



宏观点评

证券分析师

芦哲
资格编号: S0120521070001
邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁
资格编号: S0120122070060
邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

PPI 底部确认

6月通胀数据点评

投资要点:

- 核心观点: PPI 底部确认, CPI 可能仍有压力。**6月CPI环比再度回落, PPI 延续下行, 通胀再次走低指向需求恢复不及供给的弱修复状态持续。6月PPI 同比-5.4%, 大概率是本轮下行周期的底部, 预计7月开始降幅将逐渐收窄。CPI 同比在上半年呈下行趋势, 6月已降至0%, 但下半年仍有一定的下行压力。猪肉价格或将见底但后续高基数影响下同比预计难升, 能源价格带动CPI 非食品项走低, 非食品项年内首度拖累CPI 同比增速。大宗商品价格持续偏弱, 采矿业拖累PPI 继续下行, PMI 价格指数的回升仅带动PPI 环比降幅小幅收窄, PPI 高基数影响显著, PPI 底部延后拖累库存去化。后续关注第二批猪肉收储后猪价能否筑底, 产油国能否减产以提振国际油价。
- CPI: 6月CPI 环比下降0.2%, 同比与去年同期持平。**6月CPI 环比下降0.2%, 降幅维持不变; 同比0%, 涨幅较上月回落0.2个百分点。具体来看, 食品项同比上涨2.3%, 涨幅较上月扩大1.3个百分点; 非食品项同比由持平转为下降0.6%。环比方面, 食品项环比下降0.5%, 降幅较上月缩小0.2个百分点; 非食品项环比下降0.1%, 降幅与上月持平。扣除食品和能源的核心CPI 同比上涨0.4%, 涨幅较上月下降0.2个百分点, 继续显著低于季节性水平。
- 食品: 天气因素推高菜价, 供给过剩压制猪价。**6月CPI 食品项同比上涨2.3%, 涨幅较上月扩大1.3个百分点; 环比下降0.5%, 降幅较上月缩小0.2个百分点。具体来看, 猪肉方面, CPI 猪肉项同比下降7.2%, 涨幅扩大4个百分点, 环比下降1.3%, 降幅缩小0.7个百分点。生猪供给端存量位于近年高位, 对猪价产生持续压制, 截止7月3日猪粮比价连续两周低于5: 1, 进入《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》确定的过度下跌一级预警区间, 发改委已启动年内第二批中央猪肉储备收储工作。年内第一批中央猪肉收储发生在2月中旬, 随后小幅提振猪肉价格, 但由于当时猪肉近端供给生猪屠宰量远高于近年同期, 且今年春节靠前, 猪价并未摆脱下跌趋势, 后再次探底, 5月生猪屠宰量与近年均值之差呈现收敛迹象, 预计第二批中央猪肉收储将对有助于猪价真正企稳筑底, 但从基数因素看, 去年四季度是猪价顶部, 在今年上半年存栏量、屠宰量均高于去年同期的情况下, 猪肉价格同比预计仍将进一步走低, 持续拖累CPI 增速。另一方面, 受高温、降雨等天气因素影响, 鲜菜价格由上月下降3.4%转为上涨2.3%, 而鸡蛋、鲜果、猪肉和水产品等供给充足, 环比均小幅下降。
- 非食品: 能源价格下行叠加“618”等促销活动影响, 非食品项拖累CPI 同比。**6月CPI 非食品项同比由持平转为下降0.6%; 环比下降0.1%, 降幅与上月持平。受国际油价走低影响, 国内能源价格下降0.7%, 降幅比上月扩大0.5个百分点; 受“618”特定时点商家促销活动等因素影响, 扣除能源的工业消费品价格由上月持平转为下降0.3%; 旅游需求旺盛, 服务需求持续恢复, 服务价格由上月下降0.1%转为上涨0.1%。往后看, 近期国际油价低位运行, 而国内油价相对保持平稳, 国内外油价形成一定“偏离”, 若国际油价持续低位运行则能源项可能对后续CPI 形成拖累。6月CPI 最大的特点是食品项与非食品项同比走势分化, 非食品项同比转负推动CPI 同比再次降至0%, 后续食品项在猪肉价格基数因素的影响难以扭转, 国际油价低位运行又将拖累非食品项, CPI 仍面临下行压力。
- PPI: 国际油价下行传导至原材料加工业价格下降, 夏季高温推升非火力发电价格。**6月PPI 同比下降5.4%, 降幅较上月扩大0.8个百分点; 环比下降0.8%, 降幅缩小0.1个百分点。生产资料价格同比下降6.8%, 降幅扩大0.9个百分点; 生活资

