

2023年07月10日

# 大众消费也由集中释放转为平稳增长

## 事件点评

### CPI、PPI 简析（2023.6）

#### 投资要点

- ◆ **6月CPI、PPI均超预期走低，前者显示大众消费也从集中释放转为平稳增长，后者则凸显能源保供和上游高库存的叠加影响。**6月CPI同比0.0%、核心CPI同比0.4%，消费品、服务CPI同比分别为-0.5%、0.7%，均较上月下行0.2个百分点，此前服务与商品消费冷热分化的格局转为同步降温。PPI同比6月录得-5.4%的年内新低，较上月下滑达0.8个百分点，煤价加速下跌、钢价连跌不止是主要原因。
- ◆ **一、食品价格接近季节性，高温推升鲜菜鲜果，畜肉超跌幅度收敛。**6月食品CPI环比-0.5%，接近季节性特征，显示食品为代表的必需品整体供需平稳。结构上来看，全国南北方近期普遍高温令鲜菜（环比2.3%，下同口径）、鲜果（-1.7%）环比分别较季节性涨幅高6.7、2.0个百分点，而猪肉等畜肉类（-1.2%）供给仍然稍大于需求，环比较季节性多跌1.4个百分点，但近4个月以来畜肉环比涨跌幅已经明显向季节性水平收敛，显示供给正在从前期的严重过剩转向趋于平衡。
- ◆ **二、工业消费品跌幅扩大，同时服务价格普遍转弱，显示除受地产周期和财富效应预期压制的可选商品外，大众消费也从前期的集中释放转为平稳增长阶段。**核心商品和服务价格同步转降，与此前数月的冷热不均结构有所不同。扣除交通工具用燃料的工业消费品（-0.2%）环比跌幅也大于预期0.2个百分点；交通工具、家电分项显示地产周期探底过程中，居民财富效应预期偏弱导致可选商品消费意愿不足的情况仍在持续。服务CPI再度弱于预期和季节性，基本可以确认今年前4个月因中低收入人群就业和收入改善较为明显而引发的大众消费集中释放阶段已经过去，转入平稳增长期。
- ◆ **三、煤炭保供力度加大，钢铁行业库存压制，煤炭——冶金产业链拖累PPI跌幅再创阶段性新低。**年初以来国内煤炭能源供给保障力度不断加强，煤价加速下跌延续至6月底，煤炭开采（-6.4%）环比跌幅连续第3个月扩大，动力煤已经跌至700元每吨左右，对当月PPI环比的拖累幅度达到0.5个百分点；钢铁去年以来库存水平较高，地产投资再度下滑的同时去库存带来钢价压力，黑色金属（-2.2%）环比再度下跌，而跌幅较前月收窄2.0个百分点，又贡献了PPI环比跌幅中的0.2个百分点；前期油价小幅走弱拖累石油天然气开采（-1.6%）环比小幅下跌，但后续有望小幅反弹。6月PPI环比下跌达0.8%，同比下跌达5.4%，为近七年半新低。
- ◆ **四、政策着眼长远，供给创造需求，戒急用忍保持耐心。**尽管PPI近期跌幅加深，但考虑到2021-2022年因能源结构调整和全球原油供给紧张PPI一度连续大幅上涨，上半年的跌幅实际上是可以接受的，并且充分反映出国内能源供给保障的力度。CPI本月的各分项普遍走弱则显示出各类收入人群的消费需求当前均进入一个较为平稳的底部增长区域。当前消费增长的偏弱主要归因于房地产周期探底等中长期因素，政策着眼点在于供给创造需求，先进制造业投资预计年内仍将得到政策鼓励和融资保障，基建投资也可持续获得货币政策中性偏松操作的良好支持以稳定就业和增长。对消费需求建议戒急用忍保持长期的耐心。
- ◆ **风险提示：**内需恢复短期不及预期风险。

