

CPI 同比小幅上升，PPI 降幅继续收窄

——6 月 CPI、PPI 数据分析

2024 年 07 月 10 日

- 6 月 CPI 环比下降 0.2%（前值-0.1%），同比上涨 0.2%（前值 0.3%），过去十年环比均值为-0.1%，其中食品项价格环比下跌 0.6%（前值 0%），非食品价格下降 0.2%（前值-0.2%）。PPI 环比下降 0.2%（前值+0.2%），同比下降 0.8%（前值-1.4%），降幅继续收窄。
- 除猪肉外食品价格普降带动食品项环比下行：**6 月猪肉价格环比上涨 11.4%，五年环比季节性均值为-0.6%，生猪市场价格继续偏强运行，前期产能去化逐步显现、看涨情绪和二次育肥给市场形成的短期供应收紧。其他如肉禽、牛羊肉等畜产品价格则呈下跌态势，其中牛、羊肉分别下降 2.5%和 0.9%。部分应季蔬果和水产品集中上市，鲜菜、薯类、鲜果和虾蟹类价格分别季节性下降 7.3%、4.8%、3.8%和 2.4%，合计影响 CPI 环比下降约 0.25 个百分点，其中鲜菜 7.3%的环比降幅高于近十年同期平均 3.5%的降幅。
- 耐用品降价和出行回落带动非食品价格小幅下行：**非食品价格下降 0.2%（前值-0.2%），十年季节性环比均值为 0.1%，主要源于耐用品价格回落。受以旧换新活动、车企价格战和“618”促销等影响，家用器具、汽车耐用品价格环比分别下降 1.2%和 1%。此外，旅游价格环比下降 0.8%，五年环比季节性均值为-0.5%。
- 上游有色和煤炭供给偏紧带来价格上涨：**“迎峰度夏”来临，煤炭需求季节性增加，叠加产地安全监管形势严峻，国有煤矿带头减产，需旺供紧带动煤炭开采和洗选业价格上涨 1.1%；矿端紧缩、再生铜库存去化带动有色金属矿采选业价格上涨 3.8%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.6%，其中铅冶炼、铝冶炼、铜冶炼价格分别上涨 4.8%、2.6%、0.8%。
- 部分工业品需求不足拖累黑色系价格：**受南方强降雨带来房地产基建项目复工偏缓等因素影响，钢材消费趋弱，终端需求未有改善，钢材库存小幅回升，原料需求受到压制，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.6%；6 月 1 日起水泥开始执行新国标，目前水泥企业在清库存阶段，水泥即产即销，不再入库，另外库存偏低的企业近期水泥供应量有所缩减，水泥制造价格由下降 0.8%转为上涨 3.3%。
- 下半年通胀延续温和回升：CPI 低位温和回升，服务支出韧性支撑核心 CPI 小幅上行。**首先，下半年猪价总体将呈上涨走势，但大幅上涨可能性较小；其次，服务消费支出的韧性有助于推动核心 CPI 上行；最后，高基数效应逐步消退。**PPI 改善程度或有限，回暖需要政策发力。**首先，5 月 PPI 的翘尾因素影响开始明显缓解；其次，下半年国内汽油价格或整体呈现出先涨后跌走势，涨价幅度或有限；最后，基建端政策发力和制造业将带动国内需求稳定复苏。
- 风险提示：**政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhagdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