料价格同比下降 0.5%，降幅扩大 0.4pcts。受国际油价继续回落及有色金属价格波动影响，石油煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别环比下降 2.6%、1.6%、0.8%。煤炭、钢铁供给偏强，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别环比下降 6.4%、2.2%。厄尔尼诺现象再现，夏季高温来临，风力发电和太阳能发电价格分别环比上涨 2.6%、1.4%。

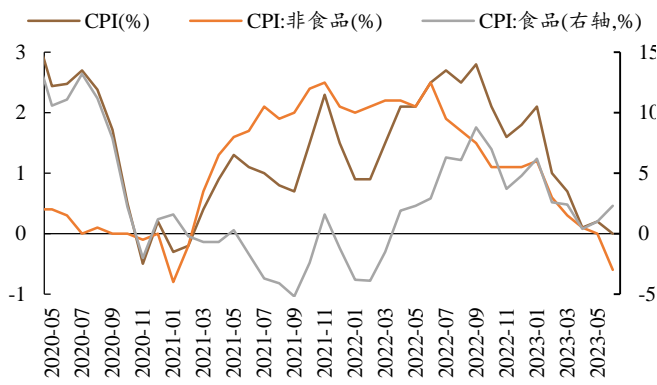
- **PPI 对库存周期的启示：**我们在前期发布的报告《去库存的终点在哪里？》中提到，本轮 PPI 回升的过程预计将较为平缓，短期内价格因素对补库的驱动或相对较弱。6 月 PPI 继续探底，其根源在于需求端的恢复弱于生产端，主要是工业品价格依然较弱，代表性的螺纹钢价格逼近 2020 年上半年低点，水泥价格已经降至 2020 年以来最低点，玻璃价格也在前期一度回升后再次回落至 2020 年同期水平，工业品集体价格走低反映了下游需求依然偏弱，企业去库仍然有一定的难度，去库节奏难以提速，我们延续此前的判断，本轮主动去库或延长，去库的终点或将在今年四季度。
- **通胀剪刀差：**通胀剪刀差倒挂继续加深。6 月 CPI 同比小幅回落，PPI 同比降幅扩大，PPI-CPI 剪刀差倒挂加深。PPI 方面，国际油价下行叠加煤炭、钢铁供给偏强，采矿业与原材料加工业跌价带动 PPI 延续下行，原油价格低位运行持续拖累 PPI，工业品价格受下游需求偏弱影响显著。CPI 方面，猪价低位运行，第二批收储启动叠加供给回落，预计猪价进一步下跌空间非常有限，但后续仍面临高基数影响，同比仍有走低空间。非食品项对 CPI 产生拖累是 CPI 不及预期的主要原因，非食品项同比增速的关键决定因素在于能源价格，原油价格低位运行下非食品项短期内或难以快速扭转。
- **风险提示：** 国际原油价格波动；国际大宗商品价格波动；国内疫情二次扰动。

表 1: 6月通胀数据概览

| | CPI 同比 | PPI 同比 | CPI 环比 | PPI 环比 | CPI 食品项 同比 | CPI 非食品 项同比 | PPI 生产资 料同比 | PPI 生活资 料同比 |
|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 2022-06 | 2.5 | 6.1 | 0.0 | 0.0 | 2.9 | 2.5 | 7.5 | 1.7 |
| 2023-01 | 2.1 | -0.8 | 0.8 | -0.4 | 6.2 | 1.2 | -1.4 | 1.5 |
| 2023-02 | 1.0 | -1.4 | -0.5 | 0.0 | 2.6 | 0.6 | -2.0 | 1.1 |
| 2023-03 | 0.7 | -2.5 | -0.3 | 0.0 | 2.4 | 0.3 | -3.4 | 0.9 |
| 2023-04 | 0.1 | -3.6 | -0.1 | -0.5 | 0.4 | 0.1 | -4.7 | 0.4 |
| 2023-05 | 0.2 | -4.6 | -0.2 | -0.9 | 1.0 | 0.0 | -5.9 | -0.1 |
| 2023-06 | 0.0 | -5.4 | -0.2 | -0.8 | 2.3 | -0.6 | -6.8 | -0.5 |

