



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

通胀下行中结构改善

——2023年6月物价数据点评

日期：2023年07月24日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《经济、通胀平稳，货币回落》

——2023年07月10日

《经济平稳不变 物价下行中结构改善》

——2023年07月06日

《汇率 POLL：虽弱无忧》

——2023年06月26日

■ 主要观点

CPI 归 0，PPI 跌幅加深

6 月价格表现继续弱于市场预期（CPI 为 0%，wind 预测均值为 0.1%；PPI 为 -5.4%，wind 预测均值为 -5.0%），价格走势仍然低迷。CPI 归 0，食品中猪肉价格跌幅扩大，非食品项同样走弱，服务与工业消费品价格均有回落。核心 CPI 继续回落，创近期新低，需求偏弱。PPI 在高基数以及主要工业品价格下跌的影响下跌幅进一步加深，行业中石油、化工、煤炭等行业贡献了主要的跌幅。

市场不改波动中回暖态势

随着 2023 年经济、社会生活正常化的进行，经济增长在渡过先期的反弹后逐渐进入平稳运行期。宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

CPI 或转负，PPI 将见底

我们认为中国通胀前景将延续稳中趋降态势。消费品价格走势遵循季节性波动规律，受基数效应影响，同比值 Q3 是最低时期，落入负值是大概率事件。工业品价格水准受大宗商品走势影响，仍将缓慢下行，不过也即将见底，转正或在 2-4Q 后。虽然 CPI 和 PPI 都萎缩，但 PPI 萎缩超过 CPI，CPI 和 PPI 间的剪刀差仍较宽并延续，物价结构的这种变化，实际上有利于工业经济效益的改善。经济和物价偏软的组合下，2023H2 继续降准、降息是大概率事件。

■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：6 月 CPI、PPI 数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 CPI 归 0，低位运行延续	3
2.2 PPI 跌幅不断加深	5
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 CPI 归 0，PPI 跌幅加深	7
3.2 市场不改波动中回暖态势	7
4 事件预测：趋势判断	7
4.1 CPI 或转负，PPI 将见底	7
5 风险提示：	8

图

图 1：CPI 同比、环比 (%)	4
图 2：食物价格分项同比 (%)	4
图 3：非食物分项同比 (%)	5
图 4：PPI 同比、环比 (%)	6
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)	6
图 6：PPI 细项 (%)	7

表

表 1：6 月 CPI、PPI 同比数据 (%)	3
--------------------------------	---

1 事件：6月CPI、PPI数据公布

国家统计局数据显示，2023年6月份，全国居民消费价格同比持平。其中，城市持平，农村下降0.1%；食品价格上涨2.3%，非食品价格下降0.6%；消费品价格下降0.5%，服务价格上涨0.7%。1—6月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.7%。

2023年6月份，全国工业生产者出厂价格同比下降5.4%，环比下降0.8%；工业生产者购进价格同比下降6.5%，环比下降1.1%。上半年，工业生产者出厂价格比上年同期下降3.1%，工业生产者购进价格下降3.0%。

表 1：6月CPI、PPI同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	0	0.2	2.5
PPI 同比	-5.4	-4.6	6.1

