

6月通胀数据解读



左景冉 分析师

Email: zuojingran@lczq.com

证书: S1320523020001

投资要点:

6月国内CPI延续2023年上半年以来的弱势表现，食品价格下跌是环比数据的主要拖累项。分项来看，六月进入食品传统消费淡季，相关商品价格普遍进入季节性回调周期，猪肉供给充裕，需求仍然不旺，市场仍处于猪周期底部阶段，且上行动力不足，同时国内居民消费意愿仍然不强，服务业恢复速度不及预期，食品价格环比表现偏弱。非食品方面，国内成品油价格下跌，能源分项成为主要拖累，其他各分项环比增速分化显示当前国内市场复苏节奏存在差异，工业耐用品消费意愿低于服务类商品。

6月国内PPI受22年同月高基数影响，同比数据加速下行，更具意义的环比降幅较略有收窄，但连续三个月处在负区间，未来数月或将延续弱势表现。分项来看，内需定价商品方面，煤价下跌成为主要拖累项，其余行业受地产终端需求疲软、国内市场去库存周期以及市场整体需求恢复尚处在筑底周期的影响，商品价格随较上月实现部分修复，但整体表现依旧疲软。外需定价商品方面，受全球经济下行的影响，国内出口延续低景气，价格未有明显改善。产业链角度来看，上游商品端受市场负面影响更为明显，中游耐用品价格体现出一定韧性，考虑上游原材料价格下行的影响，中游相关企业利润能够得到一定保证，日常必需品价格表现则领先市场，部分行业商品价格6月甚至实现环比正增长。

展望7月，CPI定基基数高企的压力仍在，同比数据表现预计难有较大改善，考虑暑期消费季临近及厄尔尼诺极端天气对农产品供给端的影响，预计环比数据或将实现转正。2022年5-6月为PPI年度基数高位，预计7月数据同比降幅能够实现部分修复，考虑当前国内市场正处于生产淡季同时叠加去库存周期，环比数据修复幅度预计有限。后市数据走向仍将取决于国内经济复苏节奏，密切跟踪未来是否会有结构性市场刺激政策的出台。

风险提示: 国内经济复苏动能不足、地缘政治影响扩大、海外经济超预期下行、美联储持续加息等。

相关报告

6月PMI数据解读

2023.07.05

目 录

1. CPI: 食品为主要拖累, 非食品内部修复节奏分化	4
2. PPI: 环比降幅边际改善, 商品价格仍在筑底周期	6
3. 未来展望	9
4. 风险提示	9

图目录

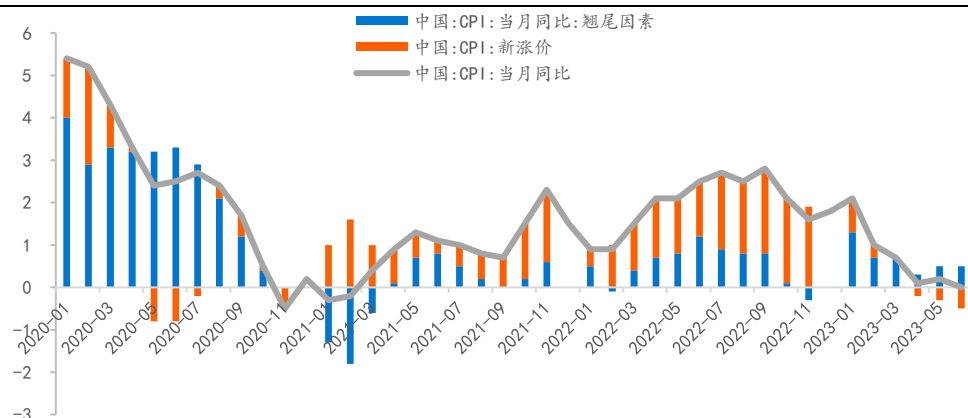
图 1	6 月国内 CPI 同比数据持续处于低位区间 (%)	4
图 2	2023 年国内 CPI 同比数据走势弱于均值水平 (%)	4
图 3	环比数据走势基本符合历史性规律 (%)	4
图 4	食品价格下跌是 6 月 CPI 环比数据主要拖累项 (%)	5
图 5	多数食品分项价格季节性回调 (%)	5
图 6	油价下滑, CPI 燃料分项成为环比主要拖累项 (%、元/吨)	5
图 7	6 月核心 CPI 环比增速低于均值 (%)	6
图 8	6 月制造业及服务业 PMI 持续走低	6
图 9	服务类及工业耐用品分项 6 月环比数据与均值对比 (%)	6
图 10	PPI 同比增速主要受去年同期高基数影响	7
图 11	PPI 环比数据连续三月负增长	7
图 12	煤价对 PPI 拖累加剧	7
图 13	内需定价商品需求疲软	7
图 14	房地产消费未见明显回暖	8
图 15	国内去库存周期尚未结束	8
图 16	内需恢复尚处于筑底周期	8
图 17	外需不振拖累原油系商品价格	8
图 18	上游大宗商品端受市场的负面影响更为明显	9

