

6月“猪油共振”下行带动CPI同比降至0%，PPI通缩进入谷底

——2023年6月物价数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2023年6月，CPI同比上涨0%，涨幅较上月回落0.2个百分点；PPI同比下降5.4%，降幅较上月扩大0.8个百分点。

基本观点：6月CPI同比小幅回落至0%，主要原因是当月猪肉和成品油价格下跌，抵消了菜价上涨带来的影响，带动整体CPI涨幅回落，而其他商品和服务价格整体走势稳中偏弱。6月CPI涨幅降至0%，背后是在市场供给充分的同时，消费修复力度整体较为温和。这意味着当前政策面具备加大促消费力度的条件，迫切性也较强。

6月PPI同比跌幅进一步走扩。这一方面源于海外经济下行压力加大前景下，原油等国际定价大宗商品价格承压运行，加之基数走高，同比跌幅明显扩大，具有一定的输入型通缩特征；另一方面，国内煤炭价格持续下探，钢材价格反弹幅度尚有限且同比仍下跌，国内主导的大宗商品价格同比跌幅整体上亦有所扩大。背后是国内工业品消费需求较为疲弱，房地产投资下滑影响较大。

展望未来，三季度CPI同比有可能短暂进入负增长区间，但通缩风险可控。下半年促消费政策加码前景下，核心CPI有望稳中有升，四季度整体CPI同比也将恢复正增长。PPI方面，综合下半年经济修复态势、上半基数变化，我们估计6月很可能就是本轮工业品价格通缩的底部，7月起PPI同比跌幅将持续收敛（预计7月同比在-4.4%左右，跌幅较6月收敛约1.0个百分点），四季度有望转正。

具体来看：

一、6月CPI同比小幅回落至持平，主要原因是当月猪肉和成品油价格下跌，抵消了菜价上涨带来的影响，带动整体CPI涨幅回落，而其他商品和服务价格整体走势稳中偏弱。6月CPI涨幅降至0%，背后是在市场供给充分的同时，消费修复力度整体较为温和。这意味着当前政策面具备加大促消费力度的条件，迫切性也较强。

6月CPI同比持平，涨幅较上月低位回落0.2个百分点，继续处于明显的低通胀状态，已处于通缩边缘。6月CPI同比涨幅回落，主要原因有两个：首先，近期南方猪病多发，促使出栏加快，这抵消了生猪产能调整的影响，加剧了供大于求的局面，推动6月猪肉价格低位下行，同比降幅较上月扩大4个百分点至-7.2%。与此同时，近期国际油价稳中有降，6月国内成品油价格下调（6月14日和29日成品油价格分

别下调、上调各 1 次，后者对当月价格影响较小），叠加上年同期俄乌冲突爆发后价格基数走高，当月汽油、柴油价格同比降幅进一步扩大，带动 6 月交通工具燃料价格同比下降 17.6%，降幅较上月扩大 6.5 个百分点。由此，6 月“猪油共振”下行，抵消了当月天气因素影响蔬菜价格较快上涨、菜价同比涨幅由负转正，以及“汽车价格战”缓和带来的影响，带动整体 CPI 同比走低。

其次，受当前市场供应充分、消费需求温和，以及上年同期价格基数走高等影响，扣除波动较大的食品和能源价格，更能反映根本物价水平的核心 CPI 环比下降 0.1%，同比涨幅也回落 0.2 个百分点至 0.4%，创逾 2 年以来新低。这意味着当前具备加大促消费力度的条件，迫切性也较强。

整体上看，6 月 CPI 同比进一步降至通缩边缘，物价低迷走势明显，背后主要有三个原因：首先，此前疫情期间宏观政策始终坚持不搞大水漫灌，货币因素不支持物价高涨。这是当前国内外通胀走势形成鲜明对比的一个根本原因。其次，疫情期间我国产能未受到明显冲击，现阶段各类商品和服务供给充分。最后，疫情三年，居民收入受到较大影响，当前居民消费心理偏于谨慎，储蓄意愿处于历史最高水平附近。

物价是供需平衡的结果，在供给端较为稳定的背景下，CPI、特别是核心 CPI 接近通缩边缘，表明当前消费反弹力度较为疲弱。最新数据显示，1-5 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.3%，其中 5 月当月同比增速高达 12.7%，与去年四季度疫情冲击下的同比下降 2.7% 相比明显提速。但这主要源于上年同期疫情高峰带来的低基数影响。扣除低基数效应，1-5 月社会消费品零售总额的 4 年平均增速为 3.8%，其中 5 月社会消费品零售总额的 4 年平均增速为 3.5%，都不及疫情前 8.0%-9.0% 的常态增长水平的一半。我们判断，受上年基数抬高影响，6 月社会消费品零售总额同比增速将降至 4.0% 左右，实际增长水平将继续处于偏低状态。

