

“以价换量”非持久之计，仍需财政发力拉动消费

事件点评

CPI、PPI 点评（2024.6）

投资要点

- ◆ **工业制成品价格拖累 6 月 CPI 同比小幅回落，核心 CPI 同比低位持平，消费内需的持续恢复需依赖政策发力刺激。**6 月 CPI 同比小幅回落 0.1 个百分点至 0.2%，较我们此前预期低 0.2 个百分点，工业制成品价格涨幅不及预期是主要拖累因素；核心 CPI 同比持平于 0.6% 低位，服务和消费品价格分别回落 0.1 个百分点至 0.7% 和 -0.1%。当前阶段，内需持续偏弱拖累价格，服务消费已经进入平稳增长区间，商家“以价换量”对商品消费的拉动作用有限且无法持续，仍需依靠政策进一步发力刺激需求。
- ◆ **猪肉供需进一步趋于均衡，畜肉类价格环比创近 10 个月来最高涨幅；鲜菜鲜果集中上市，价格环比大幅下跌。**6 月食品 CPI 同比跌幅小幅扩大 0.1 个百分点至 -2.1%，环比下跌 0.6%，较季节性稍强，食品分项拖累 CPI 同比 0.39 个百分点，基本符合我们前期的预测。天气扰动因素消退加之部分应季食品集中上市，鲜菜鲜果环比分别下跌 7.3%、3.8%，弱于季节性涨幅。而猪肉价格环比则大幅上涨 4.5%，达近 10 个月来最高涨幅，大幅超出季节性水平，同比也大幅上行 13.5 个百分点至 18.1%，显示当前猪肉供需正在逐步趋于均衡，价格也有望随之持续温和回升。
- ◆ **核心商品和服务消费动能趋弱，内需不足仍是当前主要问题。**6 月核心 CPI 同比持平于 0.6% 低位，核心商品和服务消费均出现小幅降温。1) 工业制成品同比涨幅再度回落 0.1 个百分点至 0.5%，统计局解读称主要受“618”促销影响，汽车、家用电器、文娱耐用消费品均出现不同程度降价，其中，燃油车和新能源汽车价格同比跌幅分别再度扩大至 -6.0% 和 -7.4%，家用电器价格同比也大幅下行 0.4 个百分点至 0.5%。虽然前期财政已经推出大宗可选商品以旧换新补贴政策，但当前商家采取“以价换量”的促销策略将对商品价格起到压制且无法持续。2) 尽管临近暑期出行增多，但除房租外的服务价格同比仍然小幅下行 0.1 个百分点至 1.0%，服务消费已经进入稳定增长阶段。服务消费动能边际转弱，后续仍需依靠更大力度的政策对商品消费进行刺激。
- ◆ **煤炭冶金产业链价格持续修复，叠加 6 月基数已至底部，PPI 同比跌幅再度大幅收窄。**我国 PPI 同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者基本可形成国内供需闭环，对 PPI 影响程度更深，也构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。6 月部分地区迎来高温，“迎峰度夏”来临，煤炭需求大幅提升叠加低基数共同带动煤炭开采及洗选业价格环比上涨 1.1%，同比跌幅大幅收窄 7.3 个百分点至 -1.7%。黑色金属冶炼及压延工业受基建投资内生性动能减弱影响而环比小幅下跌 0.6%；有色金属冶炼和压延工业价格在供应偏紧的影响下同步回升，同比上行 3.5 个百分点至 16.8%。6 月 PPI 跌幅在煤炭价格回升及基数底部的共同影响下再度显著收窄 0.6 个百分点至 -0.8%，预计后续随着内需的逐步修复及本轮补库存周期的开始，PPI 至年底将逐步温和修复并小幅转正。
- ◆ **服务消费动能边际减弱、商品消费“以价换量”双重背景下 6 月核心 CPI 低位持平，货币政策逐步向中性收敛的立场已十分显著，基建投资内生性降温，年内需依靠财政政策进一步发力才能对商品消费内需起到可持续的拉动作用。**地方债务风险持续加速化解背景下基建投资连续降温；加之超长期特别国债对项目盈亏平衡能力提出更高的要求，基建投资内生动能减弱。房地产市场方面，“517”新政对房地产市场的作用仍然有待进一步观察，当前房地产市场也更多地呈现出“以价换量”的特点，并且未对居民的消费需求起到稳定的推升作用。在上述背景之下，年初至今广义财政持续歉收，并对加大一般预算财政支出力度拉动内需形成掣肘，加之当前货币政策回归中性的立场，后续我们认为增发预算内国债、加大一般预算支出力度以拉动居民消费是更具可行性的政策方案。
- ◆ **风险提示：**财政扩张政策效果不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

