

# 2023年6月物价点评

## 宏观经济点评

证券研究报告

### 宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）  
 yang\_fei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）  
 majieying@gjzq.com.cn

## 物价磨底，后续关注什么？

### 事件：

7月10日，统计局公布6月物价数据：CPI同比上涨0.2%，预期0.3%，前值0.1%；PPI同比下降4.6%，预期降4.3%，前值降3.6%。

### 当前物价低位主因部分耐用消费品拖累，需求边际回升下关注服务业和部分低库存商品涨价信号

当前物价低位，与原材料成本回落、部分耐用消费品价格拖累等有关。6月，CPI同比涨幅回落0.2个百分点至0%、低于预期的0.1%，主因非食品拖累、尤其是细分项中的家用器具、环比降至历史同期低位的-0.9%，一方面与原材料价格传导放缓有关，另一方面或受部分商品促销影响等。事实上，年初以来CPI连续低预期，前期主因猪肉等食品价格拖累，近月受非食品价格低预期拖累影响逐步凸显，与PPI中细分项指向一致，例如，PPI耐用消费品同比自4月以来降幅扩大1.3个百分点至-1.5%，一季度回落幅度为0.8个百分点。

服务价格整体表现相对较好，近期边际走弱与基数因素、阶段性干扰等有关，关注暑期后的涨价节奏等。经验显示，当CPI处于阶段性低位时，CPI服务价格大多处于历史低位，而当前服务价格相对韧性，尤其是与场景修复的部分领域，例如，CPI旅游同比增速中枢修复至7.2%、处于历史高位。近两月边际有所走弱，与“报复性”出行影响逐步消费等有关，也受到部分省市疫情反复等干扰、及去年疫后放开的高基数影响等。此外，也受到部分细分领域的持续拖累，例如，CPI教育服务同比自去年持续回落（详情参见《CPI缘何低预期？》）。

当前物价低位“磨底”，伴随需求边际修复，价格或重回修复通道，驱动来自于服务涨价，和部分商品涨价、尤其低库存领域。驱动一：伴随基数效应减弱和需求边际修复等，或对服务价格有所支撑，例如，高频数据显示，7月以来，地铁客流量、商圈客流量等均有所回升。驱动二：需求边际修复下，部分对经济需求较为敏感、尤其是低库存的商品胜率优势或将逐步凸显。当下，焦煤、焦炭的主要港口库存分别处于21.6%、27.2%的历史分位数；铜、铝库存均以交易所库存为主，分别处于有数据以来9.8%和3.2%的历史分位水平（详情参见《“低库存”下的投资机遇？》）。

### 常规跟踪：CPI总体平稳，PPI受生产资料拖累明显，原油链、黑色链等延续拖累

CPI持平，食品端拖累放缓，非食品低于季节性。6月，CPI同比持平，环比-0.2%、与上月一致。食品环比降幅收窄0.2个百分点至-0.5%，其中，鲜菜环比由负转正至2.3%，猪肉、粮食环比降幅分别收窄0.7和0.2个百分点。非食品环比持平于-0.1%，其中，生活服务、其他商品服务和衣着拖累明显，环比分别较上月变化-0.5%、-0.8%和-0.6%，交通通信项延续拖累，环比降幅收窄0.1个百分点至-0.5%。

PPI回落主因生产资料拖累，生活资料延续低迷、与耐用消费品价格回落等有关。6月，PPI同比降幅扩大0.8个百分点至-5.4%，环比降幅收窄0.1个百分点至-0.8%。大类环比中，生产资料延续拖累、环比-1.1%，采掘和原材料降幅均扩大0.1个百分点，加工工业有所回升；生活资料环比持平于-0.2%，耐用消费品和食品延续拖累、环比分别为-0.2%和-0.4%，衣着环比转正，一般日用品环比持平于0.1%。

分行业来看，国内外工业品需求总体偏弱，原油链、黑色链等价格回落明显，部分中下游行业价格韧性较强。6月，多数行业环比价格回落、尤其是上游链条，其中，石油加工和化学原料环比降幅均为2.6个百分点，煤炭开采、黑色冶炼和黑色矿采环比降幅均在1.2个百分点以上，非金属制品环比降幅扩大1个百分点。涨价集中在部分中下游行业，例如，医药制造、通用设备、纺织服装等。

