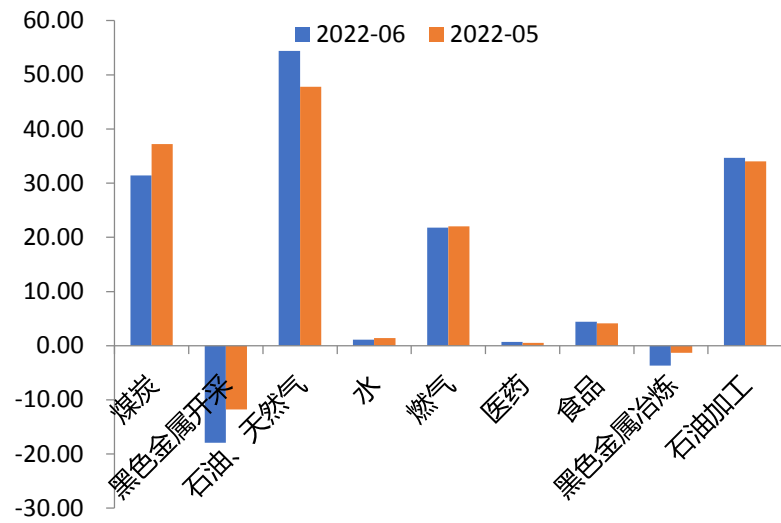
图 5: 生产资料和生活资料价格同比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看, 煤炭开采和洗选业价格同比上涨 31.4%, 涨幅下降 5.8 个百分点; 黑色金属矿采选业下降 17.9%, 降幅扩大 6.1 个百分点; 石油和天然气开采业上涨 54.4%, 涨幅扩大 6.6 个百分点; 石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 34.7%, 涨幅扩大 0.7 个百分点; 黑色金属冶炼和压延加工业下降 3.7%, 降幅扩大 2.4 个百分点。

图 6: PPI 细项 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 CPI 回升加快，PPI 延续回落

6 月价格表现略超市场预期 (CPI 为 2.5%，wind 预测中值为 2.4%；PPI 为 6.1%，wind 预测中值为 6.0%)。CPI 环比上涨突破往年季节性下跌的表现。主要涨价因素主要还是集中在非食品项，能源消费品价格持续上涨，以及疫情趋稳后部分服务价格有所回升。食品中猪肉价格有所反弹。另外由于新涨价的影响不变，但翘尾因素影响扩大，也说明了本期 CPI 的同比回升也受到了去年基数走低的影响。PPI 方面，生产资料价格整体继续下降，主要工业品价格有涨有跌，石油涨幅扩大，煤炭开采、黑色、有色等行业则有所下跌。在基数效应的影响下，PPI 延续了下降的趋势。

3.2 市场步入回暖进程

中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，政策预期平稳，在疫情延续、地缘政治事件和楼市违约风险等综合扰动的影响已过去，资本市场已重新步入回暖进程，市场将逐渐走出“抑”的阶段，“扬”的阶段正缓缓到来。

4 事件预测：趋势判断

4.1 物价稳中偏降趋势不变

当前国内疫情防控形势趋稳，供需情况将逐步回归常态，对于物价的扰动也将逐步消退。我们一直认为，物价“稳中偏降”

请务必阅读尾页重要声明

是主要趋势，CPI 当前上涨的主要助推仍然是能源消费品，猪肉仅仅是低位反弹，而核心 CPI 保持稳定，因此 CPI 长期趋势仍将保持低位，甚至下行。在经济景气低迷时期，大宗商品上涨引起的高 PPI 不具有持续性和传导性，最终只会表现为货币充裕下商品市场波动性的上升，而当前 PPI 的下行趋势也更加确立。中国物价构成和海外不同，2022 年中国通胀回落趋势不变，对政策的制约也将有限。

5 风险提示：

通胀继续上行：疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突扩大化以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

疫情反复变化再度超出预期：防控措施的延长，复工复产不及预期，对于企业经营生产、全球供应链、经济增长的影响进一步加大。

政策超预期改变：大宗商品高位，疫情反复，经济的不确定性增加，政策或出现超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。