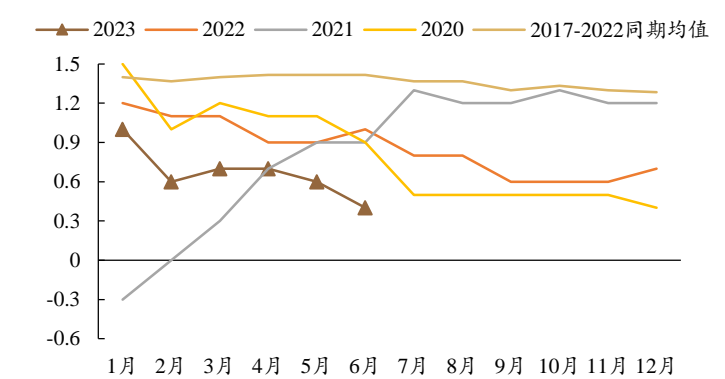
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: CPI 二分项走势



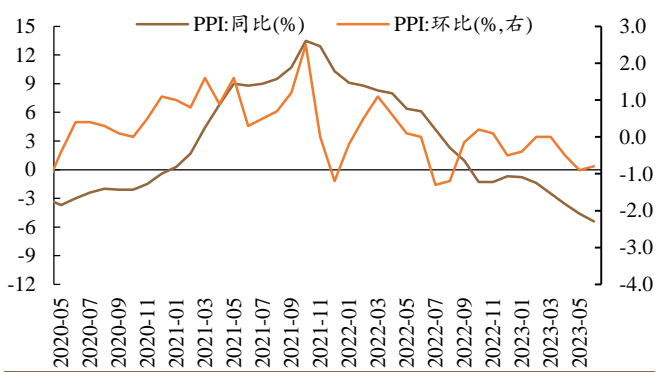
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 核心 CPI 走势



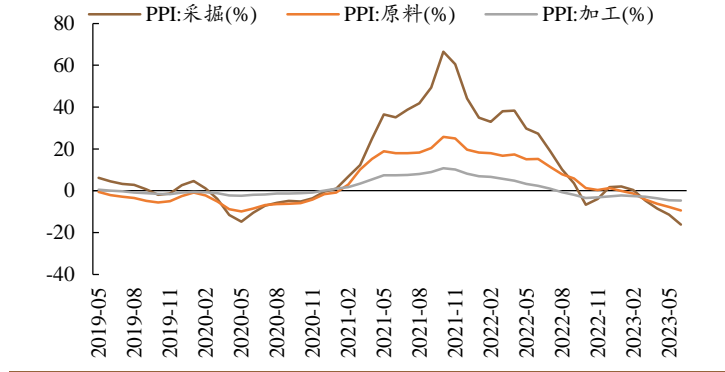
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: PPI 同环比走势



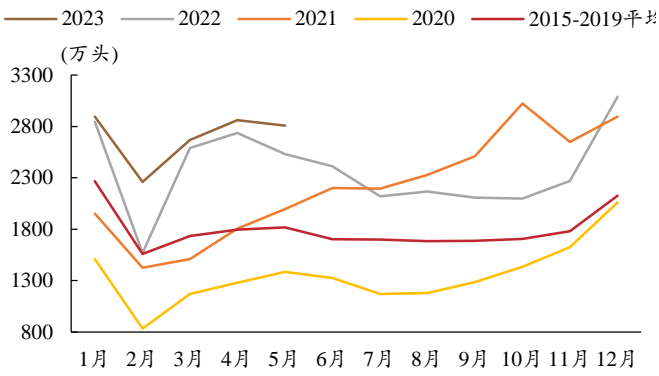
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: PPI 三分类走势



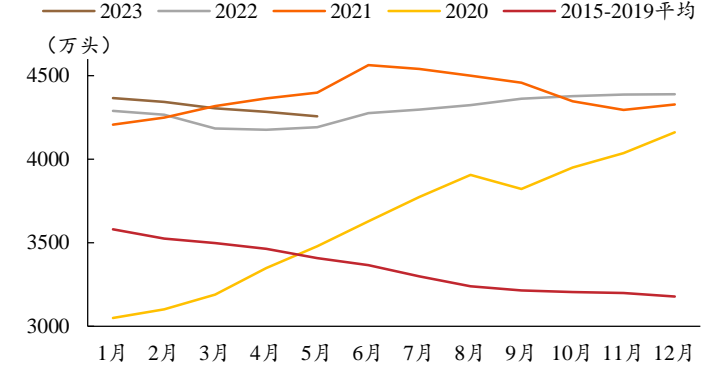
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5：生猪屠宰量高于近年同期