2023年7月10日，国家统计局公布6月国内通胀数据，CPI同比持平，略低于预期，环比下降0.2%，降幅与5月相同；PPI同比下降5.4%，市场预期下降5%，环比下降0.8%，5月环比下降0.9%。

1. CPI: 食品为主要拖累，非食品内部修复节奏分化

6月国内CPI延续2023年上半年以来的弱势表现，目前处在低位区间。同比增速与上月持平，略低于市场预期，较5月下滑0.2个百分点，其中，新涨价因素降幅显著扩大。同比下滑0.6个百分点，连续三月处在负增长区间。该现象近五年仅在2020年5月-7月出现，且当前时点新涨价因素CPI降幅仍在持续扩大，显示目前国内消费市场恢复速度不及市场预期。

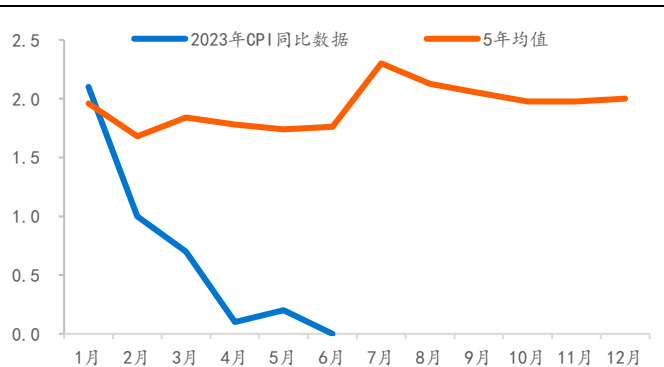
图1 6月国内CPI同比数据持续处于低位区间(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

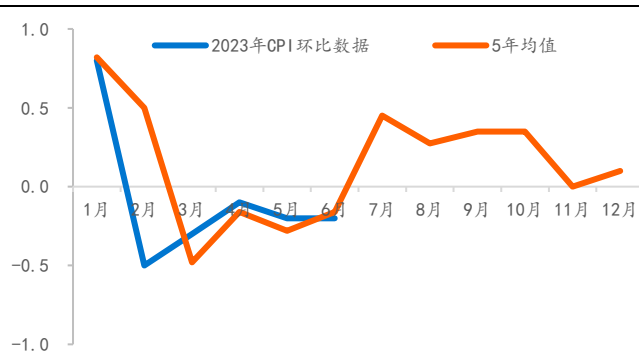
2023年国内CPI同比数据持续走弱，5月略有反弹，6月再度小幅下滑，目前处在历史低位区间，预计逐步实现企稳，与历史均值对比看2023年走势明显弱于均值水平。环比增速-0.2个百分点大致处在历史均值水平，可视为季节性回调。

图2 2023年国内CPI同比数据走势弱于均值水平(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图3 环比数据走势基本符合历史性规律(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

分项来看，食品价格下跌是6月CPI环比数据的主要拖累项，但相较5月跌幅有所收敛。6月国内多数地区受极端高温天气的影响，供给端受阻推动鲜菜价格超预期上涨，环比上行2.3个百分点。而其余食品分项环比增速则普遍下行，但跌幅相较5月多数有所收敛，猪肉、鲜果、水产品、蛋类环比增速分别-1.3%、-1.7%、-1.2%、2.2%。

食品分项环比弱势表现主要原因包含以下几点:

