

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

CPI 或有阶段性负增

2023年7月11日

- **CPI 或有 1-2 个月的同比负增。**CPI 同比增速不及市场预期, 显示出物价仍有三重压力。第一, 原油价格下跌和猪周期下行继续给 CPI 施加压力。第二, 工业部门产能过剩仍对工业消费品价格有压制。第三, Q2 以来服务消费价格同比涨幅略有回调, 显示需求恢复步调偏慢。6 月通胀数据显示出当前国内物价压力仍存, 在此背景下, 我们认为年内通胀低点或尚未过去, 7 月 CPI 可能还会继续下行, 我们预计 CPI 有 1-2 个月陷入负增速区间, 主要有三个方面的原因: 一是猪周期下行未结束, 猪价上涨幅度有限; 二是短期内国际油价对通胀的压制可能延续; 三是在产能周期的影响下, 短期内经济有延续工业品通缩的压力。
- **三季度 PPI 同比降幅或将收窄。**6 月 PPI 同比降幅连续第六个月扩大, PPI 的同比降幅不仅比市场预期更加悲观, 而且创下 2015 年 12 月以后的新低。首先, 6 月 PPI 同比大幅回落既有去年基数的影响, 也有今年大宗商品价格回落的影响。1) 6 月是最大的高基数效应。2) 石油、煤炭等大宗商品价格回落, 多数行业价格环比延续下降趋势, 但一些技术密集型行业价格环比小幅上涨。其次, 我们认为, PPI 下行态势已经在筑底, 预计三季度降幅将出现收窄。一是最大的高基数效应或将褪去。二是国内经济恢复慢但仍在修复进程, 预计缓慢修复将对冲部分负增。
- **后续 PPI-CPI 剪刀差或将收窄。**总结来看, 6 月消费者价格指数同比增速为 0%, 而生产者价格指数进一步下跌, 这表明二季度国内经济恢复的步调偏慢, 而价格方面的疲软态势也表明当前的需求疲软已给经济增长带来阻力, 国内出台更多刺激政策的必要性正在上升。根据我们的最新研判, 下一阶段, 货币政策有望维持积极取向。一是央行可能重新加强信贷投放的窗口指导; 二是三季度末前后或有“功能性”降准; 三是国内产能周期触底前, 央行或再次降息。在经济回升过程中, 我们认为, 下半年 CPI 在经历 1-2 月的负区间后, 或将进入缓慢上行阶段。而 PPI 同比增速正在触底, 三季度 PPI 降幅或将收窄。根据历史经验, PPI-CPI 剪刀差走势和 PPI 走势更相关, 我们认为后续 PPI-CPI 剪刀差或将出现趋势性收窄。
- **风险因素:** 地缘政治风险, 国际油价上涨超预期等。

目录

一、CPI 或有 1-2 个月的同比负增	3
二、三季度 PPI 同比降幅或将收窄	5
三、后续 PPI-CPI 剪刀差或将收窄	7
风险因素	8

图目录

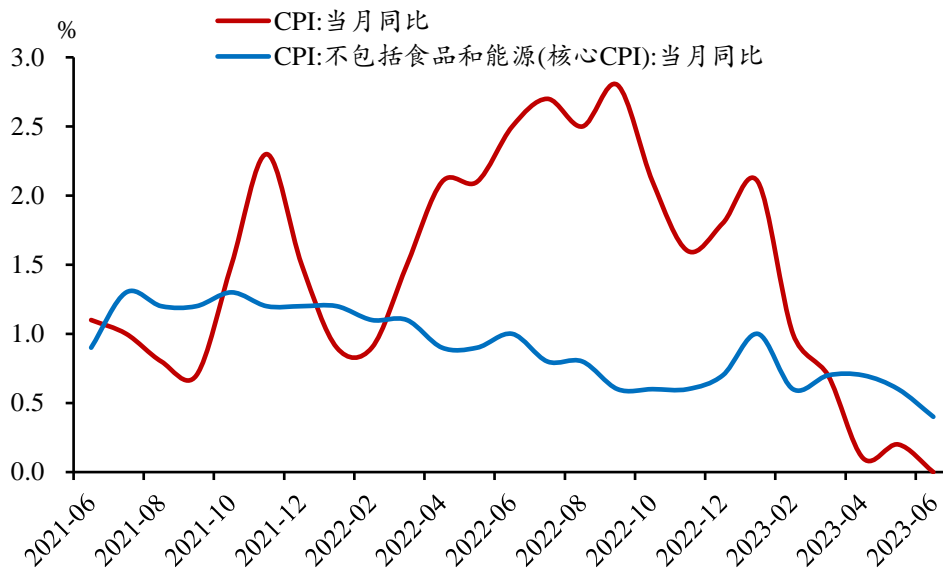
图 1: 整体 CPI 和核心 CPI 均小幅回落	3
图 2: 交通和通信项 CPI 同比涨幅回落较多	3
图 3: 消费品 CPI 同比增速连续三个月处于负增速区间	4
图 4: 猪肉价格下行, 加剧消费品价格下行压力	5
图 5: 油价下行, 加剧消费品价格下行压力	5
图 6: 6 月 PPI 同比降幅继续走阔	6
图 7: 最上游的采掘工业降幅依然最大	7
图 8: PPI 和 CPI 间的差距在扩大	8

一、CPI 或有 1-2 个月的同比负增

6 月 CPI 同比持平，比前值低 0.2 个百分点回落至 0%，CPI 同比增速不及市场预期的 0.1%，显示出物价仍有三重压力。

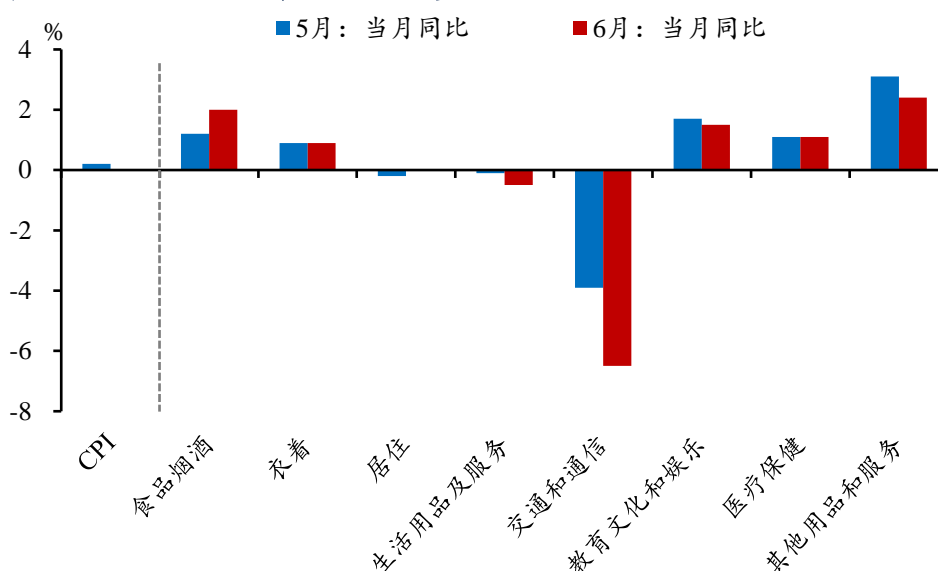
第一，原油价格下跌和猪周期下行继续给 CPI 施加压力。6 月布伦特原油价格中枢小幅下移，同时，去年同期油价基数走高，导致油价同比降幅明显扩大。在原油价格下跌之下，交通和通信项同比价格降幅继续扩大，交通工具用燃料项 CPI 已经连续 3 个月为负。不仅如此，猪周期下行也未结束。6 月猪肉价格同比增速为-7.2%，降幅比 5 月扩大 4 个百分点，猪肉项对 CPI 的拖累进一步扩大，这也加剧了 CPI 的下行压力。

图 1：整体 CPI 和核心 CPI 均小幅回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：交通和通信项 CPI 同比涨幅回落较多



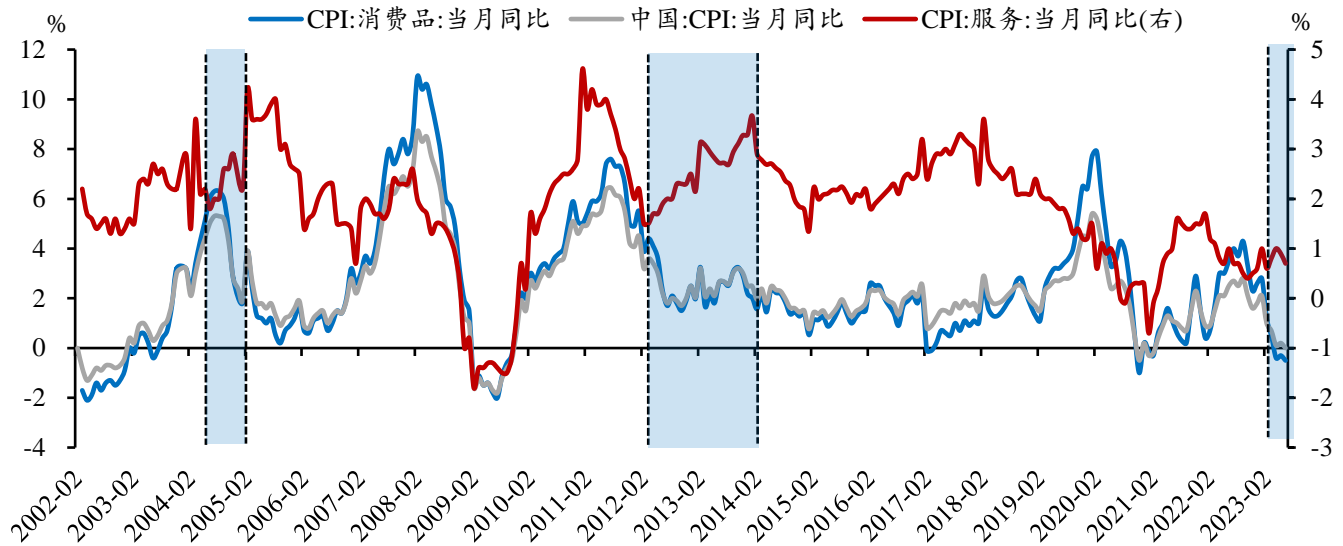
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，工业部门产能过剩仍对工业消费品价格有压制。今年 4 月以来，消费品 CPI 同比连续三个月处于负增长区间，扣除能源的工业消费品价格由 5 月环比持平转为 6 月环比下降 0.3%，导致 6 月工业消费品同比降幅继续

扩大1个百分点，回落至-2.7%，扣除能源的工业消费品价格同比降幅也有扩大，进一步回落至-0.5%。

第三，Q2 以来服务消费价格同比涨幅略有回调，显示需求恢复步调偏慢。二季度以来，服务消费价格同比增速一直有回调，6月服务CPI同比继续回落至0.7%，是今年以来的次低水平。4-6月服务消费价格涨幅回调，显示需求恢复步调偏慢。在本轮复苏中，经济主要呈结构性复苏特征，即服务CPI表现好于消费品CPI表现。而二季度呈现出来的物价组合是“消费品持续负增，服务涨幅略有回调”，这显示出二季度需求恢复步调比较缓慢。

图 3：消费品 CPI 同比增速连续三个月处于负增速区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

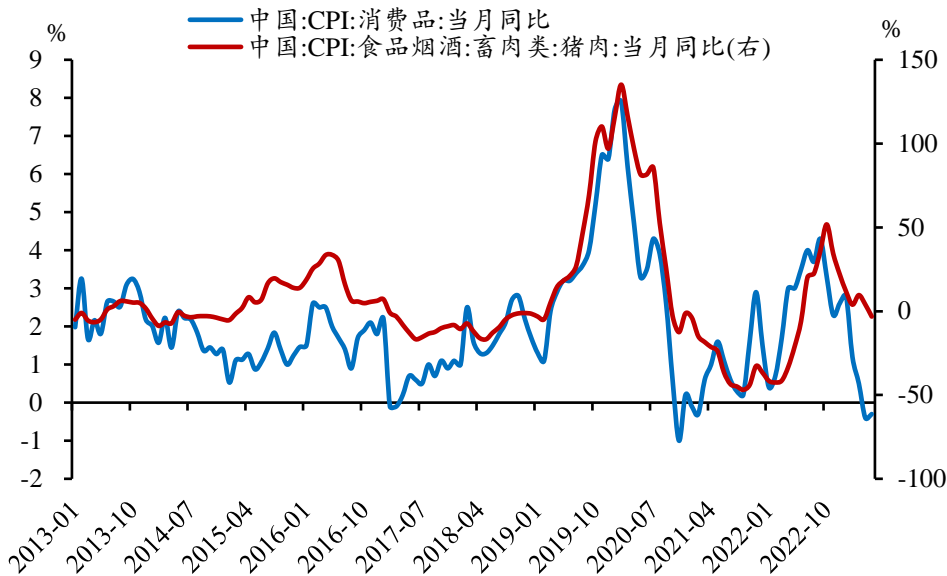
6月通胀数据显示出当前国内物价压力仍存，在此背景下，我们认为年内通胀低点或尚未过去，7月CPI可能还会继续下行，我们预计CPI有1-2个月陷入负增速区间，主要有三个方面的原因：

第一，猪周期下行未结束，猪价上涨幅度有限。去年6月底-7月初，猪肉价格开始明显上行，而目前猪肉供应充足，再加上今年的收储节奏比去年来说偏慢，短期内猪价或难以大幅上行。当前猪肉产能去化较缓，短期看仍处在周期的摸底阶段。在去年基数抬高的背景下，猪价同比降幅可能进一步扩大，继续加剧对消费品价格的压力。

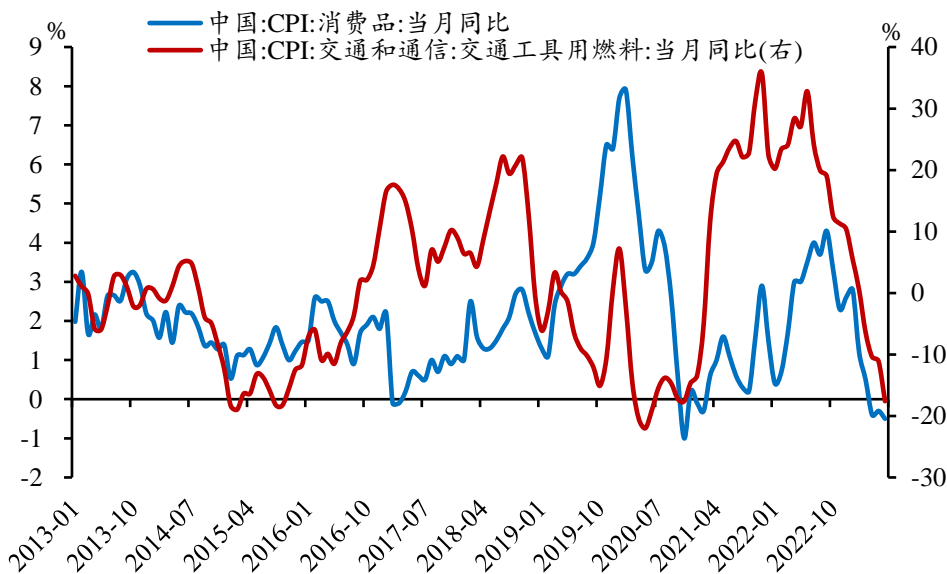
第二，短期内国际油价对通胀的压制可能延续。受海外经济景气度走弱的影响，国际原油需求的支撑力量减弱。去年同期的地缘政治因素导致能源价格基数较高，进而拖累今年整体物价涨幅，短期内这对今年CPI的压制或将延续。

第三，在产能周期的影响下，经济延续工业品通缩的特征。5000户工业企业设备能力利用水平与产能利用率高度相关。目前，工业产能利用率已降至历史较低水平。2023Q1工业产能利用率为74.3%，已经降至2015-2016年水平，即供给侧改革取得成效前的水平。在产能周期等多个周期共振下降的背景下，通胀仍处于较低水平。

综合来看，7月物价水平可能继续探底。当前处于经济修复早期，通胀处于较低水平，我们认为短期内CPI可能还会走低，或会出现1-2个月的负增长，低点预计在7月。但即使单月CPI暂时性跌入负区间，并不意味着通缩，因为暂时性跌入负区间与持续性负增长并不等同。

图 4：猪肉价格下行，加剧消费品价格下行压力


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：油价下行，加剧消费品价格下行压力


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、三季度 PPI 同比降幅或将收窄

6 月 PPI 同比降 5.4%，预期降 5%，前值降 4.6%。6 月 PPI 同比降幅连续第六个月扩大，PPI 的同比降幅不仅比市场预期更加悲观，而且创下 2015 年 12 月以后的新低。

首先，6 月 PPI 同比大幅回落既有去年基数的影响，也有今年大宗商品价格回落的影响。

1) 6 月是最大的高基数效应。6 月 PPI 环比下降 0.8%，同比下降 5.4%，PPI 当月环比降幅出现收窄而同比降幅却在扩大，显示出 6 月 PPI 同比回落有去年基数的影响。其中，生产资料和生活资料 PPI 同比延续 5 月下降趋势，仍位于负增长区间。国家统计局数据显示，今年上半年，PPI 比去年同期下降 3.1%。

从生产资料的大类行业来看，同比降幅最大的分项依旧是采掘业，同比降幅扩大至两位数（-16.2%），而原材料、加工工业价格分别为-9.5%和-4.7%（见图7）。分行业看，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、煤炭开采和洗选业价格降幅在14.9%-25.6%之间，且降幅均扩大，这些行业合计影响PPI同比下滑2.81个百分点，比5月影响扩大0.71个百分点。

2) 石油、煤炭等大宗商品价格回落，多数行业价格环比延续下降趋势。受国际市场原油价格继续回落的影响，多数相关行业延续5月环比下降趋势。其中，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%；而煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别环比下降6.4%和2.2%。

环比降幅上，PPI环比降幅收窄主要源自上游的生产资料价格变动。6月PPI环比下降0.8%，降幅较5月收窄0.1个百分点。其中，生产资料价格降幅收窄0.1个百分点，而生活资料价格降幅与5月相同。

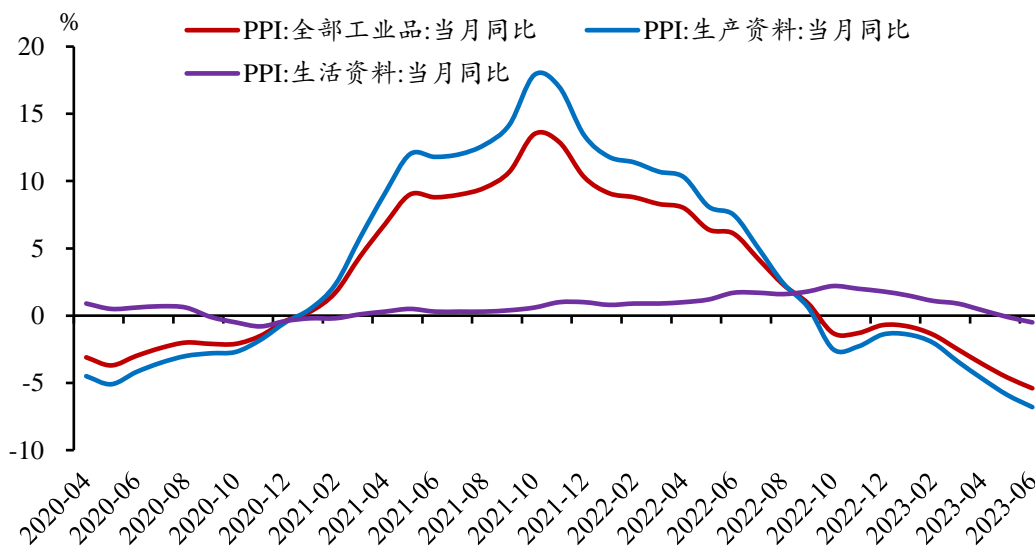
需要注意的是，一些技术密集型行业价格环比小幅上涨。飞机制造、智能消费制造和医疗仪器设备及器械制造价格上涨0.2%。此外，风力发电和太阳能发电价格分别上涨2.6%和1.4%。

其次，我们认为，PPI下行态势已经在筑底，预计三季度降幅将出现收窄。

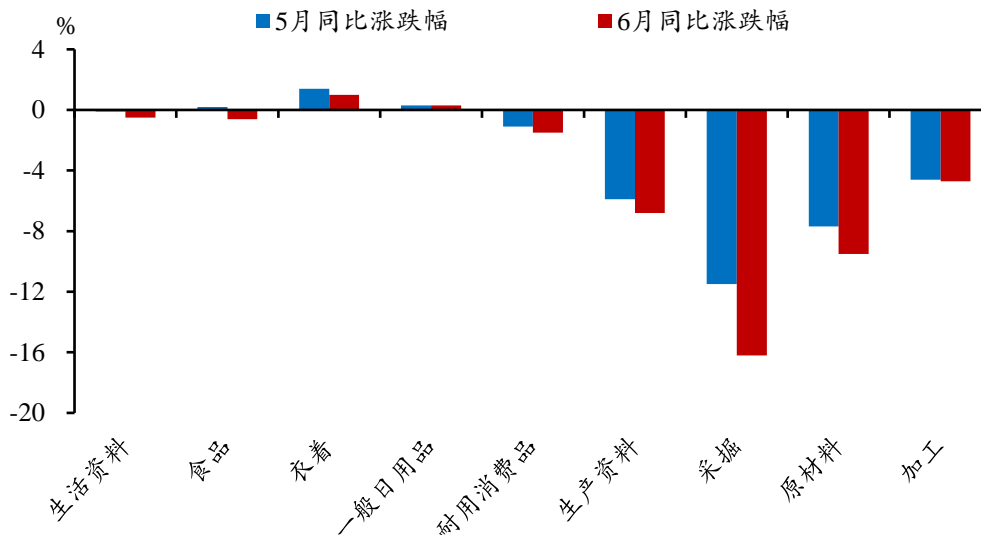
一是最大的高基数效应或将褪去。6月PPI环比降幅已经收窄，而PPI同比降幅仍继续扩大，反映出PPI的变动很大一部分源自于去年高基数效应的影响。2023年下半年，国际原油等大宗商品的高基数效应将有所减弱，下半年伴随高基数效应减弱，PPI翘尾因素将有所回升，PPI同比降幅有望收窄。

二是国内经济恢复慢但仍在修复进程，预计缓慢修复将对冲部分负增。当前国内需求属于恢复性增长，从6月PMI表现来看，需求不足问题仍是突出的矛盾，政府释放出“多部门正密集谋划新一轮稳增长政策”的信号，再加上经济本身也在缓慢修复，我们认为后续PPI探底后或将逐步回升。但由于全年翘尾因素的拖累，预计PPI大概率延续负增，因此三季度PPI或呈现出降幅收窄态势。

图 6：6月PPI同比降幅继续走阔



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：最上游的采掘工业降幅依然最大


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

三、后续 PPI-CPI 剪刀差或将收窄

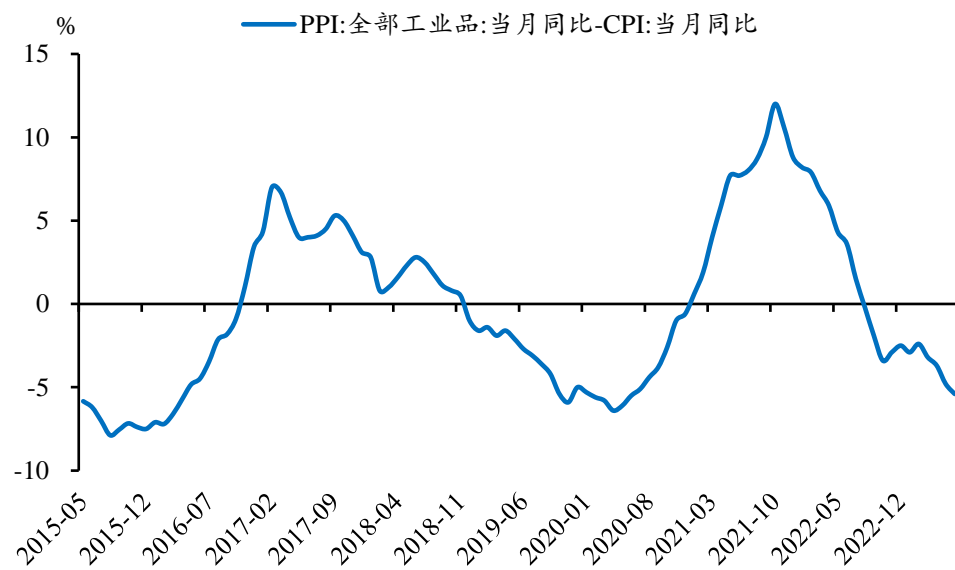
总结来看，6月消费者价格指数同比增速为0%，而生产者价格指数进一步下跌，这表明二季度国内经济恢复的步调偏慢，而价格方面的疲软态势也表明当前的需求疲软已给经济增长带来阻力，国内出台更多刺激政策的必要性正在上升。

目前来看，央行已经开启了政策窗口。6月以来，货币政策已经加大了逆周期调控力度。比如：6月央行小幅下调了一项关键的政策利率，政府部门还延长了电动汽车购买者的税收优惠。根据我们的最新研判，下一阶段，货币政策有望维持积极取向。我们认为未来降准和降息均有可能，一是央行可能重新加强信贷投放的窗口指导；二是三季度末前后或有“功能性”降准；三是国内产能周期触底前，央行或再次降息。

在经济回升过程中，根据国内自身的修复动能来看，我们认为，下半年CPI在经历1-2月的负区间后，或将进入缓慢上行阶段。下半年CPI同比中枢有抬升趋势，但CPI上升幅度有限。而PPI同比增速正在触底，三季度PPI降幅或将收窄。根据历史经验，PPI-CPI剪刀差走势和PPI走势更相关，相关系数达0.89。

因此，结合CPI和PPI的走势来看，我们认为后续PPI-CPI剪刀差或将出现趋势性收窄。

图 8: PPI 和 CPI 间的差距在扩大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险, 国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanguiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com

华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。