研究助理：吕雷

6 月翘尾因素对 PPI 的影响为-0.1%（%）



资料来源：中国银河证券研究院

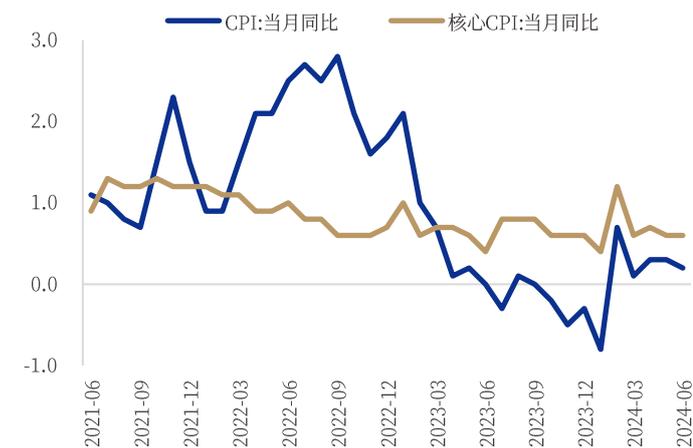
相关研究

- 《产量调控有望缓解粗钢成本压力》20240701
- 《物价稳中向好，下半年延续温和回升》20240612
- 《供给端催化猪价快速上涨》20240610

一、CPI：食品项回落带动CPI环比下降

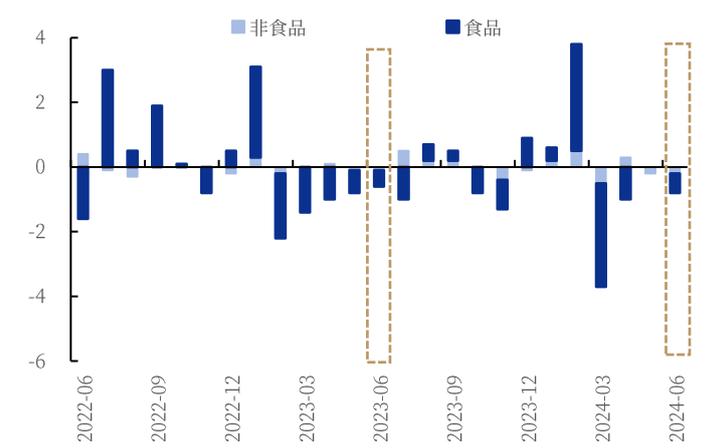
6月份CPI环比下降0.2%（前值-0.1%），同比上涨0.2%（前值0.3%）。6月CPI环比下降0.2%（前值-0.1%），同比上涨0.2%（前值0.3%），过去十年环比均值为-0.1%，其中食品项价格环比下跌0.6%（前值0%），非食品价格环比下降0.2%（前值-0.2%），食品价格回落带动CPI环比降幅略有扩大。核心CPI同比增速0.6%，继续保持温和上涨。

图1：CPI与核心CPI同比（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图2：食品与非食品项环比变动（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

6月份CPI环比降幅略扩大，主要由食品项价格回落带来。食品项中，鲜菜、薯类、鲜果和虾蟹类价格分别下降7.3%、4.8%、3.8%和2.4%，畜肉类中的牛肉下降2.5%，猪肉上涨11.4%，猪肉上涨难以抵消其它食品项季节性普跌的影响。非食品项中，汽油价格下降2%，家用器具下降1.2%，交通工具项下跌1%，旅游价格下降0.8%，其它项中，衣着价格下降0.2%，医疗和居住价格均小幅上行0.1%。

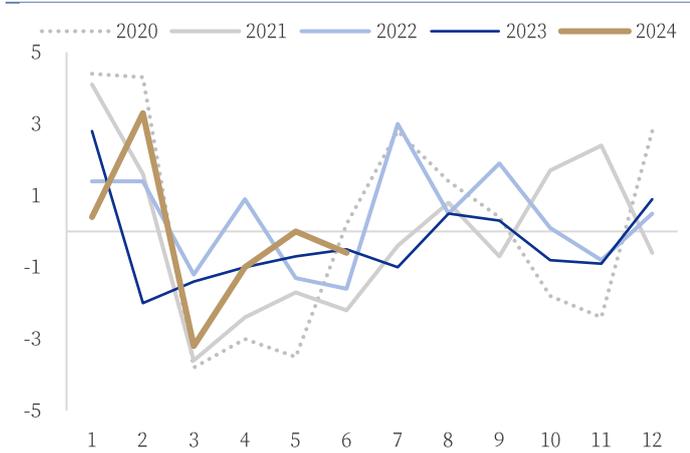
第一、除猪肉外食品价格普降带动食品项环比下行。6月猪肉价格环比上涨11.4%，五年环比季节性均值为-0.6%，生猪市场价格继续偏强运行，前期产能去化逐步显现、看涨情绪和二次育肥给市场形成的短期供应收紧。其他如肉禽、牛羊肉等畜产品价格则呈下跌态势，其中牛、羊肉分别下降2.5%和0.9%，6月下旬农业农村部办公厅发布《关于稳定肉牛生产发展的通知》稳定肉牛产能，进一步降低价格下跌造成的行业产能损失程度。部分应季蔬果和水产品集中上市，鲜菜、薯类、鲜果和虾蟹类价格分别季节性下降7.3%、4.8%、3.8%和2.4%，合计影响CPI环比下降约0.25个百分点，其中鲜菜7.3%的环比降幅高于近十年同期平均3.5%的降幅。