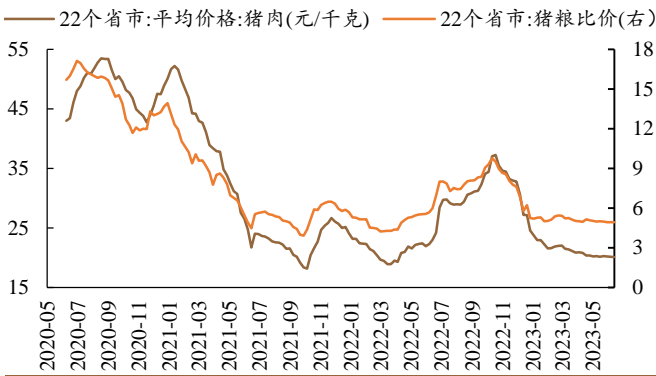
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：能繁母猪存栏量仅低于 2021 年同期



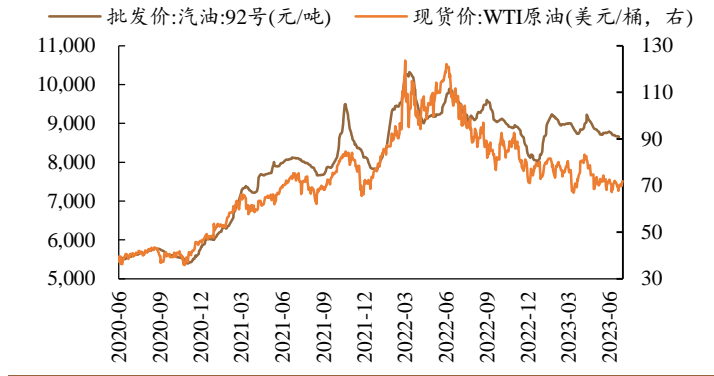
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：猪粮比价连续两周低于 5:1 触发收储



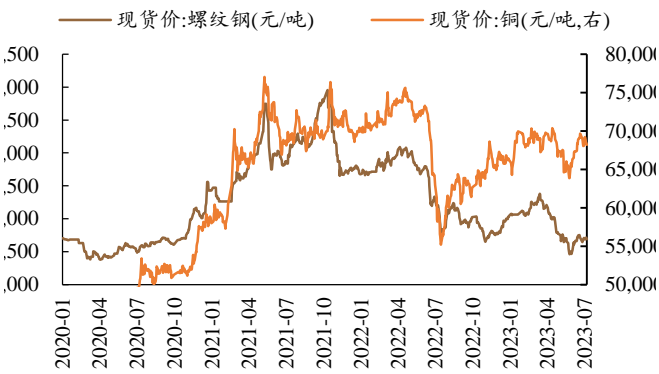
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：国内外油价形成一定“价差”



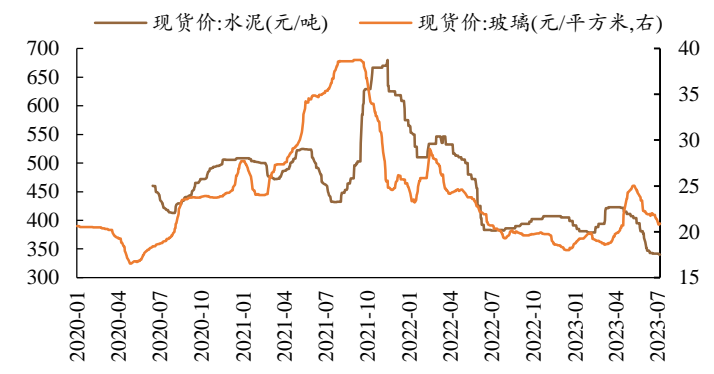
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：高频价格——螺纹钢与铜



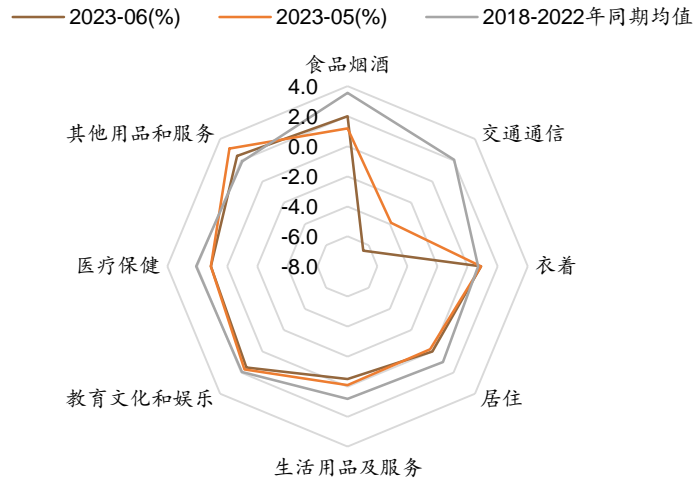
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：高频价格——水泥与玻璃



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11: CPI 八分项对比



资料来源: Wind, 德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。