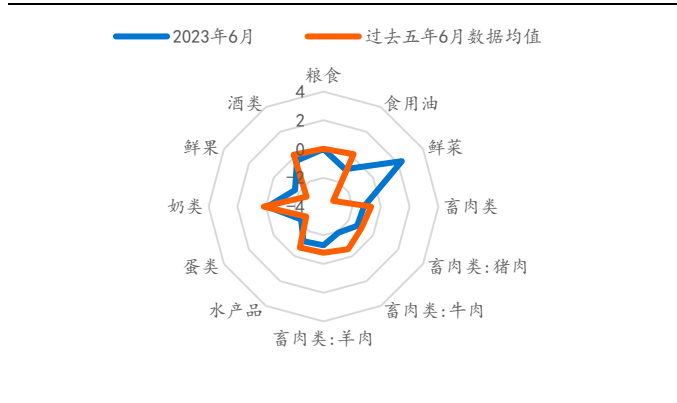
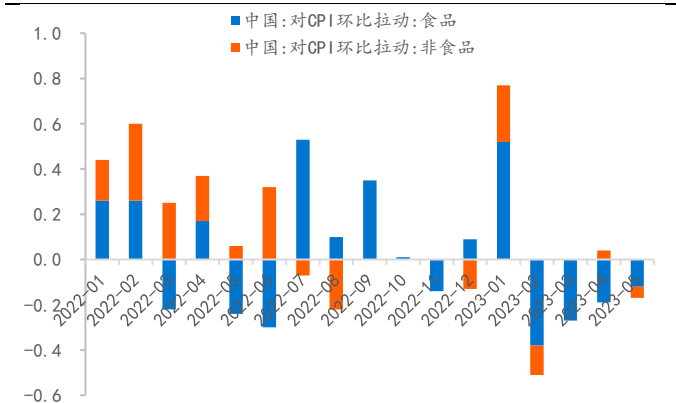
第一，六月为食品传统消费淡季，相关商品价格普遍进入季节性回调周期。

第二，猪肉供给充裕，需求仍然不旺，市场仍处于猪周期底部阶段，且上行动力不足。

第三，5月食品价格受假期消费效应拉动，部分价格有所回升，但这种拉动并不能长期持续，国内居民消费意愿仍然不强，服务业恢复速度不及预期。

图4 食品价格下跌是6月CPI环比数据主要拖累项(%)

图5 多数食品分项价格季节性回调(%)

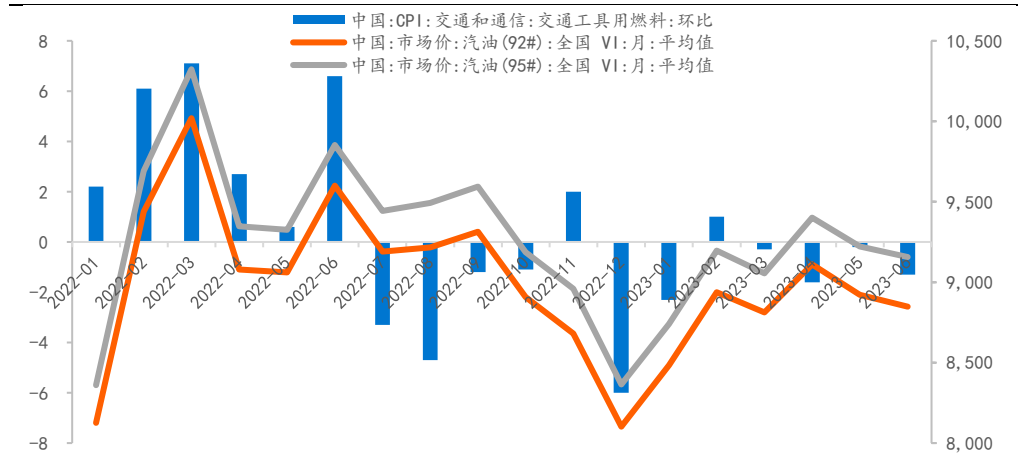


资料来源: Wind, 联储证券研究院

资料来源: Wind, 联储证券研究院

非食品方面，国际能源价格持续走弱，国内成品油价格处在低位区间，CPI交通工具用燃料分项环比降幅重新走阔，6月环比下滑-1.3%，为主要拖累项。

图6 油价下滑，CPI燃料分项成为环比主要拖累项(%, 元/吨)

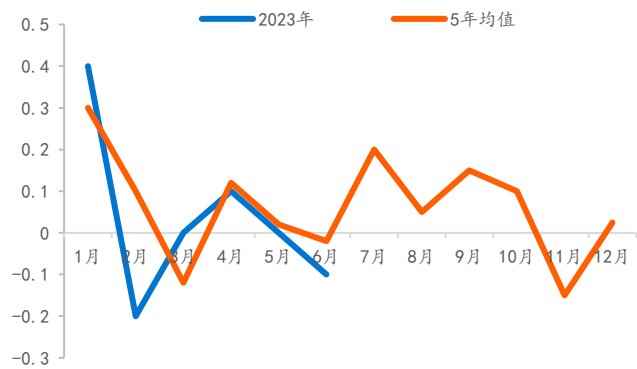


资料来源: Wind, 联储证券研究院

核心CPI环比增速季节性走弱，同比增速持续放缓，PMI数据显示市场景气度下滑。

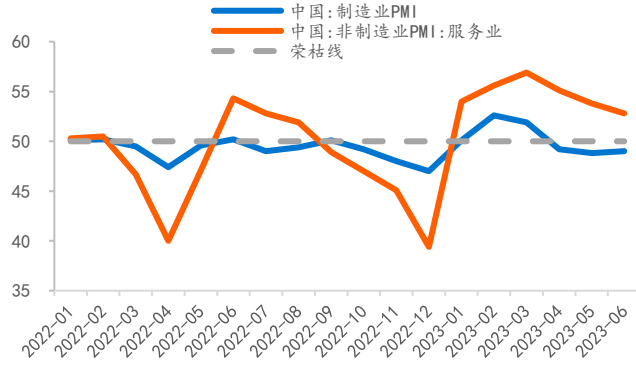
6月国内核心CPI同比增速回落至0.4%，相较5月下月下滑0.2个百分点，环比增速再次进入负区间。核心CPI走弱存在季节性调整因素，但6月环比回调幅度已经显著低于5年均值水平。月初公布的PMI数据制造业PMI连续三月位于荣枯线下方，服务业PMI降至年度新低，核心CPI和PMI数据同时显示当前国内市场景气度仍然较为低迷。

图7 6月核心CPI环比增速低于均值(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图8 6月制造业及服务业PMI持续走低



资料来源: Wind, 联储证券研究院

各分项环比增速分化显示当前国内市场复苏节奏存在差异,工业耐用品消费意愿低于服务类商品。6月国内服务业市场复苏节奏虽然难言旺盛,但相关商品价格已经实现部分修复。CPI房租分项环比增速恢复正增长,显示当前就业市场尚属稳定;旅游分项环比降幅收窄,交通工具使用分项恢复正增长,显示国内消费市场正在复苏,且以上三分项环比表现均优于历史均值水平。而工业耐用品表现则相对疲软,通信工具分项环比降幅收窄,电子通信产业周期或已实现筑底,但权重更高的交通工具分项商品价格仍持续走弱,显示当前国内汽车市场竞争激烈,相关厂商去库存压力较大,多数需要采用降价促销或购车优惠等方式刺激消费者购买商品。

图9 服务类及工业耐用品分项6月环比数据与均值对比(%)



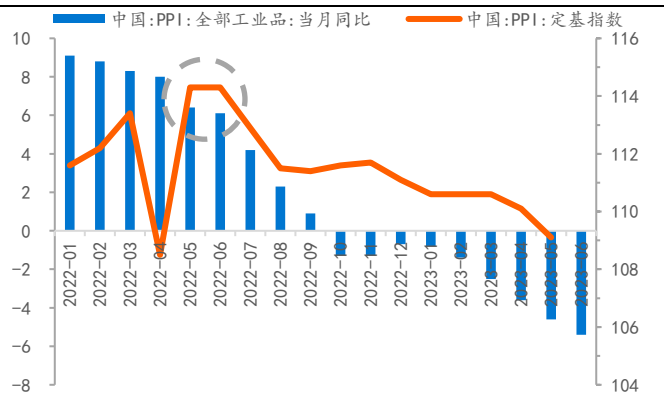
资料来源: Wind, 联储证券研究院

2. PPI: 环比降幅边际改善, 商品价格仍在筑底周期

6月国内PPI同比数据延续下行趋势,降幅较5月扩大0.8个百分点,从PPI定基指数角度来看,当前PPI同比加速下行主要原因是受去年同月高基数的影响,未来伴随定基指数减少,同比降幅有望实现企稳。

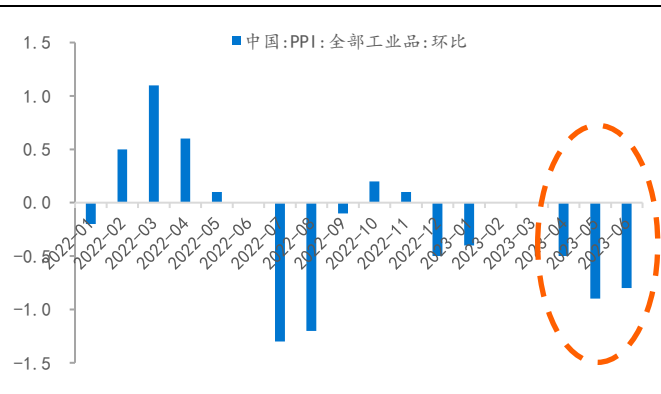
相较同比数据而言,更具有说明意义的指标为环比数据。6月国内PPI降幅较5月略有收窄,环比下滑-0.8%,连续三个月处在负区间,且按照当前降幅,未来数月或将延续弱势表现。

图10 PPI 同比增速主要受去年同期高基数影响



资料来源：Wind，联储证券研究院

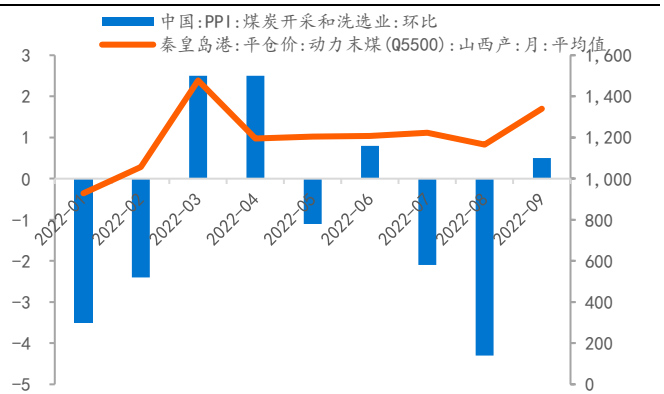
图11 PPI 环比数据连续三月负增长



资料来源：Wind，联储证券研究院

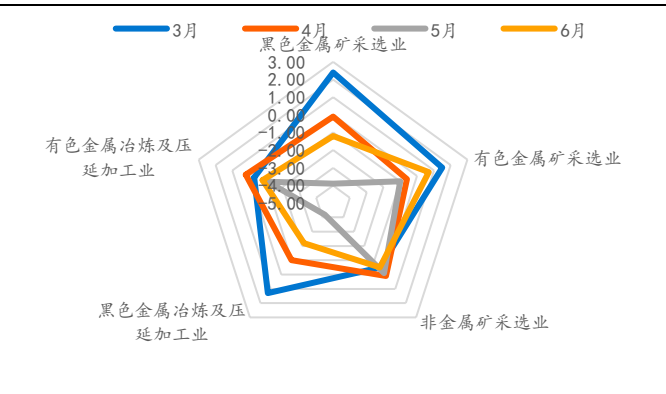
分项拆分 PPI 环比数据，内需定价商品方面国内煤价持续走弱带动煤炭开采及洗选业成为 6 月 PPI 环比数据的主要拖累项，6 月环比下行 6.4 个百分点。其他内需定价行业，包括黑色金属矿采选、有色金属冶炼、黑色金属冶炼、非金属矿采选分别环比下行 -1.2%、-0.8%、-2.2%、-0.5%，多数行业商品价格相较 5 月实现部分修复，但整体水平较年初仍有较大差距，仅受内需定价能力较弱的有色金属矿产端实现正增长，环比上行 0.7%。

