

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

CPI 短期或低位徘徊 PPI 存有反弹可能

—6月物价数据点评

2023年7月11日

分析师:

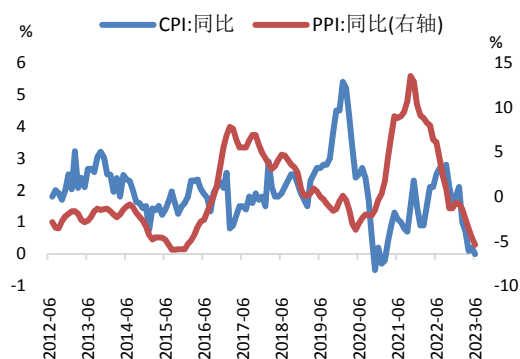
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI 与 PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《通胀低于预期 短期或低位徘徊—3月物价数据点评》
- 《服务业接棒工业复苏 经济增长向稳态回归》

内容提要:

6月CPI同比持平,预期0.1%,前值0.2%;PPI同比-5.4%,预期-5.0%,前值-4.6%。

经济弱复苏叠加基数效应拖累CPI涨幅,虽然服务类CPI有所反弹但力度稍弱,核心CPI继续下探,凸显当前终端需求偏弱。展望未来,2022年7月基数较6月上行0.2个百分点,若国内需求修复持续偏弱,则今年7月CPI同比有可能小幅转负。若三季度开局不佳,8月出台增量政策,国内需求修复加快,则年末CPI有可能反弹至1%以上,但全年同比大概率仍在1%以下。

受翘尾因素、高温多雨天气、投资需求偏弱等因素影响,PPI再度超预期下行。不过,下半年PPI或将有所反弹。首先,2022年7月翘尾较6月收窄1.3个百分点,8月则进一步收窄1.2个百分点,9-11月保持平稳;其次,近期南华工业品指数企稳回升有助于拉动PPI反弹,其6月均值环比上涨1.3%,7月上旬继续上涨2.5%,而5月环比回落7.3%。此外,需要关注全球衰退风险上升引致的需求回落与OPEC+减产效应对原油价格进而对PPI的影响。

若三季度开局复苏不及预期,通胀水平进一步回落,则基于夯实复苏基础的增量政策8月出台可期,有助于稳定市场预期以及整体通胀水平。

风险提示: 央行超预期调控,通胀超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济复苏不及预期,国内外疫情超预期变化,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,俄乌冲突升级风险,台海局势不确定性风险,海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 7 月 10 日公布的数据显示，6 月 CPI 同比持平，预期 0.1%，前值 0.2%；PPI 同比-5.4%，预期-5.0%，前值-4.6%。

点评：6 月 CPI、PPI 继续走弱并低于预期，短期通缩压力有所增大。从 CPI 看，经济弱复苏叠加基数效应拖累 CPI 涨幅，虽然服务类 CPI 有所反弹但力度稍弱，核心 CPI 继续下探，凸显当前终端需求偏弱。展望未来，2022 年 7 月基数较 6 月上行 0.2 个百分点，若国内需求修复持续偏弱，则今年 7 月 CPI 同比有可能小幅转负，全年同比大概率仍在 1% 以下。从 PPI 看，受翘尾因素、高温多雨天气、投资需求偏弱等因素影响，其再度超预期下行，不过，下半年 PPI 或将有所反弹。若三季度开局复苏不及预期，通胀水平进一步回落，则基于夯实复苏基础的增量政策 8 月出台可期，有助于稳定市场预期以及整体通胀水平。

1、基数因素与需求偏弱持续拖累 CPI，食品价格总体平稳，非食品价格弱于季节性，核心 CPI 低位再度下探

6 月 CPI 同比持平，持续弱于市场预期（0.1%）。从环比看，6 月 CPI 环比回落 0.2%，稍弱于历史（2011-2019 年，下同）同期均值 0.1 个百分点，其中食品类变化与历史均值一致，非食品价格稍弱。从同比看，食品烟酒类价格同比上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.55 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 10.8%，影响 CPI 上涨约 0.2 个百分点；鲜果价格上涨 6.4%，影响 CPI 上涨约 0.13 个百分点；粮食价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；水产品价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；畜肉类价格下降 3.3%，影响 CPI 下降约 0.1 个百分点，其中猪肉价格下降 7.2%，影响 CPI 下降约 0.1 个百分点。在 6 月 CPI 同比涨幅中，2022 年价格变动的翘尾影响约为 0.5 个百分点，新涨价影响为-0.5 个百分点（5 月为-0.3 个百分点）。

基数因素持续拖累 CPI。2022 年 6 月 CPI 较 5 月上行 0.4 个百分点至 2.5%，当年二季度整体涨幅环比上行 1.1 个百分点，基数走高持续拖累今年二季度以来 CPI 同比涨幅。剔除基数因素后的 CPI 四年平均增速为 1.52%，与 5 月（1.50%）基本持平，后者创下 2005 年下半年以来最低。

食品价格总体稳定。6 月食品价格环比回落 0.5%，持平历史同期均值，二季度整体变化（持平）亦持平于历史同期均值。

肉类价格连续 7 个月环比回落但近 4 个月跌幅持续收窄，对 CPI 涨幅拖累加大。6 月肉禽及其制品价格环比回落 1.2%，大幅弱于历史同期均值（上涨 1.4%）；同比下跌 3.3%，连续 2 个月负增长。其中，受存栏量较