### 风险提示

猪价大幅反弹，疫情反复。

## 内容目录

1、物价磨底，后续关注什么？	3
2、常规跟踪：CPI 总体平稳，PPI 受生产资料拖累明显	6
风险提示	7

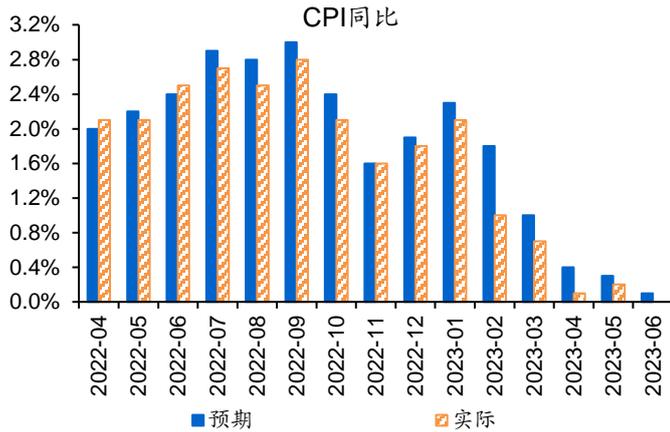
## 图表目录

图表 1：年初以来，CPI 同比持续低预期	3
图表 2：近月，CPI 中非食品端拖累明显	3
图表 3：6 月，非食品中生活服务分项降至历史地位	3
图表 4：PPI 耐用消费品、CPI 家用器具明显回落	3
图表 5：相较过往 CPI 低位阶段，本轮服务涨价韧性	4
图表 6：部分服务分项价格已处历史高位	4
图表 7：百度“发烧指数”一度明显回升	4
图表 8：部分服务价格持续拖累	4
图表 9：7 月以来，城市地铁客流量上升明显	5
图表 10：商圈客流指数近期有所回升	5
图表 11：铜全球库存从 3 月开始去库至历史低位	5
图表 12：库存低位的工业金属值得关注	5
图表 13：6 月，CPI 同比持平	6
图表 14：食品环比降幅收窄、非食品环比维持负值	6
图表 15：分项中，鲜菜环比转正，猪肉拖累放缓	6
图表 16：非食品中，生活服务和其他项拖累明显	6
图表 17：6 月，PPI 同比降幅扩大	7
图表 18：大类环比中，生产资料拖累明显	7
图表 19：分行业来看，原油链、黑色链等上游原材料拖累明显	7

## 1、物价磨底，后续关注什么？

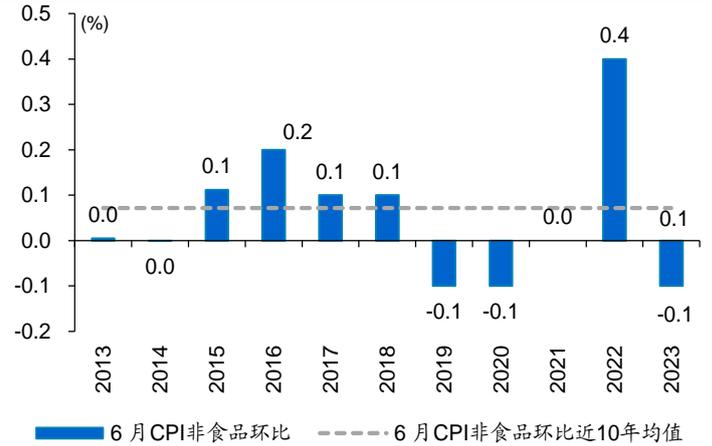
当前物价低位，与原材料成本回落、部分耐用消费品价格拖累等有关。6月，CPI 同比涨幅回落 0.2 个百分点至 0%、低于预期的 0.1%，主因非食品拖累、尤其是细分项中的家用器具、环比降至历史同期低位的-0.9%，一方面与原材料价格传导放缓有关，另一方面或受部分商品促销影响等。事实上，年初以来 CPI 连续低预期，前期主因猪肉等食品价格拖累，近月受非食品价格低预期拖累影响逐步凸显，与 PPI 中细分项指向一致，例如，PPI 耐用消费品同比自 4 月以来降幅扩大 1.3 个百分点至-1.5%，一季度回落 0.8 个百分点。