图12 煤价对 PPI 拖累加剧



资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 内需定价商品需求疲软

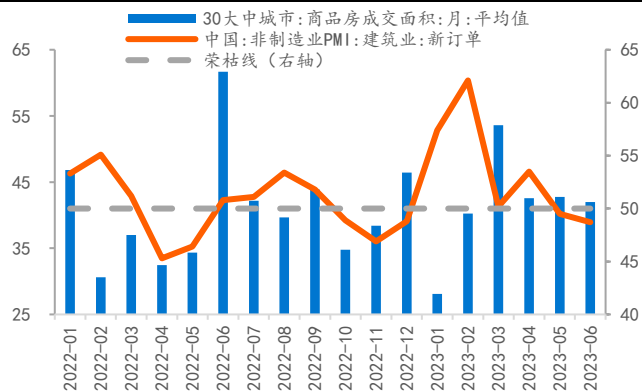


资料来源：Wind，联储证券研究院

究其原因，我们认为主要包含以下几点：

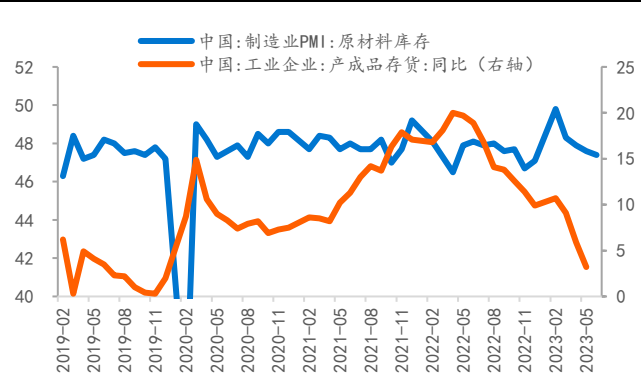
- 第一，政策刺激下国内房地产市场实现筑底，但终端需求整体性回暖周期尚未到来，上游相关商品包括螺纹钢、热卷、水泥等市场需求疲软。
- 第二，6月国内 PMI 库存分项持续走低，工业企业产成品库存同比数据下行，预示我国本轮去库存周期未见反转，预计未来仍将持续，相关制造业原材料商品价格仍旧处在年度低位。
- 第三，国内市场需求恢复尚处在筑底周期，以主要选取样本为中国市场计算的南华商品指数为例，6月均值相较5月实现反弹，反映至 PPI 环比数据端降幅有所收窄，但月度均值仍处在年度低位区间，市场总需求复苏尚需时日。

图14 房地产消费未见明显回暖



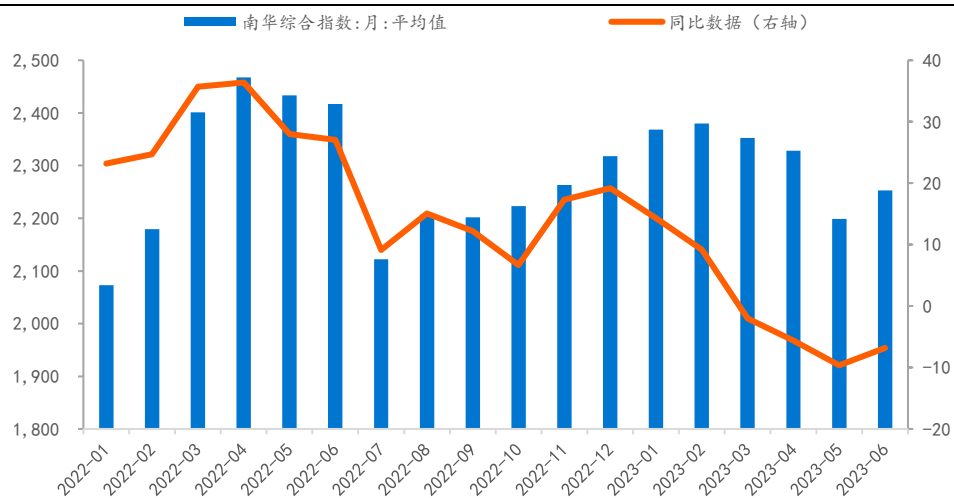
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图15 国内去库存周期尚未结束



资料来源: Wind, 联储证券研究院

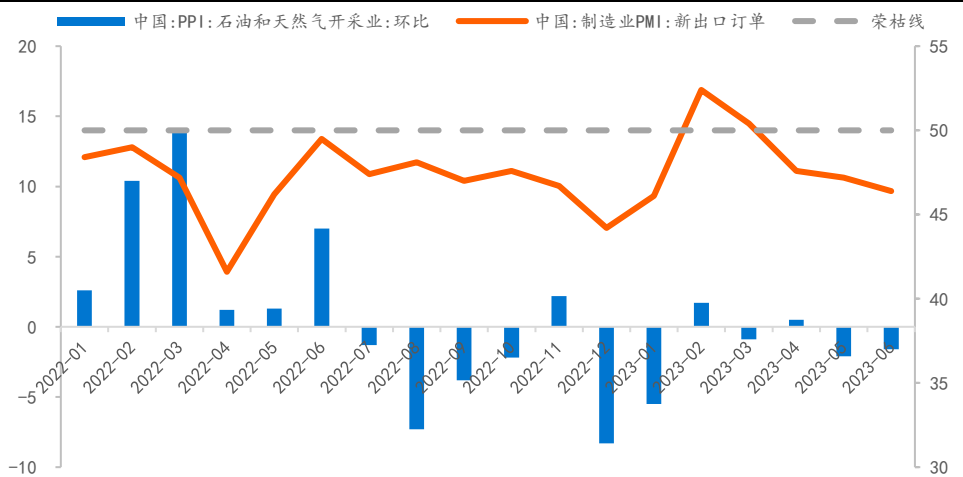
图16 内需恢复尚处于筑底周期



资料来源: Wind, 联储证券研究院

外需定价商品方面，受全球经济下行的影响，国内出口延续低景气，6月出口PMI依旧位于荣枯线下方，反映至商品端原油价格处在年度低位区间，并未有明显反弹，石油及天然气开采业PPI环比下行1.6个百分点，相较5月降幅略有收窄。

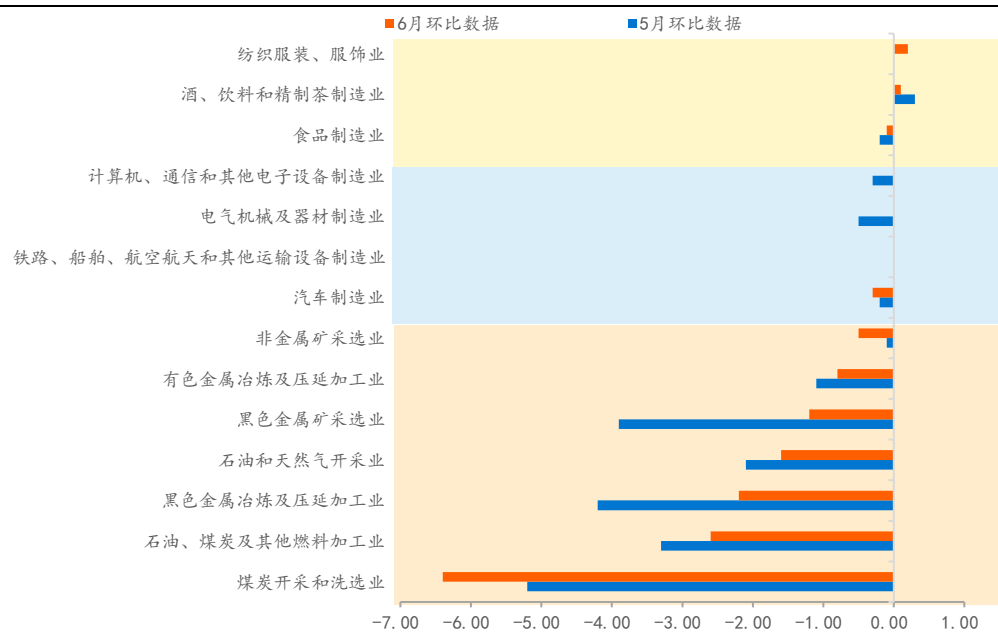
图17 外需不振拖累原油系商品价格



资料来源: Wind, 联储证券研究院

从产业链角度来看，上游商品端受市场负面影响更为明显，6月多数上游行业商品价格领跌，但跌幅较5月实现部分收窄；中游耐用品价格体现出一定韧性，除汽车制造业外其他行业6月商品价格均完成筑底，考虑上游原材料价格下行的影响，中游相关企业利润能够得到一定保证；日常必需品价格表现则领先市场，部分行业商品价格6月甚至实现环比正增长。

图18 上游大宗商品端受市场的负面影响更为明显



资料来源：Wind，联储证券研究院

3. 未来展望

展望7月，CPI定基基数高企的压力仍在，同比数据表现预计难有较大改善，考虑暑期消费季临近及厄尔尼诺极端天气对农产品供给端的影响，预计环比数据或将实现转正。2022年5-6月为PPI年度基数高位，预计7月数据同比降幅能够实现部分修复，考虑当前国内市场正处于生产淡季同时叠加去库存周期，环比数据修复幅度预计有限。后市数据走向仍将取决于国内经济复苏节奏，密切跟踪未来是否会有结构性市场刺激政策的出台。

4. 风险提示

国内经济复苏动能不足、地缘政治影响扩大、海外经济超预期下行、美联储持续加息等

免责声明

联储证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000