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.com

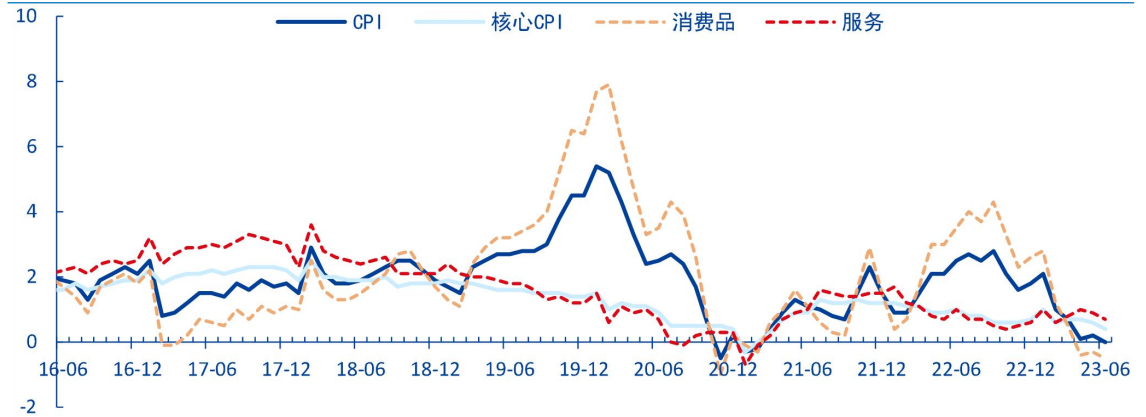
#### 相关报告

- 华金宏观·双循环周报（第16期）-辨析美国劳动力市场，时薪是关键 2023.7.8
- 华金宏观·双循环周报（第15期）-对汇率多点信心、耐心和平常心 2023.7.2
- PMI、工业企业利润点评（2023.6）-去库存，行至半途还是刚刚开始？ 2023.6.30
- LPR下调10BP（2023.6）点评-促进基建投资与修复净息差并行不悖 2023.6.20
- 华金宏观·双循环周报（第14期）-鹰上加鹰？欧央行能否长期压制美元指数 2023.6.18



6月CPI、PPI均超预期走低，前者显示大众消费也从集中释放转为平稳增长，后者则凸显能源保供和上游高库存的叠加影响。6月CPI同比0.0%、核心CPI同比0.4%，消费品、服务CPI同比分别为-0.5%、0.7%，上述类别同比增速均较上月下行0.2个百分点，此前服务与商品消费冷热分化的格局转为同步降温。PPI同比6月录得-5.4%的年内新低，较上月下滑达0.8个百分点，煤价加速下跌、钢价连跌不止是主要原因。

图1: CPI、核心CPI、消费品和服务CPI同比(%)

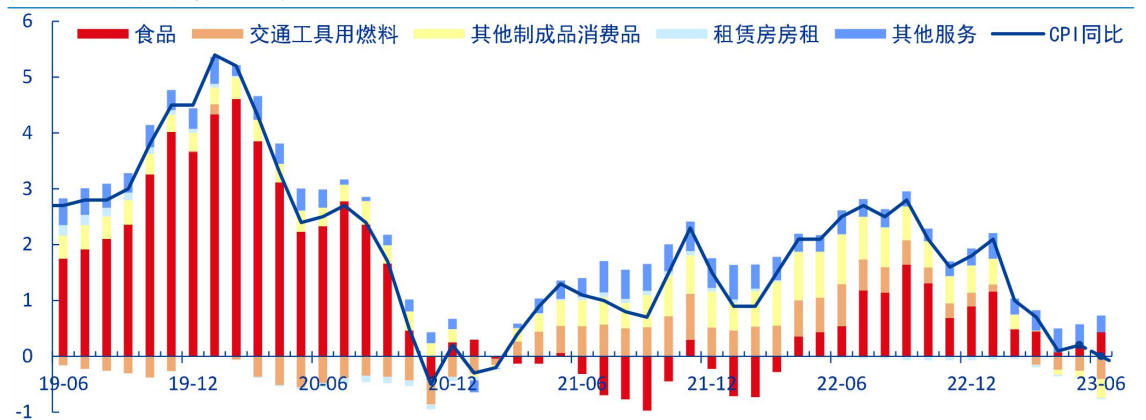


资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 一、食品价格接近季节性，高温推升鲜菜鲜果，畜肉超跌幅度收敛。

6月食品CPI环比-0.5%，接近季节性特征，显示食品为代表的必需品整体供需平稳。结构上来看，全国南北方近期普遍高温令鲜菜（环比2.3%，下同口径）、鲜果（-1.7%）环比分别较季节性涨幅高6.7、2.0个百分点，而猪肉等畜肉类（-1.2%）供给仍然稍大于需求，环比较季节性多跌1.4个百分点，但近4个月以来畜肉环比涨跌幅已经明显向季节性水平收敛，显示供给正在从前期的严重过剩转向趋于平衡。

图2: CPI同比及贡献结构(%)



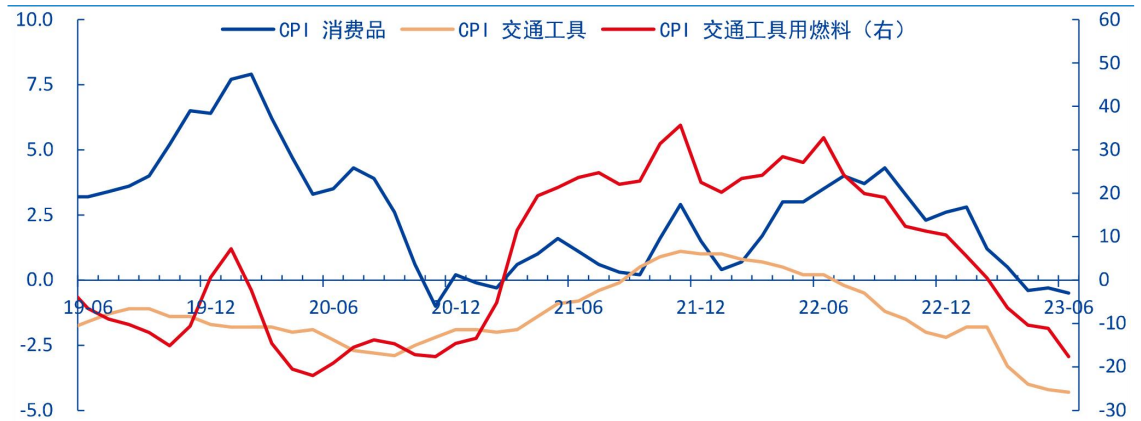
资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、工业消费品跌幅扩大，同时服务价格普遍转弱，显示除受地产周期和财富效应预期压制的可选商品外，大众消费也从前期的集中释放转为平稳增长阶段。

6月核心CPI同比较上月回落0.2个百分点至0.4%，核心商品和服务价格同步转降，与此前数月的冷热不均结构有所不同。商品类别中不但交通工具用燃料环比（-1.3%）跌幅因稍早前油价下跌而再度转降，而且扣除此项的工业消费品（-0.2%）环比跌幅也大于预期0.2个百分点，

从同比来看，交通工具跌幅再度扩大、家电低基数下同比低位徘徊，均显示地产周期探底过程中，居民财富效应预期偏弱导致可选商品消费意愿不足的情况仍在持续。此外，服务 CPI 再度弱于预期和季节性，房租（0.1%）环比连续第 5 个月低于季节性，测算其他服务（0.1%）环比也低于预期 0.1 个百分点，在前月已经意外偏弱的基础上本月未见反弹，基本可以确认今年前 4 个月因中低收入人群就业和收入改善较为明显而引发的大众消费集中释放阶段已经过去，转入平稳增长长期。

图 3: CPI 消费品、交通工具、交通工具用燃料同比 (%)

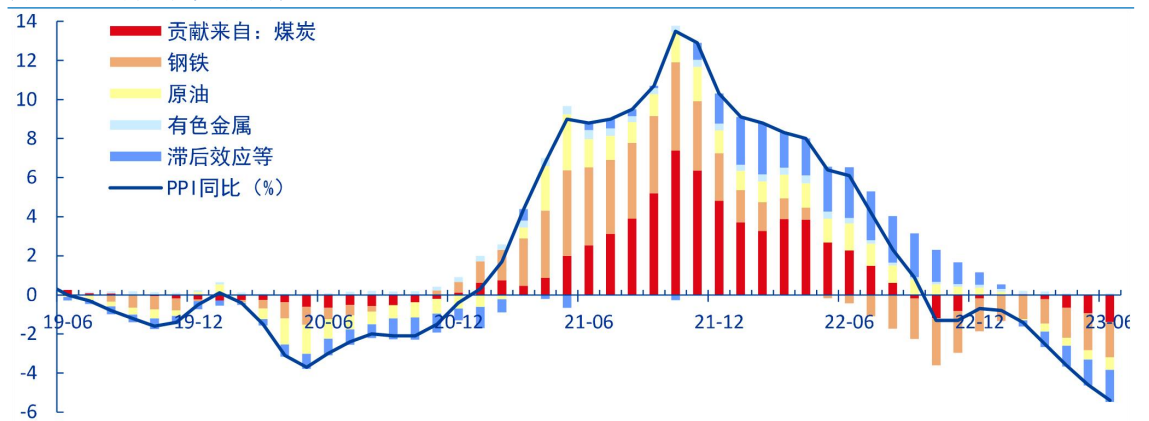


资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 三、煤炭保供力度加大，钢铁行业库存压制，煤炭——冶金产业链拖累 PPI 跌幅再创阶段性新低。