图表 1：年初以来，CPI 同比持续低预期



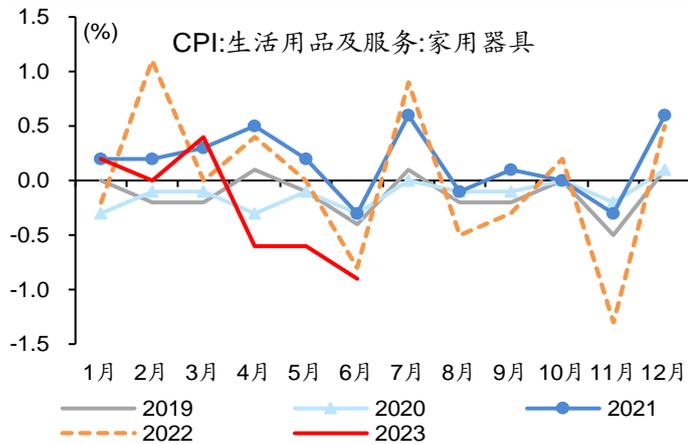
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：近月，CPI 中非食品端拖累明显



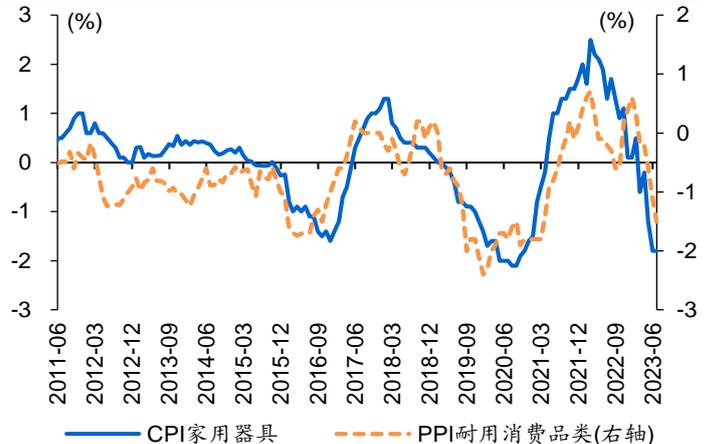
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：6月，非食品中生活服务分项降至历史地位



来源：Wind、国金证券研究所

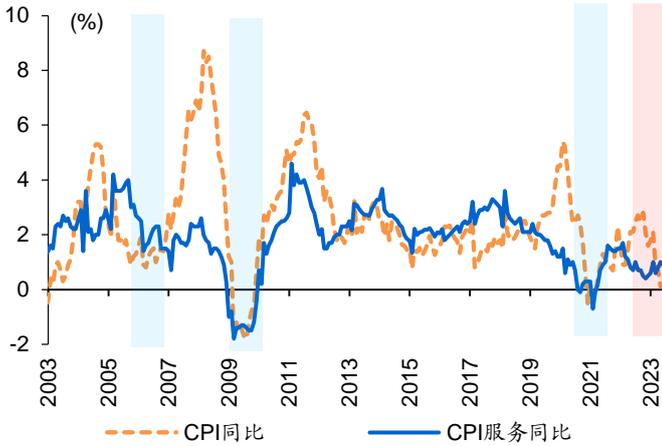
图表 4：PPI 耐用消费品、CPI 家用器具明显回落



来源：Wind、国金证券研究所

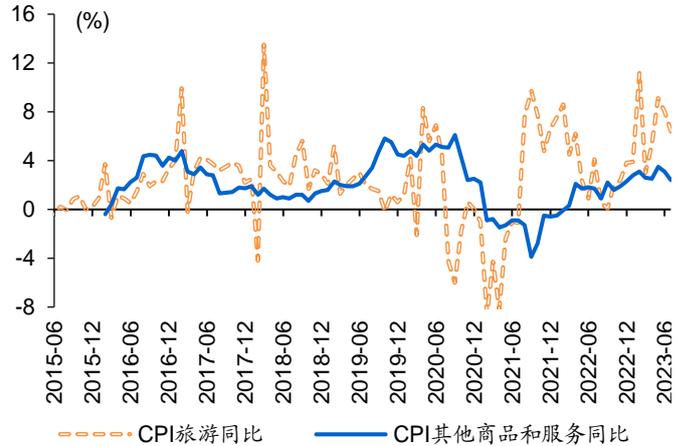
服务价格整体表现相对较好，近期边际走弱与基数因素、阶段性干扰等有关，关注暑期后的涨价节奏等。经验显示，当 CPI 处于阶段性低位时，CPI 服务价格大多处于历史低位，而当前服务价格相对韧性，尤其是与场景修复的部分领域，例如，CPI 旅游同比增速中枢修复至 7.2%、处于历史高位。近两月边际有所走弱，与“报复性”出行影响逐步消费等有关，也受到部分省市疫情反复等干扰、及去年疫后放开的高基数影响等。此外，也受到部分细分领域的持续拖累，例如，CPI 教育服务同比自去年来持续回落（详情参见《CPI 缘何低预期？》）。

