



## CPI 零通胀

### ——2023 年 6 月中国物价数据点评

内需持续疲弱叠加经济重启脉冲效应消散，6 月物价数据继续探底。CPI 同比增速 0（市场预期 0.1%），继续逼近通缩；环比增速-0.2%，连续第五个月为负。PPI 同比增速-5.4%（市场预期-5.0%），跌幅连续第六个月走阔；环比增速-0.8%，连续第三个月下跌。

我国经济中的通缩风险显著上升。CPI 方面，商品、房租、能源继续构成显著拖累，服务分项支撑亦在减弱。房租、机动车、家用器具、通讯工具、交通工具用燃料等分项 CPI 同比全面下跌。PPI 方面，美欧持续加息，叠加我国地产开工疲弱，全年工业品价格或持续通缩。前瞻地看，CPI 通胀即将转负，读数可能继续低于市场预期。

#### 一、CPI 通胀：内需持续疲弱

CPI 通胀新涨价因素跌幅连月走阔，对 CPI 通胀的拖累由 5 月的 0.3pct 进一步走阔至 6 月的 0.5pct，整体 CPI 通胀水平亦被拖累至 0。结构上看，除猪周期持续向下外，内需疲弱令非食品项开始大幅拖累 CPI 通胀水平。

食品项同比增速升至 2.3%，拉升 CPI 通胀 0.4pct，肉类通胀跌幅在猪周期带动下走阔，但鲜菜、鲜果通胀在基数支撑下大幅走强。猪肉价格连续第 6 个月下跌，同比跌幅亦在走阔，牛肉、羊肉价格随之同比下跌；去年 6 月疫情对鲜菜、鲜果价格的支撑不复存在，基数回落支撑今年 6 月鲜菜、鲜果通胀，鲜菜 CPI 通胀超 10%。值得注意的是，粮食、食用油、水产品、乳制品、鸡蛋分项环比动能全面弱于季节性，尽管这



不是食品通胀在数据层面的主导因素,但却在经济意义上更能说明海外输入和内需疲弱对通胀水平的拖累。

非食品项 CPI 同比下跌 0.6%，拖累 CPI 通胀 0.4pct，格局上与 5 月相似，商品、房租、能源构成三重拖累，服务构成支撑，但能源通胀跌幅走阔且服务通胀支撑减弱。“价格战”叠加需求疲弱，使得机动车价格同比跌幅走阔至 4.3%，连续 12 个月同比下跌。通讯工具 (-1.5%)、家用器具 (-1.8%) 价格亦在弱需求影响下同比下跌。地产疲弱对房租通胀的压制亦在持续，房租价格同比下跌 0.2%，连续 13 个月同比下跌。由于去年 6 月原油价格见顶，高基数令交通工具用燃料价格跌幅走阔至 17.6%。经济重启脉冲消失后，服务通胀支撑边际趋弱。旅游价格连续第二个月环比下跌，同比涨幅从 5 月的 8.0% 跌至 6 月的 6.4%，驱动服务项 CPI 通胀从 0.9% 跌至 0.7%。代表内需的核心 CPI 通胀环比增速跌至 -0.1%，显著低于季节性水平，“弱内需”格局未见改善。

## 二、PPI 通胀：持续通缩

PPI 通缩持续时长已达三个季度。6 月 PPI 同比增速跌至 -5.4%，较前值下行 0.8pct；环比增速 -0.8%，较前值上行 0.1pct。

去年 6 月原油价格快速冲顶，叠加今年 6 月主要大宗商品价格在弱需求主导下继续下跌，上游 PPI 同比跌幅大幅走阔。上游 PPI 同比跌幅走阔至 16.2%（前值 11.5%），生产资料 PPI 同比跌幅随之走阔至 6.8%（前值 5.9%）。商品通缩和猪价下跌亦对 PPI 形成拖累。生活资料 PPI 同比跌幅走阔至 0.5%，其中食品类同比下跌 0.6%，耐用品同比下跌 1.5%。

由于海外加息周期压制外需，地产、商品消费疲弱压制内需，主要大宗商品价格同比、环比继续普跌。同比来看，石油天然气 (-25.6%)、

煤炭 (-19.3%) 跌幅均在走阔, 黑色金属 (-13.9%) 亦在大幅下跌, 仅有色金属 (2.8%) 通胀为正; 环比来看, 煤炭 (-6.4%) 价格在季节性影响下跌幅最大, 石油天然气 (-1.6%)、黑色金属 (-1.2%) 跌幅次之, 仅有色金属 (0.7%) 在铜价支撑下环比上行。

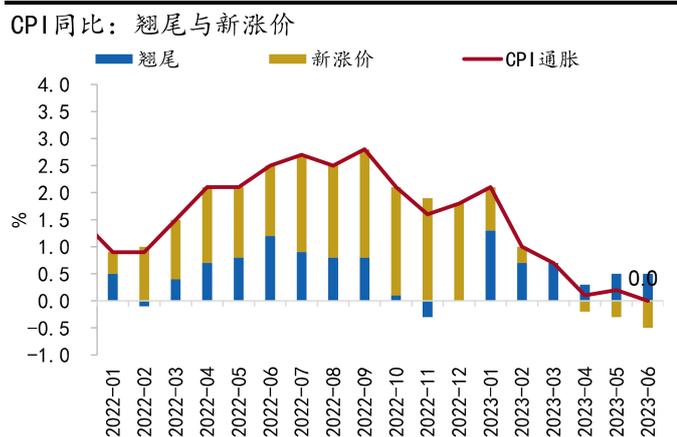
### 三、前瞻: CPI 通胀或现负增长

前瞻地看, CPI 通胀或将于 7 月转负, 至年底将有所回升。随着 6 月核心通胀水平大幅低于季节性, 弱内需持续拖累商品通胀、疫后重启脉冲消失拖累服务通胀和地产低迷拖累房租通胀这三大问题或令 CPI 通胀水平持续低于市场预期。预计 PPI 年内将维持通缩, 但跌幅将逐步收窄。

(作者: 谭卓 王天程)