第二、耐用品降价和出行回落带动非食品价格小幅下行。非食品价格下降0.2%（前值-0.2%），十年季节性环比均值为0.1%，主要源于耐用品价格回落。受以旧换新活动、车企价格战和“618”促销等影响，家用器具、汽车耐用品价格分别下降1.2%和1%。此外，旅游价格环比下降0.8%，五年环比季节性均值为-0.5%，国际油价波动带动国内汽油价格下降2.0%，交通工具使用和维修项价格持平。文旅部数据显示，端午假期全国国内旅游出游人次同比增长6.3%，国内游客出游总花费同比增长8.1%，与“五一”假期相比同比涨幅均有所回落（出游人次7.6%、出游花费12.7%）。

第三、居民消费需求依然偏弱，可选消费品价格延续回落趋势。其它商品中，服装和鞋类价格分别下降 0.2% 和 0.4%，其他用品及服务下降 0.2%；水电、通信及邮递、教育服务以及药品价格基本持平，符合季节性波动；房租价格上涨 0.1%，涨幅较上个月扩大，主要受毕业季大学生租房需求增加带动，此外家庭服务价格上涨 0.1%。

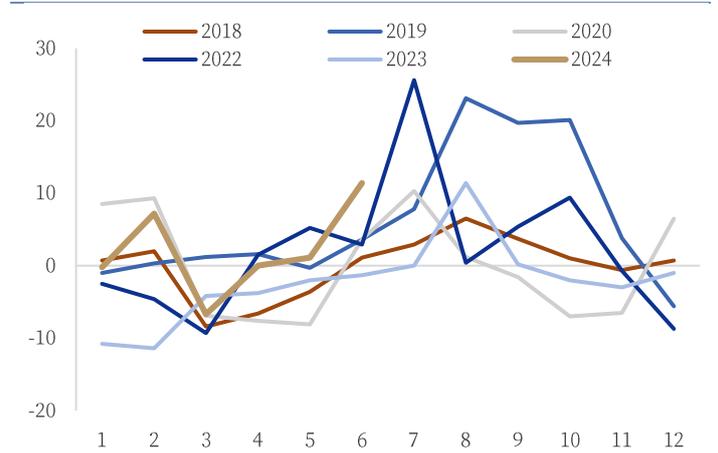
第四、核心价格同比保持温和上涨，有效需求延续修复。6 月份核心 CPI 环比下降 0.1%，同比上涨 0.6%，延续保持温和上涨态势。

图3: 食品项价格环比季节性变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 猪肉价格环比季节性变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、PPI：翘尾因素改善带动同比继续收窄

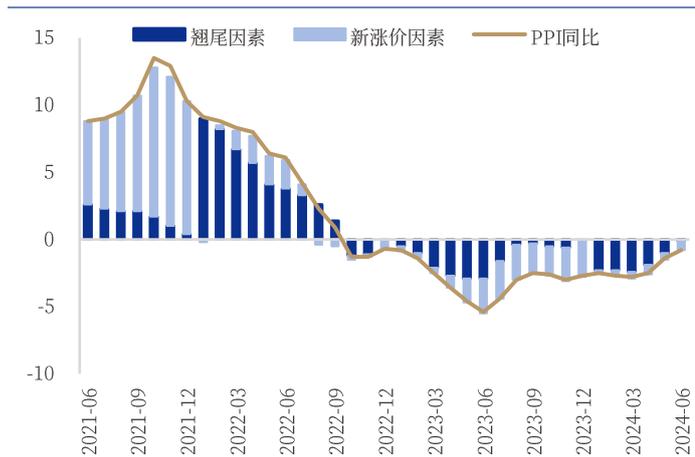
6 月 PPI 环比下降 0.2% (前值+0.2%)，同比下降 0.8% (前值-1.4%)，主要受国际大宗商品价格波动及国内工业品需求不足等因素影响。6 月份生产资料价格环比下降 0.2%，较前值回落 0.6 个百分点，生活资料价格下降 0.1%，降幅与上月相同。生活资料价格延续小幅走低态势，其中耐用消费品下降 0.7%，居民需求恢复依旧缓慢。