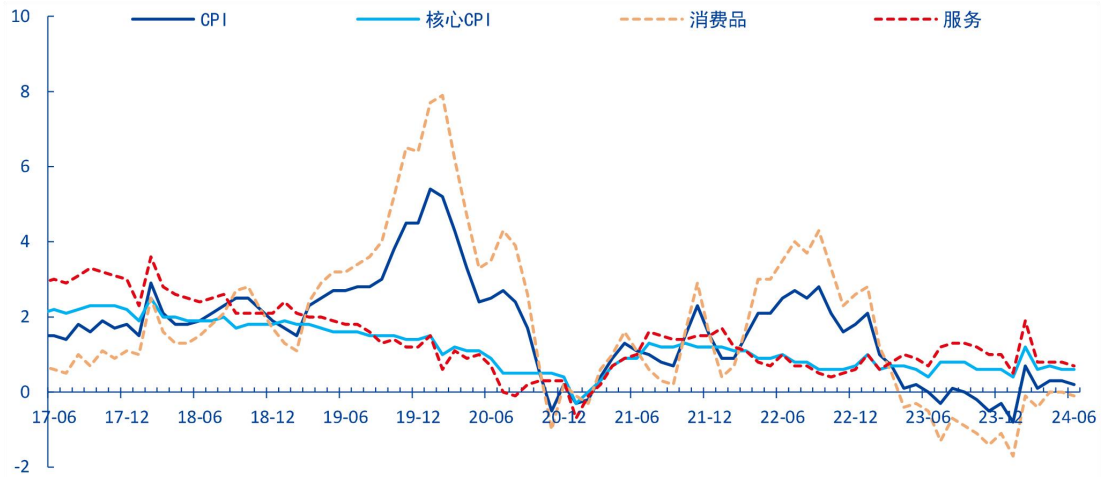
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 利率走廊仍远，回笼迫在眉睫——临时正逆回购工具创设点评 2024.7.8
- 美国就业市场趋稳，“二次通胀”风险是否消退？——美国就业数据点评（2024.6）
2024.7.6
- 详解国债借入操作的资产负债表传导机制——华金宏观·双循环周报（第 65 期）
2024.7.5
- 国债借入操作是货币政策回归中性的明确信号 2024.7.1
- 外部环境严峻、投资增长降温，拖累 PMI 连续低迷——PMI 点评（2024.6） 2024.6.30

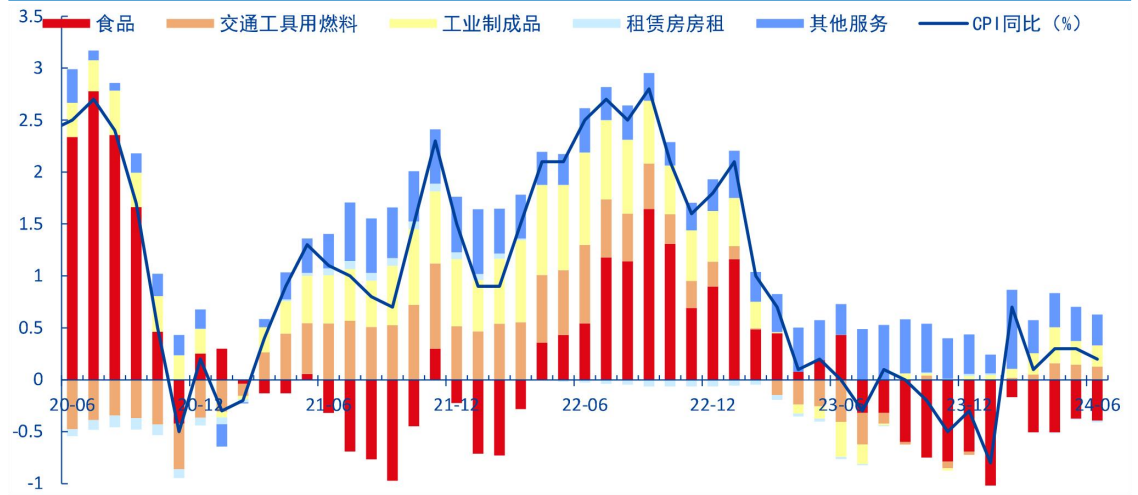


图 1: CPI、核心 CPI、消费品与服务 CPI 同比 (%)