图表 5：相较过往 CPI 低位阶段，本轮服务涨价韧性



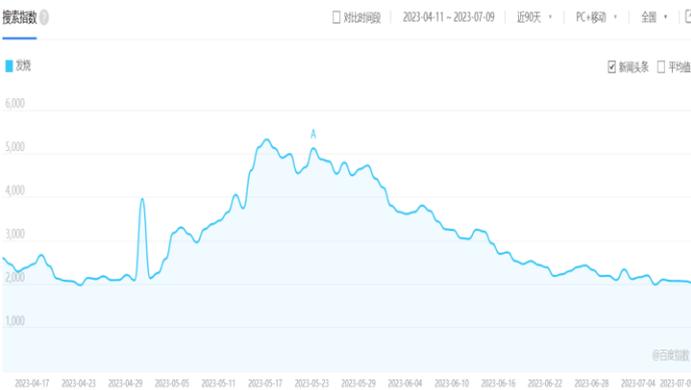
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：部分服务分项价格已处历史高位



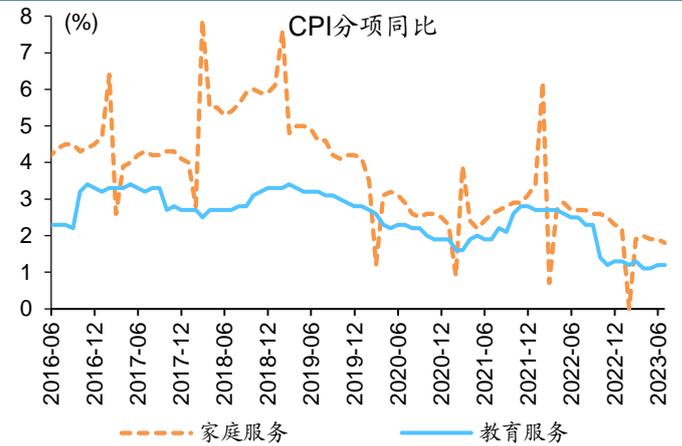
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：百度“发烧指数”一度明显回升