PPI 环比由上涨转为下跌，上游有色和煤炭供给偏紧带来价格上涨，部分工业品需求不足拖累黑色系价格。“迎峰度夏”来临，煤炭需求季节性增加，叠加产地安全监管形势严峻，国有煤矿带头减产，需旺供紧带动煤炭开采和洗选业价格上涨 1.1%；矿端紧缩、再生铜库存去化带动有色金属矿采选业价格上涨 3.8%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.6%，其中铅冶炼、铝冶炼、铜冶炼价格分别上涨 4.8%、2.6%、0.8%；此外，国际油价波动带动国内石油和天然气开采业价格下降 2.9%。

工业品方面，受南方强降雨带来房地产基建项目复工偏缓等因素影响，钢材消费趋弱，终端需求未有改善，钢材库存小幅回升，原料需求受到压制，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.6%；6 月 1 日起水泥开始执行新国标，目前水泥企业在清库存阶段，水泥即产即销，不再入库，另外库存偏低的企业近期水泥供应量有所缩减，水泥制造价格由下降 0.8% 转为上涨 3.3%。

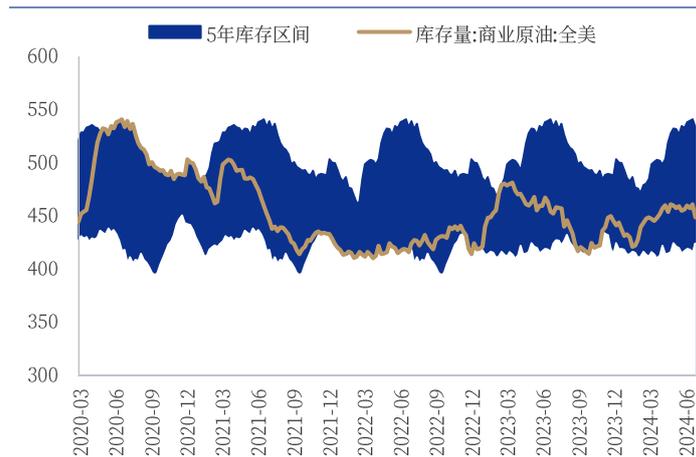
6 月份居民耐用消费品环比下降 0.7%，一般日用品价格持平。受行业产能过剩及价格战影响，汽车制造业价格下降 0.7%，新能源车整车制造价格下降 0.1%，此外计算机通信制造业下降 0.3%。纺织和纺织服装业分别下降 0.2% 和 0.1%。

图5: 6月翘尾因素对PPI的影响为-0.1% (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 美国商业原油库存 (百万桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、下半年通胀延续温和回升