资料来源：wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

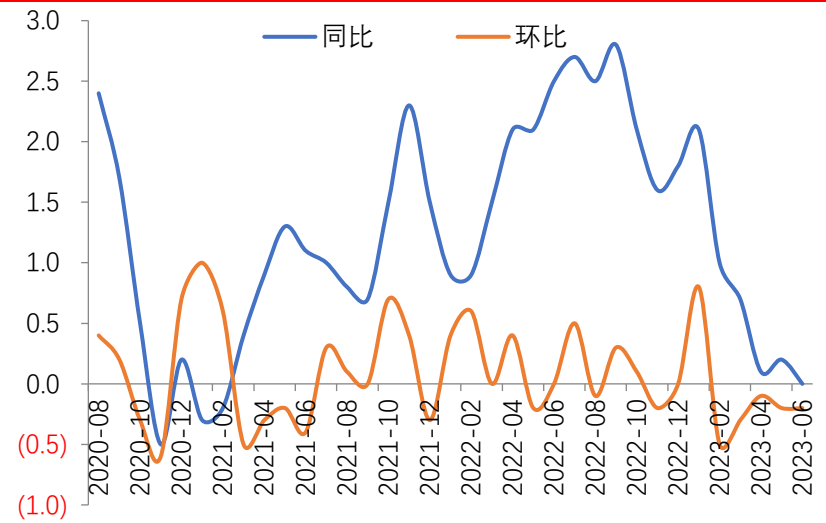
2.1 CPI 归 0，低位运行延续

6月CPI环比下降0.2%，降幅持平上月。其中食品价格仍然疲软，环比下降0.5%，降幅比上月收窄0.2个百分点。食品中除了蔬菜受高温天气的影响价格有所上涨外，其余品种价格均出现了不同程度的下降，猪肉在消费淡季下价格仍然低迷。非食品中能源价格有所回落，工业消费品价格受电商促销影响也有所下降，而服务类价格则有所恢复。

同比方面，CPI由上涨0.2%转为持平。在6月份的CPI同比涨幅中，上年价格变动的翘尾影响约为0.5个百分点，持平上月；今年新的价格影响约为-0.5个百分点，降幅扩大0.2个百分点。因此，同比表现说明是新的价格因素影响较大。食品价格涨幅扩大，但猪肉价格仍偏弱，下降7.2%，降幅比上月扩大4.0个百分点。非食品方面，服务价格涨幅回落，而工业消费品的跌幅扩大，其中能源价格下降较多。

扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.4%，涨幅下降0.2个百分点，创两年来新低，需求偏弱。

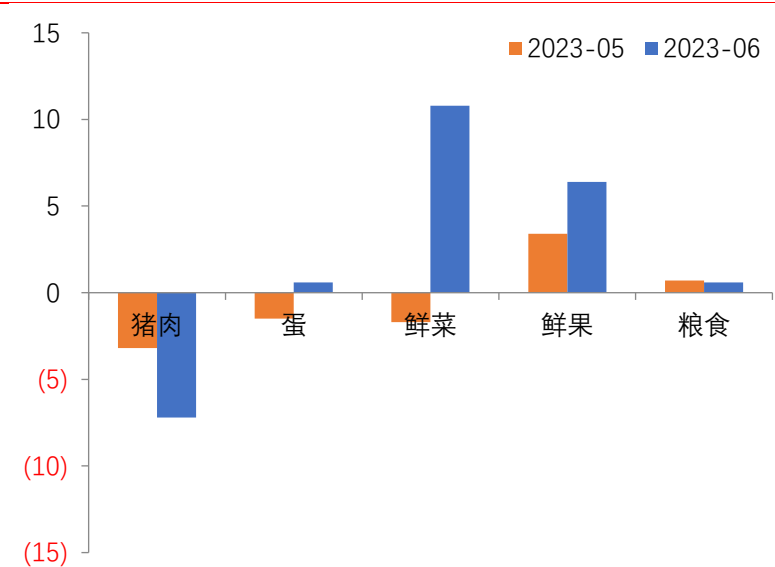
图 1: CPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

同比涨幅从各类商品及服务分类来看, 鲜菜、鲜果价格同比扩大, 而猪肉降幅扩大。食品中, 鲜菜价格上涨 10.8%, 影响 CPI 上涨约 0.20 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 0.10 个百分点, 其中猪肉价格下降 7.2%, 影响 CPI 下降约 0.09 个百分点。

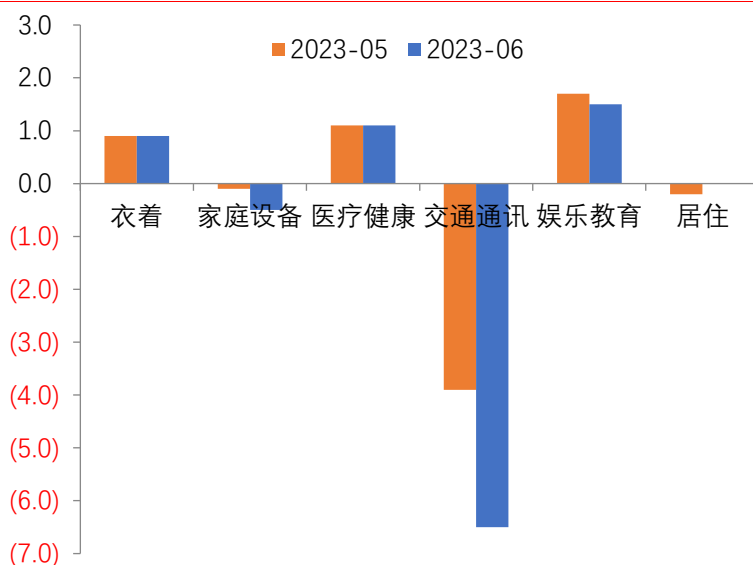
图 2: 食物价格分项同比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

非食品中, 交通通讯价格跌幅进一步扩大。交通通讯中交通工具燃料类下降较多, 主要受能源价格下降的影响。

图 3：非食物分项同比 (%)



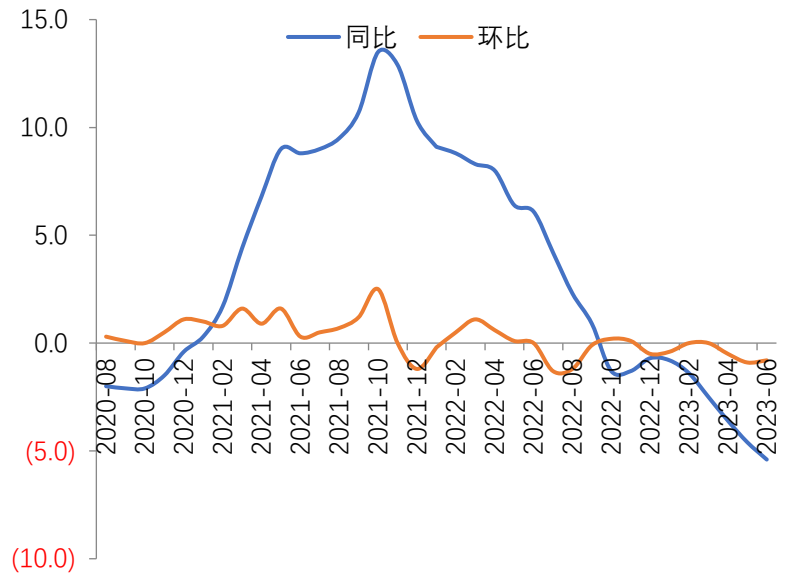
资料来源：wind, 上海证券研究所

2.2 PPI 跌幅不断加深

6月PPI环比下降0.8个百分点，降幅收窄0.1个百分点。其中生产资料价格下降1.1%，降幅收窄0.1个百分点；生活资料价格下降0.2%，降幅与上月相同。国际油价震荡偏下，石油相关行业仍在下跌；有色金属价格也有所回落，带动有色金属冶炼行业价格下跌。另外钢铁、煤炭等行业价格也有不同程度的回落。

同比方面，高基数效应仍然存在，PPI降幅继续扩大，由上月的-4.6%下降至-5.4%。其中在6月份5.4%的PPI同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为-2.8个百分点，与上月相同；新的价格影响约为-2.6个百分点，上月为-1.8个百分点，也说明了新的价格因素以及翘尾因素共同推动了PPI的下跌，新的价格因素的贡献或更大。主要行业中，石油、化工、煤炭等价格继续回落，影响较大，合计影响PPI同比下降约2.81个百分点，黑色、有色等价格降幅则有所收窄。

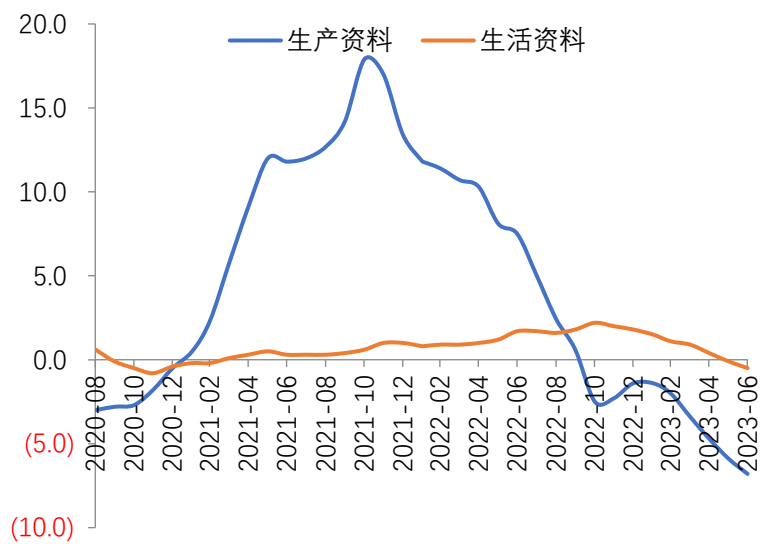
图 4: PPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速, 生产资料价格下降 6.8%, 扩大 0.9 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平下降约 5.26 个百分点。生活资料价格下降 0.5%, 降幅扩大 0.4 个百分点, 影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.17 个百分点。