来源：百度、国金证券研究所

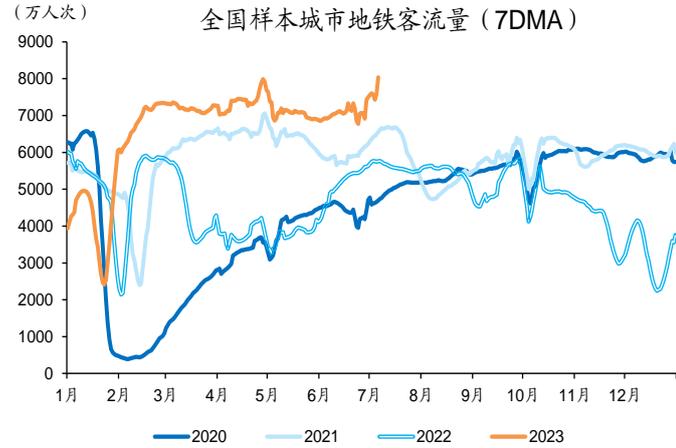
图表 8：部分服务价格持续拖累



来源：Wind、国金证券研究所

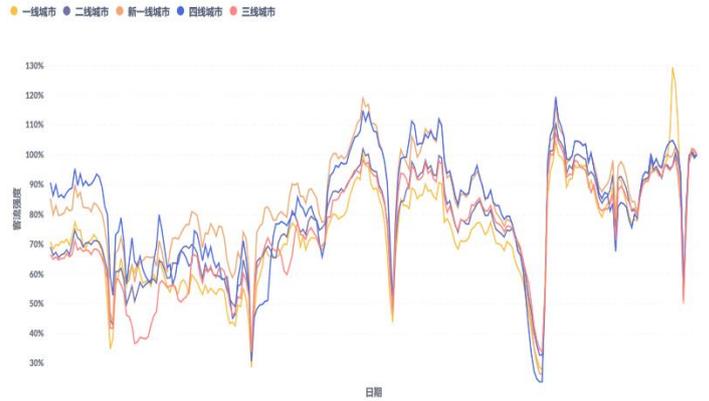
当前物价低位“磨底”，伴随需求边际修复，价格或重回修复通道，驱动来自于服务涨价，和部分商品涨价、尤其低库存领域。驱动一：伴随基数效应减弱和需求边际修复等，或对服务价格有所支撑，例如，高频数据显示，7月以来，地铁客流量、商圈客流量等均有所回升。驱动二：需求边际修复下，部分对经济需求较为敏感、尤其是低库存的商品胜率优势或将逐步凸显。当下，焦煤、焦炭的主要港口库存分别处于 21.6%、27.2%的历史分位数；铜、铝库存均以交易所库存为主，分别处于有数据以来 9.8%和 3.2%的历史分位水平（详情参见《“低库存”下的投资机遇？》）。

图表 9：7月以来，城市地铁客流量上升明显



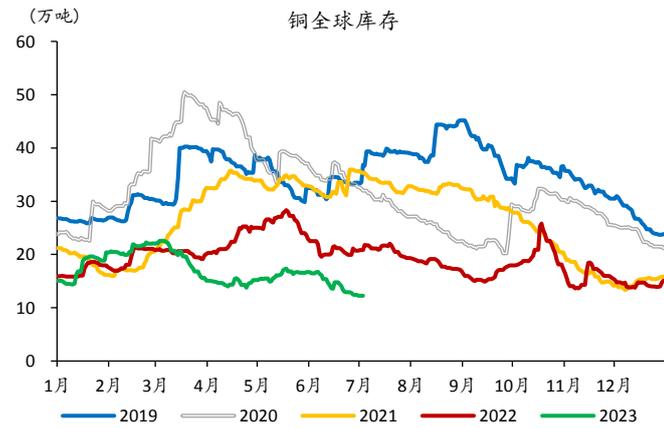
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：商圈客流指数近期有所回升



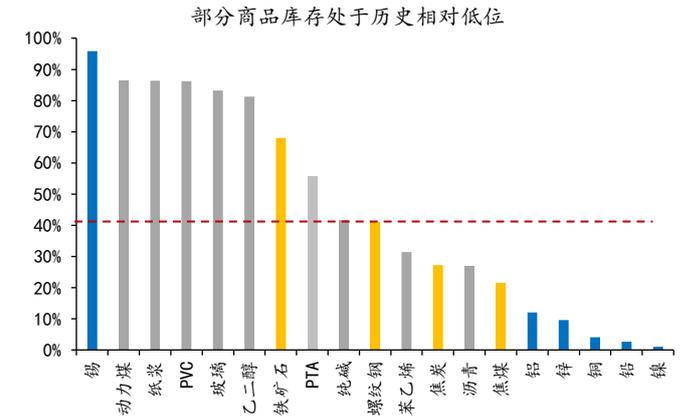
来源：国金数字未来 Lab、国金证券研究所

图表 11：铜全球库存从3月开始去库至历史低位



来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：库存低位的工业金属值得关注

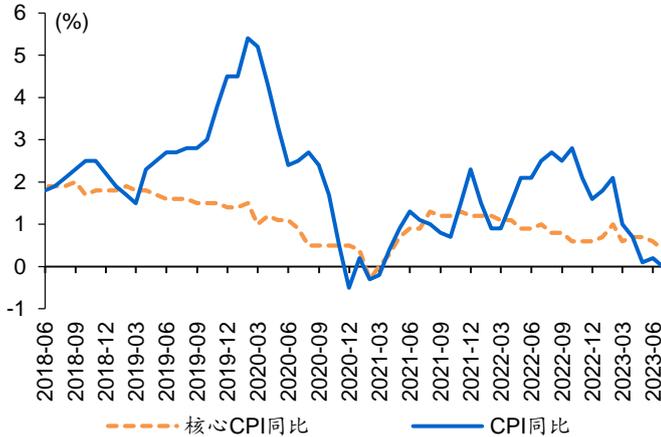


来源：Wind、国金证券研究所

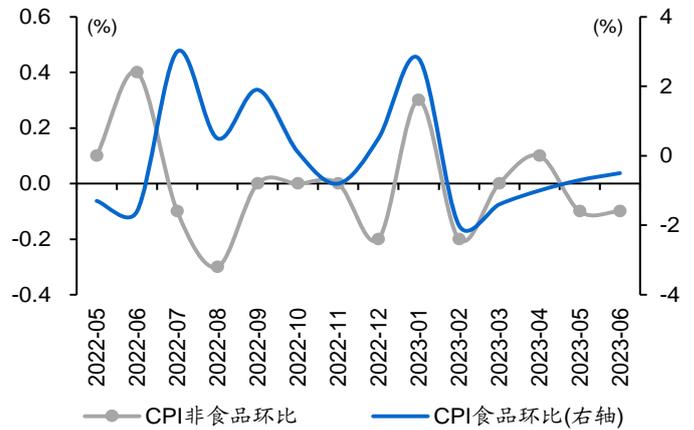
## 2、常规跟踪：CPI 总体平稳，PPI 受生产资料拖累明显

**CPI 持平于上月，食品端拖累放缓，非食品低于季节性。**6月，CPI 同比持平，环比-0.2%、与上月一致。食品环比降幅收窄 0.2 个百分点至-0.5%，其中，鲜菜环比由负转正至 2.3%，猪肉、粮食环比降幅分别收窄 0.7 和 0.2 个百分点。非食品环比持平于-0.1%，其中，生活服务、其他商品服务和衣着拖累明显，环比分别较上月变化-0.5%、-0.8%和-0.6%，交通通信项延续拖累，环比降幅收窄 0.1 个百分点至-0.5%。

图表 13：6 月，CPI 同比持平



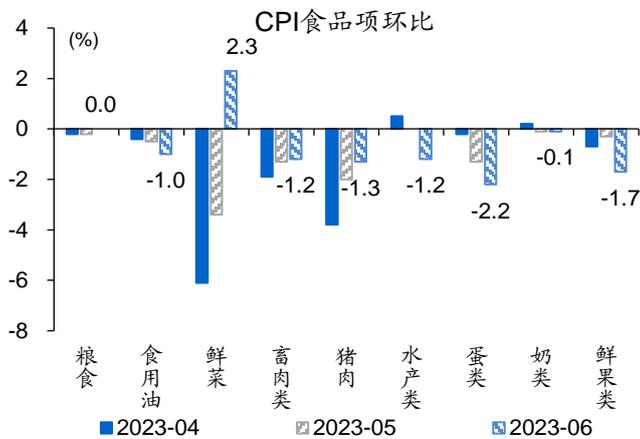
图表 14：食品环比降幅收窄、非食品环比维持负值



来源：Wind、国金证券研究所

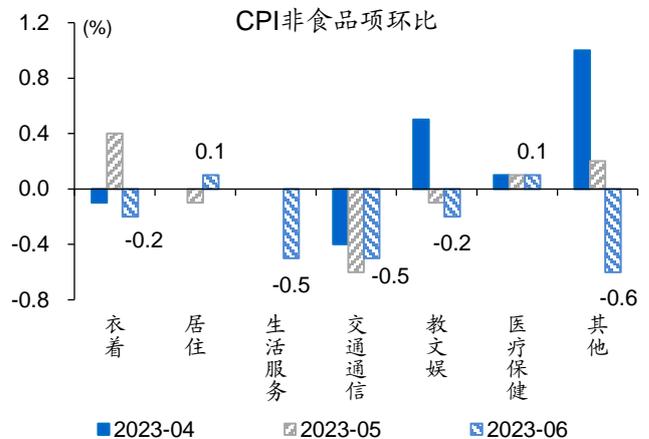
来源：Wind、国金证券研究所

图表 15：分项中，鲜菜环比转正，猪肉拖累放缓



来源：Wind、国金证券研究所

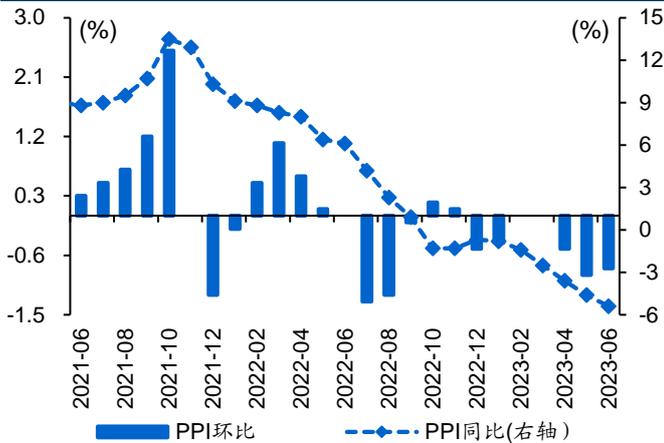
图表 16：非食品中，生活服务和其他项拖累明显



来源：Wind、国金证券研究所

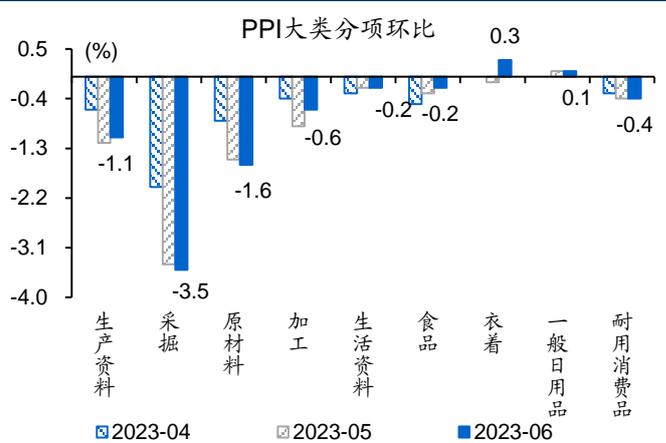
**PPI 回落主因生产资料拖累，生活资料延续低迷、与耐用消费品价格回落等有关。**6月，PPI 同比降幅扩大 0.8 个百分点至-5.4%，环比降幅收窄 0.1 个百分点至-0.8%。大类环比中，生产资料延续拖累、环比-1.1%，采掘和原材料降幅均扩大 0.1 个百分点，加工工业有所回升；生活资料环比持平于-0.2%，耐用消费品和食品延续拖累、环比分别为-0.2%和-0.4%，衣着环比转正，一般日用品环比持平于 0.1%。

图表 17: 6月, PPI 同比降幅扩大



来源: Wind、国金证券研究所

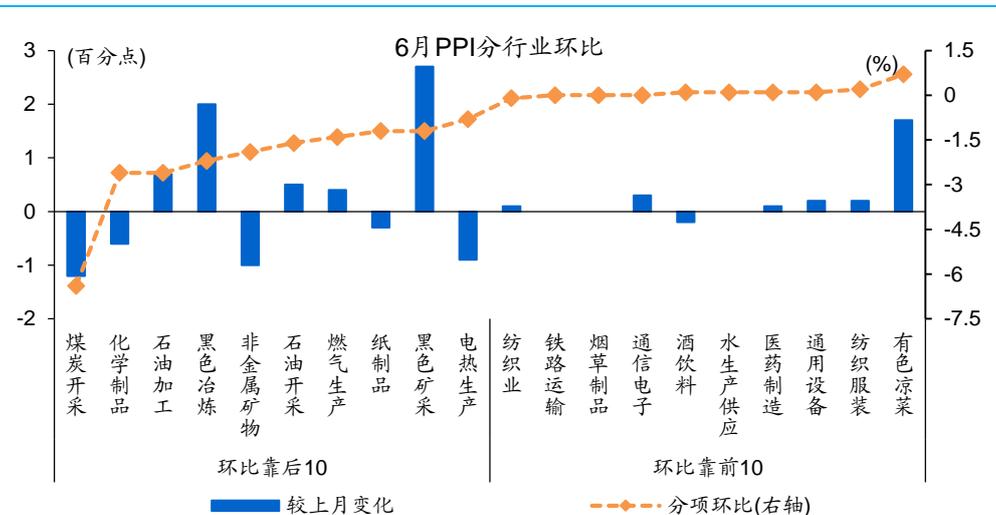
图表 18: 大类环比中, 生产资料拖累明显



来源: Wind、国金证券研究所

分行业来看, 国内外工业品需求总体偏弱, 原油链、黑色链等价格回落明显, 部分中下游行业价格韧性较强。6月, 多数行业环比价格回落、尤其是上游链条, 其中, 石油加工和化学原料环比降幅均为 2.6 个百分点, 煤炭开采、黑色冶炼和黑色矿采环比降幅均在 1.2 个百分点以上, 非金属制品环比降幅扩大 1 个百分点。涨价集中在部分中下游行业, 例如, 医药制造、通用设备、纺织服装等。

图表 19: 分行业来看, 原油链、黑色链等上游原材料拖累明显



来源: Wind、国金证券研究所

### 风险提示

- 1、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402