展望未来，三季度 CPI 同比有可能短暂进入负增长区间，但通缩风险可控。在各类商品价格运行基本稳定的前景下，主要受上年猪肉价格基数大幅抬高影响，三季度猪肉价格同比跌幅有可能显著扩大，对整体 CPI 走势影响明显，其中，7 月 CPI 同比有可能进入负值区间，估计在 -0.3% 左右。但这并不意味着下半年 CPI 面临较大的通缩风险，我们预计，三季度促消费政策将进一步发力，居民消费修复势头趋于加快，核心 CPI 同比会稳中有升；进入四季度，伴随高基数效应退去，整体 CPI 同比也将稳定恢复正增长，年底 CPI 同比仍有望达到 2.0% 左右的常态水平。历史数据也显示，在经济回升向上阶段出现持续通缩的风险不大。

二、6 月 PPI 同比跌幅进一步走扩。这一方面源于海外经济下行压力加大前景下，原油等国际定价大宗商品价格承压运行，加之基数走高，同比跌幅明显扩大，具有一定的输入型通缩特征；另一方面，国内煤炭价格持续下探，钢材价格反弹幅度尚有限且同比仍下跌，国内主导的大宗商品价格同比跌幅整体上亦

有所扩大。背后是国内工业品消费需求较为疲弱，房地产投资下滑影响较大。

6月PPI环比下跌0.8%，跌幅较上月收敛0.1个百分点，同比降幅从上月的-4.6%进一步扩大至-5.4%，创下2016年以来最低。这一方面源于全球经济下行压力加大前景下，6月国际原油价格稳中有降，叠加上年同期俄乌冲突爆发后国际原油价格持续走高，当月油价同比降幅较5月扩大。数据显示，6月布伦特原油现货价月均值环比下跌1.1%，同比跌幅较上月扩大6.3个百分点至-39.6%。另一方面，伴随国内煤炭产能持续释放，特别是近期煤炭进口量大幅增长，6月煤炭价格继续下探，同比跌幅显著扩大，这抵消了因6月宏观政策利好提振市场信心以及需求温和回升带来的钢材价格底部企稳反弹、同比跌幅收窄等的影响，带动国内主导的大宗商品价格同比跌幅整体上亦有所扩大。

分大类看，6月份，在中上游生产资料PPI环比续跌，同比跌幅扩大至-6.8%（前值-5.9%）的同时，下游生活资料PPI环比下跌0.2%，已为连续第三个月下跌，同比跌幅也较上月扩大0.4个百分点至-0.5%。这表明，在上游价格走弱，终端消费修复偏缓且商品供给充足背景下，无论是从成本端还是从供需角度看，下游商品的涨价动力均不足。这也与当月核心CPI涨幅继续低位下行相印证。

自去年四季度PPI转入通缩以来，今年上半年PPI同比持续负增，且跌幅不断扩大。1-6月累计，PPI同比下跌3.1%，大幅低于去年全年的增长4.1%，走势符合预期但跌幅要超出市场普遍预期。背后是欧美央行快速加息导致海外经济下行压力加大，原油、铜等国际定价大宗商品价格承压，同时国内经济修复力度整体较弱，主要表现在消费需求修复偏缓，房地产投资持续下滑，抵消了基建投资保持较高增速带来的影响，加之当前工业产能利用率处于2017年以来的低点，导致工业品价格上行动力不足。

另外需要指出的是，上半年PPI的持续通缩是建立在2021年以及2022年上半年国际原油及国内煤炭等上游大宗商品价格快速冲高基础上的。可以看到，2021年全年PPI累计同比涨幅高达8.1%，2022年上半年累计同比涨幅也达到7.7%。也就是说，高基数是当前PPI持续处于通缩状态的主要原因，而需求端拉动力不足是PPI同比跌幅超预期的主要原因。

我们判断，6月将是本轮PPI通缩的谷底。原因在于，下半年原油、煤炭等大宗商品价格的高基数效应将明显减弱，PPI翘尾因素回升，再加上国内新一轮稳增长政策逐步落地起效，经济修复将带动上游原材料和工业品需求改善——这从6月国内钢材价格走势上已有所体现。我们判断，7月起PPI同比跌幅将持续收敛（预计7月同比在-4.4%左右，跌幅较6月收敛约1.0个百分点），并有望在四季度同比转正。值得一提的是，鉴于下半年PPI将进入回升通道，且现阶段PPI持续通缩实际上会减轻中下游企业成本压力，有利于经济修复——可以看到，5月包括装备制造业等在内的中下游制造业企业利润普遍有所改善。由此，监管层不会将近期PPI通缩作为一个需要应对的负面问题来处理。

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、引用或以任何方式传播。

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。