图 5: 生产资料和生活资料价格同比 (%)

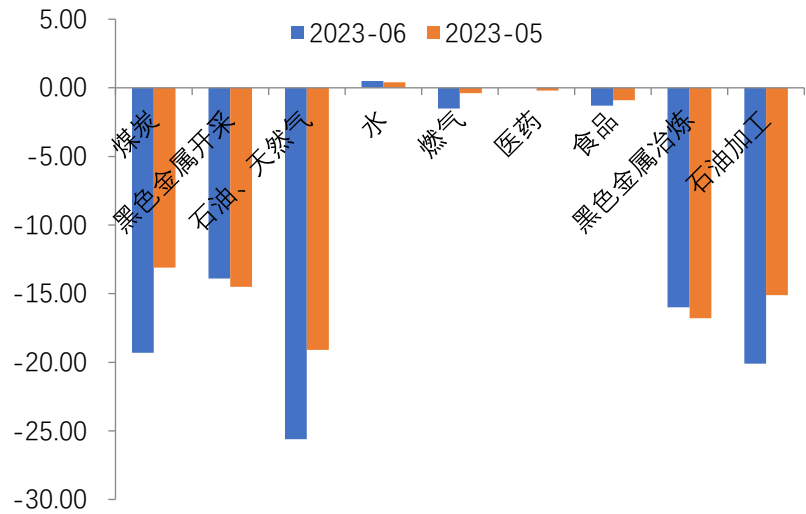


资料来源: wind, 上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看, 煤炭开采和洗选业价格同比下降 19.3%, 降幅扩大 6.2 个百分点; 黑色金属矿采选业下降 13.9%, 降幅收窄 0.6 个百分点; 石油和天然气开采业下降 25.6%, 降幅扩大 6.5 个百分点; 石油、煤炭及其他燃料加工业下降 20.1%, 降幅扩大 5 个百分点; 黑色金属冶炼和压延加工业下降 16%, 降幅收

窄 0.8 个百分点。

图 6: PPI 细项 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 CPI 归 0，PPI 跌幅加深

6 月价格表现继续弱于市场预期 (CPI 为 0%，wind 预测均值为 0.1%；PPI 为-5.4%，wind 预测均值为-5.0%)，价格走势仍然低迷。CPI 归 0，食品中猪肉价格跌幅扩大，非食品项同样走弱，服务与工业消费品价格均有回落。核心 CPI 继续回落，创近期新低，需求偏弱。PPI 在高基数以及主要工业品价格下跌的影响下跌幅进一步加深，行业中石油、化工、煤炭等行业贡献了主要的跌幅。

3.2 市场不改波动中回暖态势

随着 2023 年经济、社会生活正常化的进行，经济增长在渡过先期的反弹后逐渐进入平稳运行期。宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。综合来看，中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。

4 事件预测：趋势判断

4.1 CPI 或转负，PPI 将见底

我们认为中国通胀前景将延续稳中趋降态势。消费品价格走势遵循季节性波动规律，受基数效应影响，同比值 Q3 是最低时期，

落入负值是大概率事件。工业品价格水准受大宗商品走势影响，仍将缓慢下行，不过也即将见底，转正或在 2-4Q 后。虽然 CPI 和 PPI 都萎缩，但 PPI 萎缩超过 CPI，CPI 和 PPI 间的剪刀差仍较宽并延续，物价结构的这种变化，实际上有利于工业经济效益的改善。经济和物价偏软的组合下，2023H2 继续降准、降息是大概率事件。

5 风险提示：

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储政策超预期变动，均将对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。