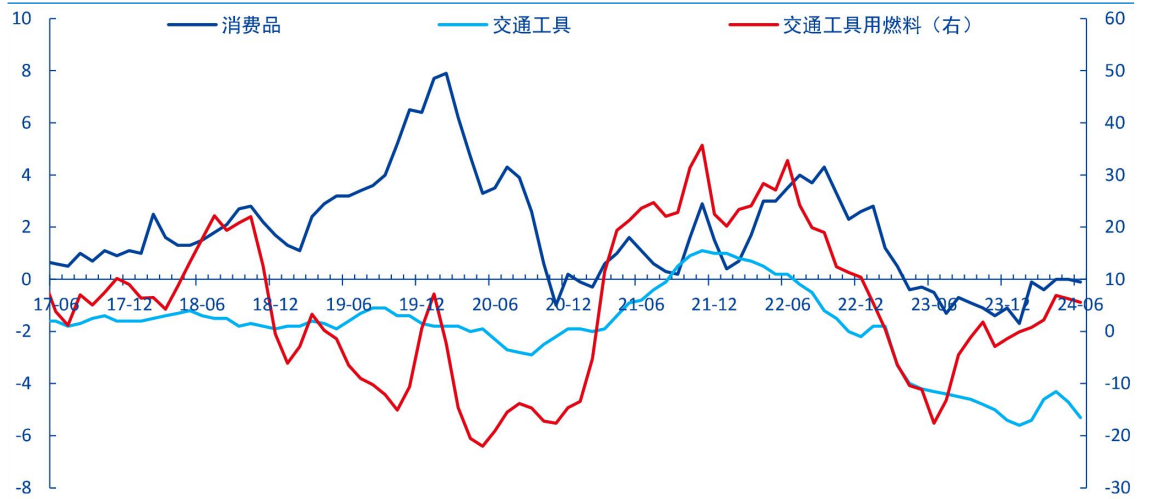
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 2: CPI 同比及结构贡献 (%)



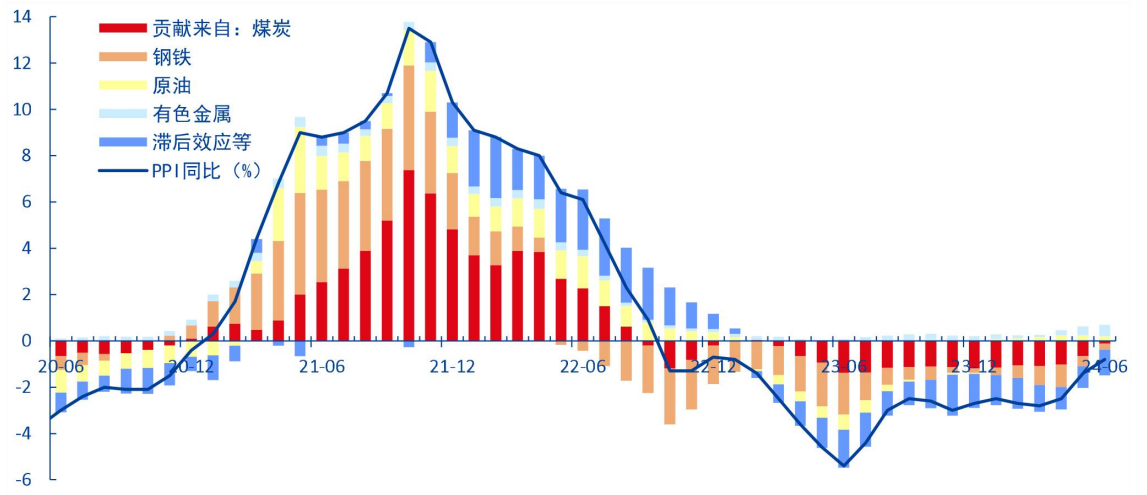
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 3: CPI 消费品、交通工具、交通工具用燃料同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 4: PPI 同比及结构贡献 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn