

## PPI 或已见底

## ——6 月通胀数据点评

## 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**猪油共振向下压制 CPI 同比。**6 月 CPI 同比持平，涨幅较上月下降 0.2 个百分点，低于市场预期。同比增速的放缓主要可归因于今年价格变动的新影响（新涨价因素影响-0.5 个百分点，前值-0.3 个百分点），翘尾因素则与上月一致，均为 0.5 个百分点。猪油共振向下，食品和能源项拖累较重，服务则持续修复，价格由负转正。本月 CPI 数据所受负面拖累主要有两点：一则是**猪肉价格持续下降**。本轮猪周期下行未结束，供大于求的背景下猪价持续磨底，叠加高基数扰动，猪价是本月 CPI 同比放缓的主要拖累因素。二则是**工业消费品价格降幅扩大**。一方面，国际油价下行拖累能源价格继而影响交通工具用燃料、居住水电燃料分项价格。另一方面，扣除能源之后的工业消费品价格同为拖累。根据统计局表述，工业消费品（扣除能源）价格转弱或受“618”商家促销活动影响，此外本月部分工业原料价格持续回落以及涨价商品的传导滞后可能也对工业消费品价格形成压制。此外本月通胀数据还有两点边际变化值得关注。一是**鲜菜价格明显反弹**。菜价同比增速的大幅回升既来自去年基数的走低，也受当月鲜菜价格边际上行的驱动，高温雨水天气影响鲜菜供给继而抬升其市价。二是**服务环比上行**，表明其正处于持续修复的进程中。

**PPI 或已触底。**6 月 PPI 同比降幅较前值扩大，继续处于通缩区间，同样不及市场预期。一方面去年同期基数仍然偏高，翘尾因素影响近-3 个百分点，此外本月 PPI 环比也在继续下探，主要拖累来自生产资料分项，尤其是煤炭、石油相关。大类行业中，采掘、原材料及加工行业价格同比降幅出现不同程度的下滑，环比也持续负增，细分结构来看，同比降幅居前的主要为煤炭和石油相关上游行业，主要与本月煤炭及国际原油价格持续回落有关。

值得注意的是，6 月南华期货商品指数环比回正，为何 PPI 仍环比回落？我们理解两者的背离有以下两点原因：一则是**6 月部分大宗商品价格仍在下行**。前文提到，本月油价及煤炭价格的下行致使相关行业 PPI 同比回落明显，由此拖累整体工业品价格。根据统计局表述，上述行业合计影响 PPI 同比下降 2.81 个百分点左右，比上月的影响扩大 0.71 个百分点。二则是**PPI 滞后于大宗商品价格变动近一个月左右**，即大宗商品的价格上涨在 PPI 中得到体现需要时间。本月 PPI 反映的主要是

上一个月的大宗商品价格，彼时南华期货商品指数环比负增明显，从这个角度来说，两者其实是吻合的。向后看，鉴于6月南华期货商品指数环比已回正，这一边际转变大概率可在7月PPI环比中得到体现，再加上7月PPI同比翘尾因素上行至1.3个百分点至-1.5%，**6月PPI-5.4%的同比增速很大可能已是底部。**

**PPI有望回升补充向上动能。**6月CPI及PPI均低于市场预期，菜价的明显抬升未能抵消猪油共振向下的影响，此外高基数扰动仍存，PPI暂未反映6月大宗价格的涨势。对于物价下阶段走势，考虑到今年1月能繁母猪存栏量才环比转正，短时间内猪价难有明显上行支撑，这将一定程度上压制CPI同比增速，此外核心CPI同比仍处偏低水平，依旧反映出消费偏弱的问题，这意味着后续政策托举的必要性仍存，客观上也为货币政策留出空间。PPI方面，鉴于领先性的大宗商品价格已于6月环比转正，叠加7月高基数效应明显减弱，本月或为同比底部，后续工业品价格大概率步入上行通道，这有望改善企业盈利从而促进其增加资本开支，为经济补充向上动能。

**风险提示：**1.政策力度不及预期。2.海外地缘政治风险。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. 猪油共振向下压制 CPI 同比 .....	5
3. PPI 或已触底 .....	6
4. PPI 有望回升补充向上动能 .....	8

## 图表目录

图表 1: CPI 同比持平.....	5
图表 2: 猪价下行拖累 CPI 同比.....	6
图表 3: 油价下行压制相关分项价格.....	6
图表 4: 鲜菜价格由负转正.....	6
图表 5: 服务价格边际回升.....	6
图表 6: PPI 同比及环比继续走弱.....	7
图表 7: 石油与煤炭相关行业 PPI 同比明显回落.....	7
图表 8: PPI 滞后于大宗商品价格一个月左右.....	8

## 1. 数据

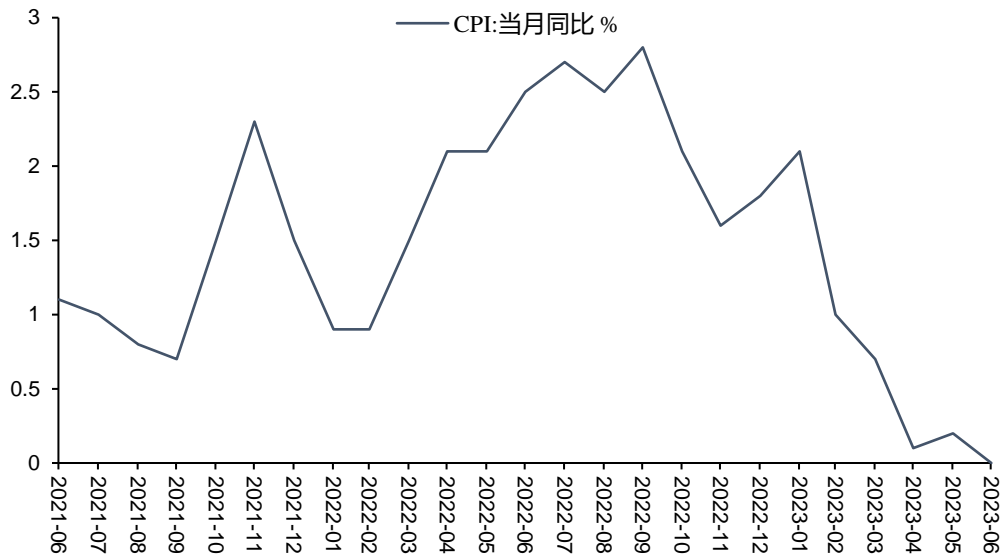
中国 6 月 CPI 同比 0%，市场预期上涨 0.2%，前值上涨 0.2%。

中国 6 月 PPI 同比下降 5.4%，市场预期下降 5.0%，前值下降 4.6%。

## 2. 猪油共振向下压制 CPI 同比

6 月 CPI 同比持平，涨幅较上月下降 0.2 个百分点，低于市场预期。同比增速的放缓主要可归因于今年价格变动的新影响（新涨价因素影响-0.5 个百分点，前值-0.3 个百分点），翘尾因素则与上月一致，均为 0.5 个百分点。环比来看，本月相比前值下降 0.2%，猪油共振向下，食品和能源项拖累较重，服务则持续修复，价格由负转正。

图表 1: CPI 同比持平



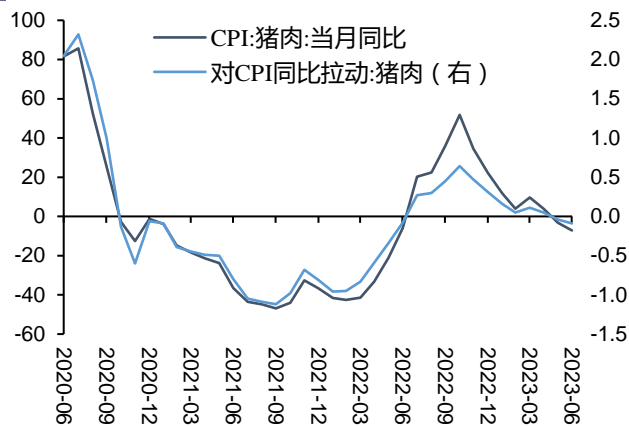
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

本月 CPI 数据是积极与消极因素综合作用的结果，负面拖累主要有两点：

一则，猪肉价格持续下降。本月猪肉价格同比下降 7.2%（前值下降 3.2%），环比则下降 1.3 个百分点。高基数及边际上的转弱共同拉低本月猪价同比增速，对 CPI 同比拉动也由上月-0.04 个百分点下降至-0.09 个百分点。本轮猪周期下行未结束，供大于求的背景下猪价持续磨底，也是本月 CPI 同比放缓的主要拖累。

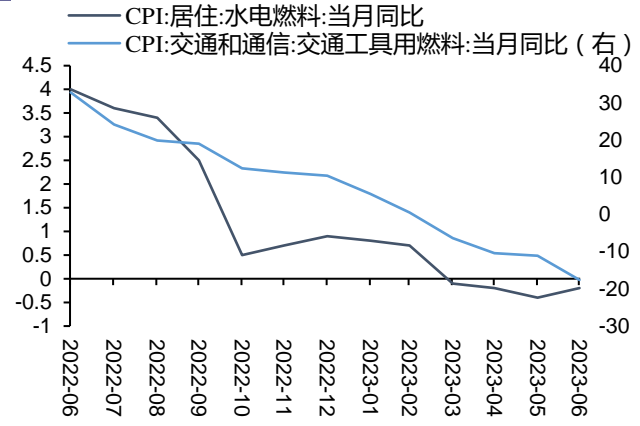
二则，工业消费品价格降幅扩大。一方面，国际油价下行拖累能源价格。6 月国内能源价格环比及同比降幅均较上月有所扩大，与能源密切相关的交通工具用燃料、居住水电燃料当月同比均为负增，分别同比下降 17.6、0.2 个百分点，环比也均有所下行，降幅各自为 1.3%、0.1%。交通通信分项对 CPI 同比拉动也下降至-0.73 个百分点（前值-0.44 个百分点）。另一方面，扣除能源之后的工业消费品价格同比下降 0.5%，环比则由持平转为下降 0.3%，同为拖累。根据统计局表述，工业消费品（扣除能源）价格转弱或受“618”商家促销活动影响，此外本月部分工业原料价格持续回落以及涨价商品的传导滞后可能也对工业消费品价格形成压制。

图表 2: 猪价下行拖累 CPI 同比



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

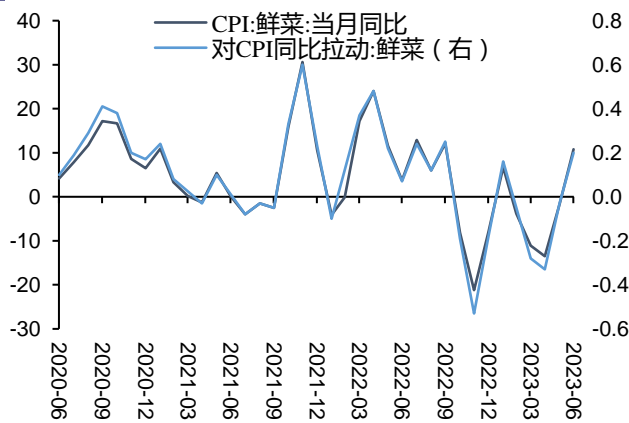
图表 3: 油价下行压制相关分项价格



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

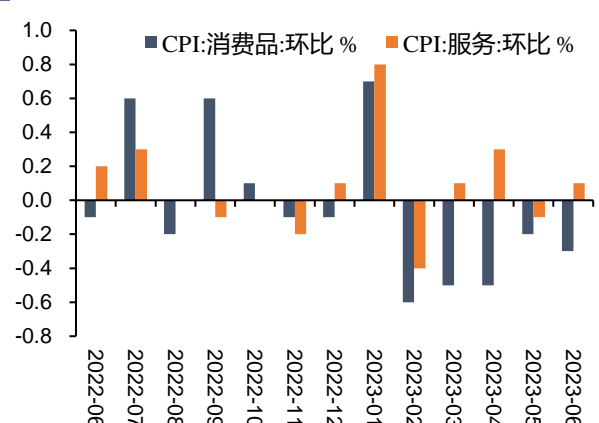
此外本月通胀数据还有两点边际变化值得关注。一是**鲜菜价格明显反弹**。6月鲜菜价格对CPI同比拉动由负转正,为0.2个百分点,前值为-0.03个百分点,部分抵消猪油拖累。本月鲜菜同比上涨10.8%(前值-1.7%),菜价同比增速的大幅回升既来自去年基数的走低,也受当月鲜菜价格边际上行的驱动,相比上月,6月份菜价环比上涨2.3%,同样转为正增,高温雨水天气影响鲜菜供给继而抬升其市价。二是**服务环比上行**。6月服务分项价格相比上月有所回升,上行0.1个百分点(上月为环比下降0.1%)。同比涨幅则因基数影响小幅回落。具体分项中,家庭服务、交通工具使用和维修均环比正增。服务分项价格的边际改善释放一定积极信号,表明其正处于持续修复的进程中。

图表 4: 鲜菜价格由负转正



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 5: 服务价格边际回升

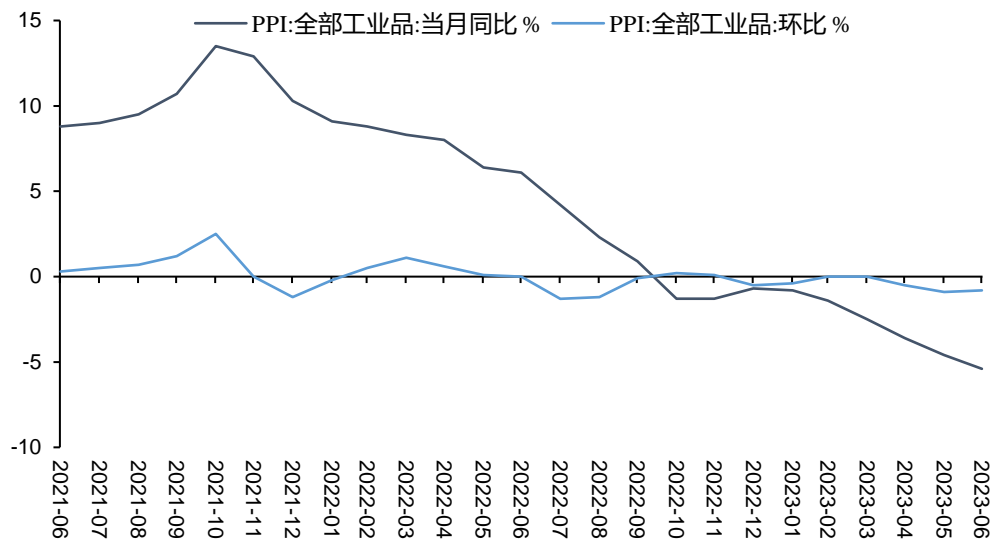


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

### 3. PPI 或已触底

6月PPI同比降幅较前值扩大0.8个百分点至5.4%,继续处于通缩区间,同样不及市场预期。一方面去年同期基数仍然偏高,翘尾因素影响近-3个百分点,此外就边际而言,本月PPI也在继续下探,环比同为负增,较上月下降0.8%。主要拖累来自生产资料分项,尤其是煤炭、石油相关。

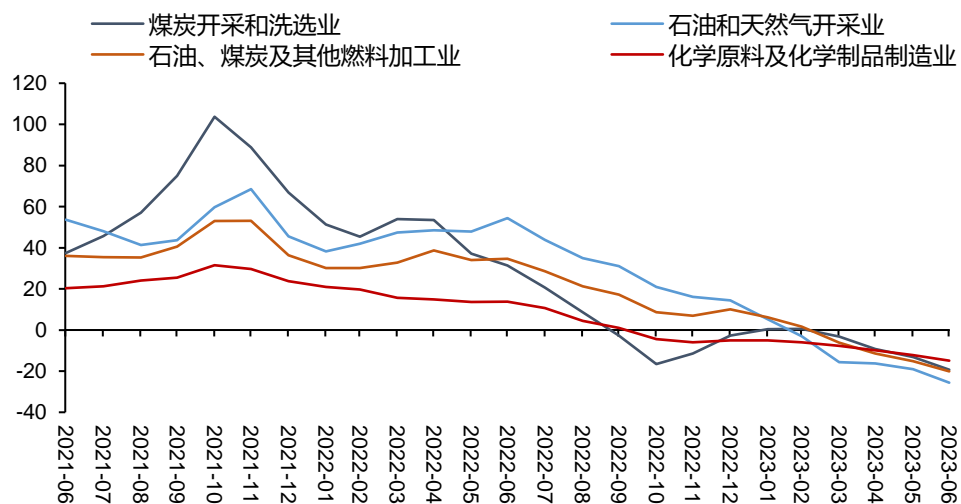
图表 6: PPI 同比及环比继续走弱



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

大类行业中,生产资料同比持续负增,下降 6.8 个百分点,环比则下降 1.1%,采掘、原材料及加工行业价格同比降幅出现不同程度的下滑,环比也持续负增,其中上游采掘工业同比增速下滑明显(同比下降 16.2%,前值-11.5%),环比走弱程度也最深(环比下降 3.5%,前值-3.4%)。细分结构来看,同比降幅居前的主要为煤炭和石油相关上游行业。本月煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业价格同比降幅均在 14 个百分点以上,并且较前值均有扩大,环比来看上述行业降幅也相对明显。主要与本月煤炭及国际原油价格持续回落有关。

图表 7: 石油与煤炭相关行业 PPI 同比明显回落

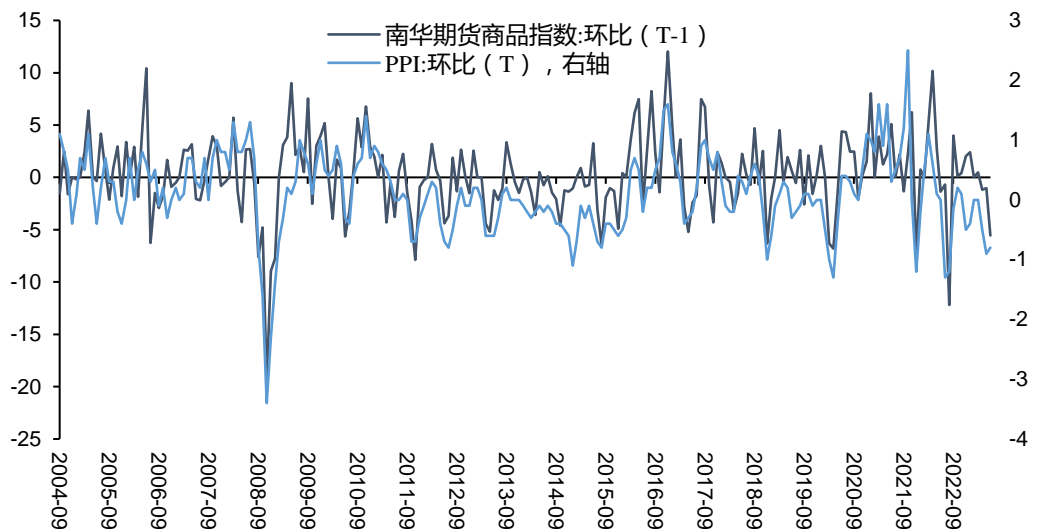


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

值得注意的是,6 月南华期货商品指数环比回正,为何 PPI 仍环比回落?我们理解两者的背离有以下两点原因:一则,6 月部分大宗商品价格仍在下行。前文提到,本月油价及煤炭价格的

下行致使相关行业 PPI 同比回落明显，由此拖累整体工业品价格。根据统计局表述，上述行业合计影响 PPI 同比下降 2.81 个百分点左右，比上月的影响扩大 0.71 个百分点。二则，PPI 滞后于大宗商品价格变动近一个月左右，即大宗商品的价格上涨在 PPI 中得到体现需要时间，本月 PPI 反映的主要是上一个月的大宗商品价格，彼时南华期货商品指数环比负增明显，从这个角度来说，两者其实是吻合的。向后看，鉴于 6 月南华期货商品指数环比已回正，这一边际转变大概率可在 7 月 PPI 环比中得到体现，再加上 7 月 PPI 同比翘尾因素上行至 1.3 个百分点至 -1.5%，6 月 PPI -5.4% 的同比增速很大可能已是底部。

图表 8：PPI 滞后于大宗商品价格一个月左右



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

#### 4. PPI 有望回升补充向上动能

6 月 CPI 及 PPI 均低于市场预期，菜价的明显抬升未能抵消猪油共振向下的影响，此外高基数扰动仍存，PPI 暂未反映 6 月大宗价格的涨势。对于物价下阶段走势，考虑到今年 1 月能繁母猪存栏量才环比转正，短时间内猪价难有明显上行支撑，这将一定程度上压制 CPI 同比增速，此外核心 CPI 同比仍处偏低水平，依旧反映出消费偏弱的问题，这意味着后续政策托举的必要性仍存，客观上也为货币政策留出空间。PPI 方面，鉴于领先性的大宗商品价格已于 6 月环比转正，叠加 7 月高基数效应明显减弱，本月或为同比底部，后续工业品价格大概率步入上行通道，这有望改善企业盈利从而促进其增加资本开支，为经济补充向上动能。

**风险提示：**1.政策力度不及预期。2.海外地缘政治风险。



## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。