为充裕、消费需求回落等因素影响，猪肉价格环比回落 1.3%，大幅弱于历史同期均值（上涨 2.6%）；同比下跌 7.2%，为近 13 个月最低。能繁母猪产能去化缓慢，根据农业农村部的数据，今年 1-5 月能繁母猪存栏数环比持续减少，但月均变化仅为-0.6%，而 2018 年去化（18 个月）月均变化-3.2%；同时根据 Mysteel 数据定点样本监测，从今年 1 月母猪去化开始，到 6 月底还在持续中，母猪累计去化幅度 1.19%。截至 5 月末的存栏量（4258 万头）是农业农村部《生猪产能调控实施方案（暂行）》中正常保有量（4100 万头左右）的 103.9%，短期供给虽然回落总体仍然较为充足。从基数上看，2022 年 7 月上旬至 9 月末，猪肉价格整体呈现缓慢抬升（区间涨幅为 13.6%），拖累今年三季度涨幅。此外，根据发改委 7 月上旬发布的信息，6 月末生猪价格已进入过度下跌一级预警区间，国家将启动年内第二批中央猪肉储备收储工作，一定程度上有助于稳定价格。综合来看，猪肉价格短期或保持低位波动，同比降幅或有所扩大，但下半年受旺季到来、消费逐步平稳叠加供给可能回落等影响，猪肉价格仍存有上涨可能。

其他主要食品类中仅蔬菜价格上涨。受高温、降雨天气影响，鲜菜价格由 5 月下降 3.4% 转为上涨 2.3%；其他食品供应总体充足，价格大部分下降，其中鸡蛋、鲜果、猪肉和水产品价格降幅在 1.2%-2.6% 之间。从农产品、菜篮子产品批发价格 200 指数走势看，7 月上旬较 6 月下旬小幅下跌。对比国际价格，6 月 FAO 食品价格指数（122.3）回落至 2021 年 7 月水平。

非食品价格连续 3 个月弱于季节性特征。6 月非食品价格环比回落 0.1%，弱于历史同期均值（持平）。分项数据 2 涨 5 降。其中，居住、医疗保健价格均上涨 0.1%；其他用品及服务、生活用品及服务、交通通信价格分别下降 0.6%、0.5% 和 0.5%；衣着、教育文化娱乐价格均下降 0.2%。受国际油价下行影响，国内能源价格下降 0.7%，降幅比 5 月扩大 0.5 个百分点；受 618 商家促销活动等因素影响，扣除能源的工业消费品价格由 5 月持平转为下降 0.3%；服务需求持续恢复，服务价格由 5 月下降 0.1% 转为上涨 0.1%。从服务类 CPI 看，除了 1 月、4 月稍好外，上半年其他 4 个月环比表现均弱于历史同期均值。

核心 CPI 低位再度下探。6 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.4%，较 5 月回落 0.2 个百分点；四年平均增速回落至 0.80%，有数据以来仅高于今年 2 月（0.67%）。

综合而言，经济弱复苏叠加基数效应拖累 CPI 涨幅，虽然服务类 CPI 有

所反弹但力度稍弱，核心 CPI 继续下探，凸显当前终端需求偏弱。展望未来，2022 年 7 月基数较 6 月上行 0.2 个百分点，若国内需求修复持续偏弱，则今年 7 月 CPI 同比有可能小幅转负。若三季度开局不佳，8 月出台增量政策，国内需求修复加快，则年末 CPI 有可能反弹至 1%以上，但全年同比大概率仍在 1%以下。

2、PPI 降幅超预期

PPI 超预期回落。6 月 PPI 环比回落 0.8%，同比回落 5.4%，弱于市场预期（-5.0%），降幅较 5 月扩大 0.8 个百分点。PPIRM 环比回落 1.1%，同比降幅亦较 5 月扩大 0.8 个百分点。在 6 月 5.4%的 PPI 同比降幅中，2022 年价格变动的翘尾影响约为-2.8 个百分点，新涨价影响约为-2.6 个百分点。

生产资料与生活资料环比均连续 3 个月回落。从环比看，6 月生活资料价格环比回落 0.2%，近 7 个月中有 6 个月下跌；生产资料价格回落 1.1%，连续 2 个月降幅超过 1 个百分点。从四年平均增速看，生活资料（0.5%）好于 2016-2019 年均值，生产资料则相对偏弱。

从行业看，多数下跌尤其是采掘业跌幅加大，技术密集型行业价格则有所上涨。其中，受国际市场原油价格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下降 2.6%、1.6%、0.8%。煤炭、钢铁供给量大，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别下降 6.4%、2.2%。一些技术密集型行业价格上涨，其中飞机制造价格上涨 1.0%，智能消费设备制造价格上涨 0.4%，医疗仪器设备及器械制造价格上涨 0.2%。另外，电力生产中的风力发电和太阳能发电价格分别上涨 2.6%、1.4%。

从原因看，一是翘尾因素仍然较高；二是 6 月高温多雨天气对基建、地产施工产生一定扰动，对相关工业品需求减弱；三是投资需求仍然偏弱影响大宗商品需求，从高频数据看，6 月石油沥青装置开工率低于常态时期均值，水泥价格持续回落；四是 4 月后半个月原油价格持续下行，5-6 月在近 1 年半低位徘徊，对相关行业价格拖累较大。

下半年 PPI 或将有所反弹。首先，2022 年 7 月翘尾较 6 月收窄 1.3 个百分点，8 月则进一步收窄 1.2 个百分点，9-11 月保持平稳；其次，近期南华工业品指数企稳回升有助于拉动 PPI 反弹，其 6 月均值环比上涨 1.3%，7 月上旬继续上涨 2.5%，而 5 月环比回落 7.3%；同时，若三季度开局复苏不及预期，通胀水平进一步回落，则基于夯实复苏基础的增量

政策 8 月出台可期，有助于稳定市场预期以及整体通胀水平。此外，需要关注全球衰退风险上升引致的需求回落与 OPEC+ 减产效应对原油价格进而对 PPI 的影响。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层