与主要发达国家 PPI 主要由油气价格单链条驱动不同，我国 PPI 同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者在国内供需两侧基本能够形成闭环，且对 PPI 影响程度更深。年初以来国内煤炭能源供给保障力度不断加强，煤价加速下跌延续至 6 月底，煤炭开采（-6.4%）环比跌幅连续第 3 个月扩大，动力煤已经跌至 700 元每吨左右，对当月 PPI 环比的拖累幅度达到 0.5 个百分点；钢铁去年以来库存水平较高，地产投资再度下滑的同时去库存带来钢价压力，黑色金属（-2.2%）环比再度下跌，而跌幅较前月收窄 2.0 个百分点，又贡献了 PPI 环比跌幅中的 0.2 个百分点；前期油价小幅走弱拖累石油天然气开采（-1.6%）环比小幅下跌，但后续有望小幅反弹。6 月 PPI 环比下跌达 0.8%，同比下跌达 5.4%，为近七年半新低。

图 4: PPI 同比及贡献结构 (%)

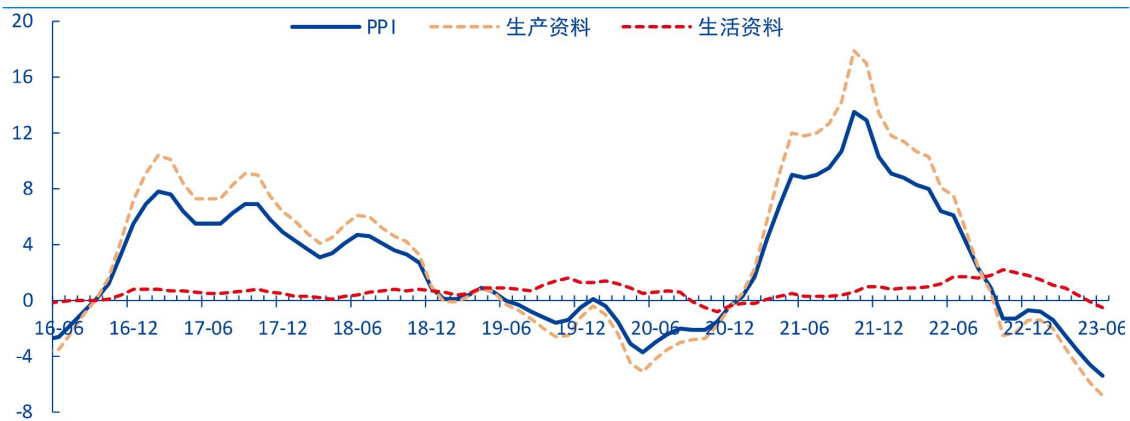


资料来源: Wind, 华金证券研究所

#### 四、政策着眼长远，供给创造需求，戒急用忍保持耐心。

尽管 PPI 近期跌幅加深，但考虑到 2021-2022 年因能源结构调整和全球原油供给紧张 PPI 一度出现 8.1%和 4.2%的连续大幅上涨，上半年累计-3.1%的跌幅实际上是可以接受的，并且充分反映出国内能源供给保障的力度。从短期趋势来看，即将到来的 7-8 月基数深度走低，煤价也已经降至接近历史均值水平，预计 6 月 PPI 同比已经见底，下半年跌幅小幅收窄。CPI 本月的各分项普遍走弱则显示出各类收入人群的消费需求当前均进入一个较为平稳的底部增长区域。近期政策信号显示，当前消费增长的偏弱主要归因于房地产周期探底等中长期因素，政策着眼点在于供给创造需求，现代产业体系建设、要素全国统一大市场仍是外部竞争环境日益严峻的大形势下我国政策的优先选择，先进制造业投资预计年内仍将得到政策鼓励和融资保障，基建投资也可持续获得货币政策中性偏松操作的良好支持以稳定就业和增长。对消费需求建议戒急用忍保持长期的耐心。

图 5: PPI、生产资料和生活资料同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

**风险提示:** 内需恢复短期不及预期风险。



## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)