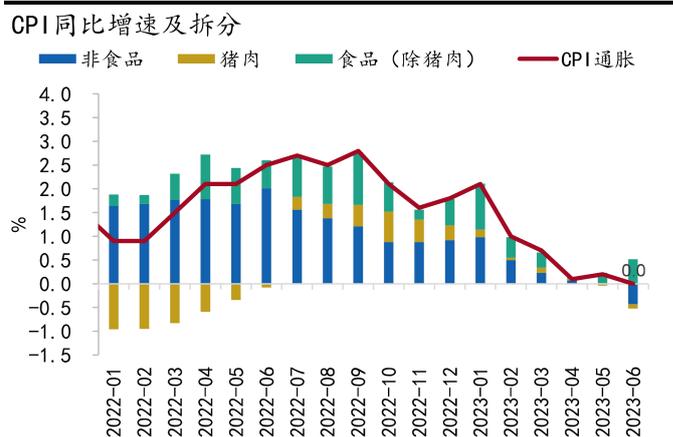
## 附录

图 1: CPI 通胀新涨价因素跌幅连月走阔



资料来源: Wind、招商银行研究院

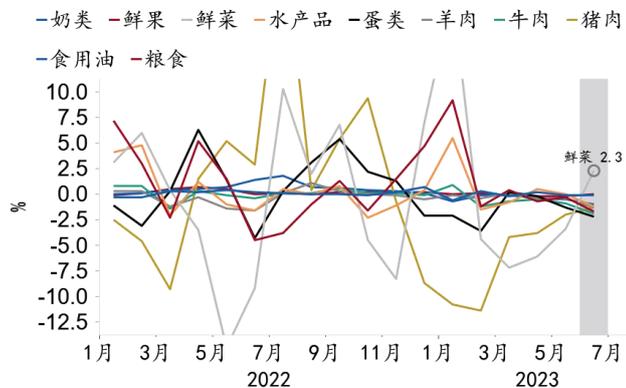
图 2: 非食品项大幅拖累 CPI 通胀



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 3: 多数食品分项环比动能走弱

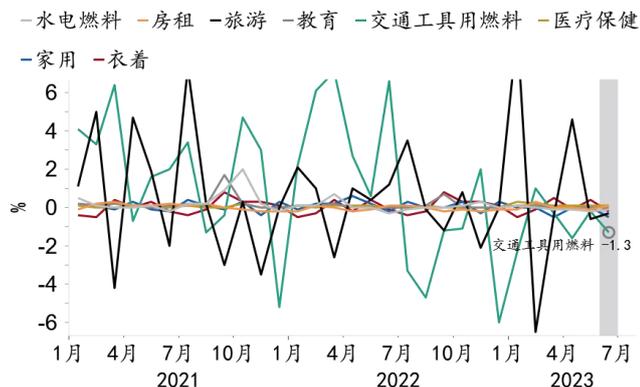
主要食品项CPI环比



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 非食品项环比动能亦在趋弱

主要非食品项CPI环比



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: PPI 各分项全面通缩

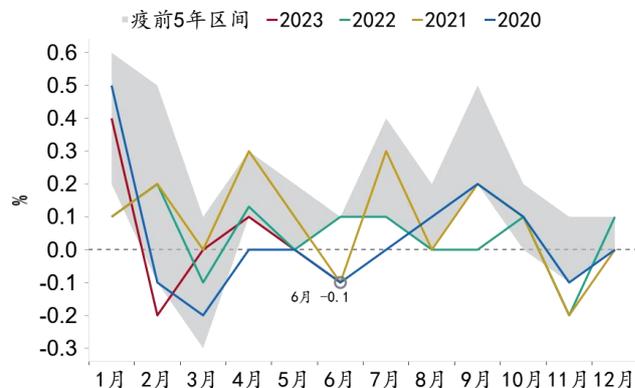
PPI 各分项当月同比



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 核心 CPI 环比大幅弱于季节性

核心CPI环比增速



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: PPI 通缩已持续三个季度

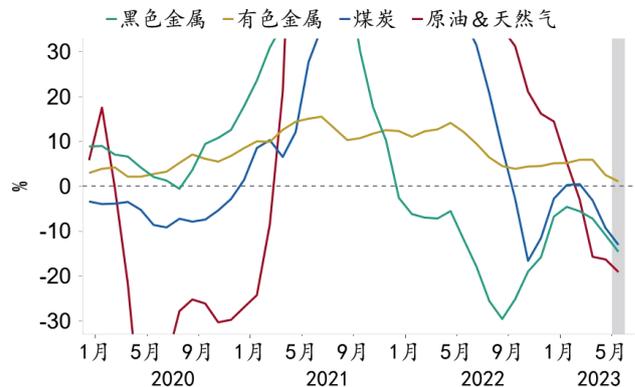
PPI 同比与环比



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 主要大宗商品同比增速全面下行

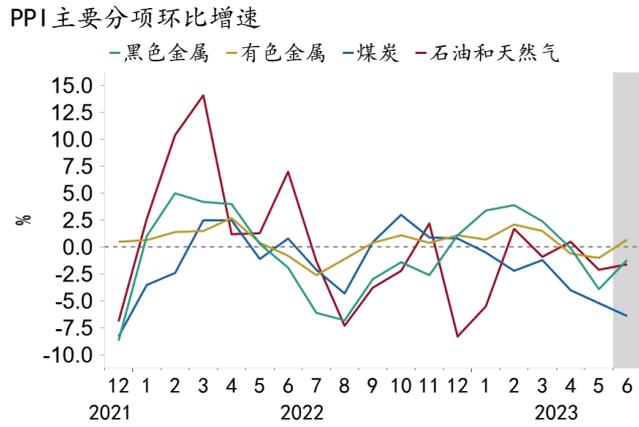
PPI 主要分项同比增速



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

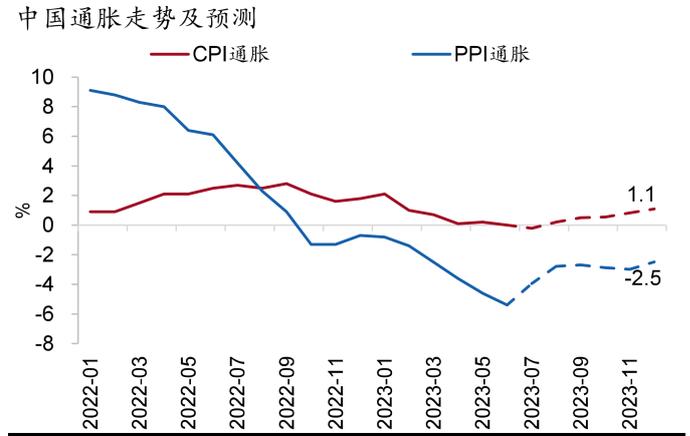


图 9：黑色系跌幅显著收敛



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：PPI 通缩将全年持续



资料来源：Macrobond、招商银行研究院