整体来看，猪价回升、低基数效应和政策发力节奏加快将构成下半年物价延续温和回升的三条主线。

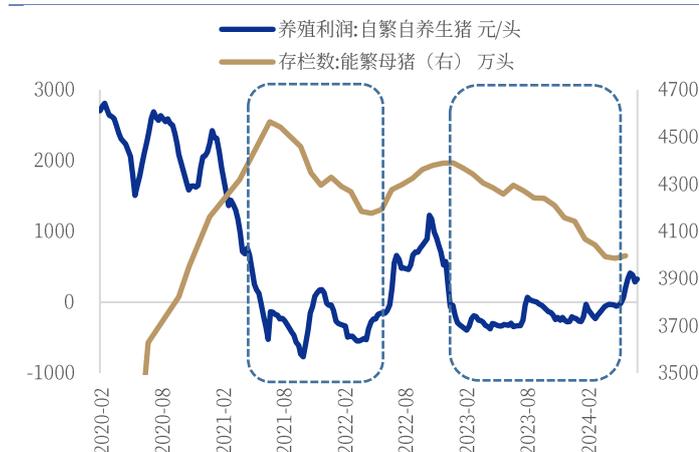
CPI 低位温和回升，服务支出韧性支撑核心 CPI 小幅上行。首先，下半年猪价总体将呈上涨走势，但大幅上涨可能性较小。生猪自去年四季度去化有所加速，对应到三季度生猪或进入供给逐步缩量阶段。6月下旬猪价回落后，养殖端压栏/二育挺价情绪再起，养殖户开始“第三波二育”进场，在理论出栏持续缩量和二育助推下，预计猪价将进入加速上行通道。另一方面，现阶段国内生猪养殖集团规模化程度不断提升，生猪市场的“补栏-去栏”更多由养殖利润驱动，自繁自养生猪养殖利润自5月下旬开始回正波动上行，或意味着生猪产能将切换至补栏阶段，生猪市场呈现小涨小跌的“小周期”模式，下半年猪价涨幅或有限；**其次**，疫后居民消费模式和消费习惯持续转变，消费者更加追求“即时”情感满足，“即时”消费有望继续保持韧性。从央行调查问卷的支出方向来看，居民趋势性下降的支出方向是购房、大额商品，上升的是旅游、社会文化与娱乐，暑期居民保持较高出行强度，餐饮等高社交属性消费依旧保持较快增速，服务消费支出的韧性有助于推动核心 CPI 上行；**最后**，高基数效应逐步消退，三季度翘尾因素对 CPI 的拖累影响逐步缓解。

预计7月份 CPI 的翘尾因素为 0%，新涨价因素在 0.7%，同比增速为 0.7%。综合来看，我们预计全年 CPI 增速为 0.5%，三、四季度增速分别为 0.6%和 1%。

PPI 改善程度或有限，回暖需要政策发力。首先，自5月份开始 PPI 的翘尾因素影响开始明显缓解，有利于 PPI 同比的快速改善；**其次**，下半年国内汽油价格或整体呈现出先涨后跌走势，涨价幅度或有限。需求端来看，7-9 月份基于暑假公众自驾出行增多、高温天气对汽油消耗增加，以及国庆长假之前终端加油站提前备货，整体需求预期走强，供给端未来 OPEC+相机增产和非 OPEC+供应回升将使得供给整体偏宽松，认为下半年油价可能呈现前高后低的走势。**最后**，基建端上半年较好预期落空，下半年专项债仍有 2.6 万亿目标金额有待投放，在新质生产力以及设备更新和出口的共同推动下，制造业全年有望保持高增速，基建和制造业将带动国内需求稳定复苏。

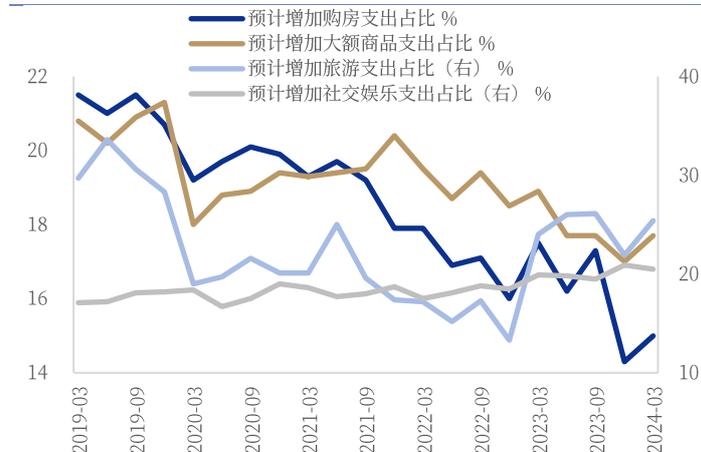
预计7月份PPI的翘尾因素在-0.1%，新涨价因素在-0.3%，同比增速-0.4%。综合来看，我们预计年内PPI改善程度或有限，PPI同比或无法转正，预计全年PPI同比-1.3%，三、四季度增速分别为-0.6%和-0.4%。

图7：生猪市场呈现小涨小跌的“小周期”模式



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8：旅游社交娱乐等服务性支出占比上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、风险提示

政策落地不及预期的风险；消费者信心恢复不及预期的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn