

6月CPI涨幅低位下行，PPI同比跌幅连续两个月大幅收窄

——2024年6月物价数据点评

研究发展部总监 冯琳

事件：7月10日，国家统计局公布的数据，2024年6月CPI同比为0.2%，上月为0.3%；6月PPI同比为-0.8%，上月为-1.4%。

基本观点：

6月CPI同比上涨0.2%，连续5个月保持正增长，但涨幅比上月低0.1个百分点，略低于市场普遍预期。其中，受应季蔬果供应增加等因素影响，6月蔬菜价格大幅下行，同比由正转负，水果价格同比降幅也有所扩大，这抵消了当月猪肉上涨带来的影响，推动食品价格同比降幅扩大0.1个百分点，是6月CPI同比涨幅收窄的主要原因。6月汽车“价格战”加剧，“618”促销也带动家用器具、文娱耐用消费品价格环比下行，抵消了手机价格上涨等涨价因素影响，当月工业消费品价格继续处于低位。伴随暑假临近，6月旅游、出行等服务价格上涨，但受上年同期价格基数偏高影响，当月服务价格同比涨幅也略有收窄。我们判断，继上半年CPI累计同比上涨0.1%，物价水平明显偏低之后，下半年CPI同比仍将运行在1.0%以下的低位区间。背后的主要原因是在各类商品和服务供应稳定的背景下，居民消费需求不振。这意味着下一步宏观政策会在促消费方面加大力度，三季度货币政策降息降准都有空间。

6月PPI环比转跌，主要原因是近期国内主导的钢铁、水泥、煤炭等工业原材料供应加快，前期出现的价格上升势头明显放缓，其中，钢铁行业PPI环比大幅转跌；同时，受国内消费不足影响，下游生活资料PPI环比连续第9个月下跌。不过，受去年同期基数快速下沉拉动，6月PPI同比跌幅仍有明显收敛。展望后续，需求偏弱将持续对工业品价格回升产生较强的抑制作用。我们判断，伴随上年同期基数继续下沉，但下沉幅度显著放缓，以及房地产行业持续调整背景下，工业品价格边际上行动能偏弱，7月PPI同比或将在-0.7%左右，降幅收窄势头明显放缓；后期伴随价格基数抬高，三季度PPI同比转正的难度较大。

具体来看：

一、6月CPI同比上涨0.2%，连续5个月保持正增长，但涨幅比上月低0.1个百分点，略低于市场普遍预期。其中，受应季蔬果供应增加等因素影响，6月蔬菜价格大幅下行，同比由正转负，水果价格同比降幅也有所扩大，这抵消了当月猪肉上涨带来的影响，推动食品价格同比降幅扩大0.1个百分点，是6月

CPI 同比涨幅收窄的主要原因。6月汽车“价格战”加剧，“618”促销也带动家用器具、文娱耐用消费品价格环比下行，抵消了手机价格上涨等涨价因素影响，当月工业消费品价格继续处于低位。伴随暑假临近，6月旅游、出行等服务价格上涨，但受上年同期价格基数偏高影响，当月服务价格同比涨幅也略有收窄。我们判断，继上半年 CPI 累计同比上涨 0.1%，物价水平明显偏低之后，下半年 CPI 同比仍将运行在 1.0% 以下的低位区间。背后的主要原因是在各类商品和服务供应稳定的背景下，居民消费需求不振。这意味着下一步宏观政策会在促消费方面加大力度，三季度货币政策降息降准都有空间。

食品价格方面，主要受去年下半年以来的产能去化效果显现影响，6月猪肉价格环比大幅上升 11.4%，同比涨幅也显著扩大至 18.1%，较上月加快 13.5 个百分点。不过，受应季蔬果供应增加等因素影响，6月蔬菜价格环比降幅加深，同比则由正转负，水果价格同比降幅也有所扩大。这完全对冲了当月猪肉价格上涨带来的影响，推动食品价格同比降幅扩大 0.1 个百分点至 -2.1%，是 6 月 CPI 同比涨幅收窄的主要原因。

非食品价格方面，近期国际原油价格上扬，6月 28 日国内上调成品油价格。不过，6月成品油价格平均水平仍明显低于上月，而且同比涨幅也较上月回落 1 个百分点左右。另外，6月汽车“价格战”加剧，交通工具 CPI 环比降幅达到 1.0%，比上月扩大 0.1 个百分点，创近 15 个月来最大环比降幅。这带动 6 月交通工具 CPI 同比降幅达到 -5.3%，比上月扩大 0.6 个百分点，也是拖累本月 CPI 同比涨幅收窄的重要因素。国家统计局公布的数据显示，6月燃油小汽车和新能源小汽车价格分别下降 6.0% 和 7.4%，降幅均继续扩大。另外，“618”促销也带动家用器具、文娱耐用消费品价格环比下行，这抵消了当月手机价格上涨，通信工具价格同比降幅收窄带来的影响，导致 6 月扣除能源的工业消费品价格同比仅上涨 0.1%，涨幅与上月持平。服务价格方面，伴随暑假临近，加之当前居民旅游、出行消费较旺，6月服务价格环比止跌，但受上年同期基数抬高影响，同比涨幅缩小 0.1 个百分点至 0.7%。

整体上看，6月 CPI 同比连续第五个月保持正增长，意味着通缩风险可控。不过，从最新物价增长动能来看，6月 CPI 环比下降 0.2%，虽有一定季节性因素，但降幅明显高于近 10 年来的平均水平。另外，6月剔除波动较大的食品、能源价格，更能体现基本物价水平的核心 CPI 同比为 0.6%，涨幅与上月相同，继续处于明显偏低水平。以上都意味着 2023 年初以来的物价上涨动能偏弱状况仍在延续。

当前物价水平偏低的背后是受楼市低迷、疫情疤痕效应等影响，居民消费信心偏低。国家统计局最新数据显示，2024 年 5 月消费者信心指数为 86.4，环比下行 1.8，继续明显低于 100 的中值水平。背后是受地产低迷及疫情疤痕效应等影响，居民消费信心有待进一步修复。另外，当前城镇居民可支配收入增速下滑的影响也不容低估。由此，在商品和服务供应比较稳定的背景下，消费需求不足是现阶段物价水平明显偏低的主因。这也是近期政策面推进汽车、家电、家装等耐用消费品以旧换新，着力促消费的主要原因。

展望未来，6月中下旬以来猪肉价格趋于稳定，背后是本轮生猪去产能力度有限，难以支撑猪肉价格持续大幅上涨，这意味着7月猪肉价格同比涨幅难现进一步扩大。不过，伴随上年同期基数走低，7月蔬菜、水果价格同比降幅有望收敛。我们判断，7月成品油价格还可能上调，但供强需弱局面下，整体工业品价格同比涨幅会继续处于低位。伴随暑假来临，服务价格环比会有明显上涨，但上年同期价格基数偏高或将抑制其同比涨幅。总体上看，在整体消费需求不旺的局面难有明显变化的背景下，预计7月CPI同比将在0.5%左右。我们预计，继上半年CPI累计同比上涨0.1%，物价水平明显偏低之后，下半年CPI同比仍将运行在1.0%以下的低位区间。

当前物价水平偏低状况需要高度重视，重点是要着力避免形成“低物价、低收入、低消费”循环。我们认为，接下来决定居民消费价格走势的最重要因素将是楼市何时企稳回暖，这对当前居民消费信心的影响最大。另外，各地在较大力度落实耐用消费品以旧换新的同时，地方财政部门还会加大消费券、消费补贴发放力度，在一定程度上弥补城镇居民收入增速下行带来的影响。我们判断，在物价水平偏低背景下，着眼于做好逆周期调节，有效提振内需，三季度货币政策降息降准都有空间，迫切性也在增加。

二、6月PPI环比转跌，主要原因是近期国内主导的钢铁、水泥、煤炭等工业原材料供应加快，前期出现的价格上升势头明显放缓，其中，钢铁行业PPI环比大幅转跌；同时，受国内消费不足影响，下游生活资料PPI环比连续第9个月下跌。不过，受去年同期基数快速下沉拉动，6月PPI同比跌幅仍有明显收敛。

6月PPI环比下跌0.2%，在上月短暂上涨后，再度转为下跌。这与6月制造业PMI中的两个价格指数结束此前连续3个月的上行势头，都有不同程度回落相印证——6月制造业PMI出厂价格指数降至47.9%，主要原材料购进价格指数大幅下降至51.7%。不过，受去年同期基数快速下沉拉动，6月PPI同比跌幅延续较快收敛势头，从上月的-1.4%回升至-0.8%。

6月PPI环比转跌的主要原因是近期国内主导的钢铁、水泥、煤炭等工业原材料供应加快，前期出现的价格上升势头明显放缓。其中，钢材价格承压明显，拖累钢铁行业PPI环比下跌0.6%（前值为上涨0.8%）。同时，从制造业细分行业来看，6月各行业PPI环比下跌面较大，其中，石油煤炭加工业PPI下跌2.0%，通用设备制造业PPI下跌0.1%，汽车行业PPI下跌0.7%，电子行业PPI下跌0.3%，纺织业PPI下跌0.2%。这反映出，当前不仅制造业中上游商品涨价乏力，下游行业出厂价格也明显承压，前者主要受房地产投资下滑拖累，后者则主要源于国内消费需求不足。另外值得一提的是，6月国际原油价格走高，但传导至国内还需要一定时间，而铜、铝等有色金属价格总体上延续高位调整势头——可以看到，6月有色金属行业PPI环比虽仍上涨1.6%，但涨幅较上月的3.9%明显放缓。

分大类看，6月生产资料PPI环比下跌0.2%（上月为上涨0.4%），分项中，除采掘工业PPI环比涨势有所加快外，原材料工业和加工工业PPI环比均转为下跌，尤其是原材料工业PPI下跌0.5%（上月为上涨0.9%），与细分行业PPI走势一致。不过，受基数走低影响，6月生产资料PPI同比跌幅从上月的-1.6%收敛至-0.8%，各分项同比均有所回升。生活资料方面，6月生活资料PPI环比下跌0.1%，同比下跌0.8%，环比、同比跌幅均与上月持平。截至6月，生活资料PPI已连续9个月环比下跌，核心原因在于居民消费信心不足，消费需求不振，导致消费品出厂价格上涨动力不足——这也6月核心CPI同比继续处于1%以下的低增长状态相印证。从分项看，6月食品类PPI环比回正，同比跌幅收敛，但耐用消费品PPI环比跌幅从上月的-0.3%扩大至-0.7%，同比跌幅从上月的-1.8%扩大至-2.1%，抵消了食品价格回升对生活资料PPI的拉动作用。

从上半年来看，PPI环比除5月短暂上涨外，其他月份均处于下跌状态。背后是房地产投资下滑、居民消费增长动力不足导致总需求偏弱，拖累国内工业品和消费品价格，而5月PPI阶段性上涨的动力也主要来自于国内钢铁、煤炭等工业品供给收缩，而非需求改善。不过，受去年同期基数下沉拉动，二季度以来PPI同比跌幅连续较快收窄。上半年累计，PPI同比下跌2.1%，跌幅较去年全年收敛了0.9个百分点。另外值得一提的是，今年以来，国际油价先涨后跌，6月再度反弹，但国内PPI走势并未同步，这表明在国内主导定价的工业品和消费品价格承压背景下，“PPI看油”的规律已明显弱化。

展望后续，6月官方制造业PMI数据显示，新订单指数由上月49.6%降至49.5%，连续两个月处于收缩区间。中国物流信息中心数据显示，6月反映市场需求不足的制造业企业比重超过62.4%，比上月上升1.8个百分点，处于明显偏高水平。这意味着需求偏弱将持续对工业品价格回升有比较强的抑制作用。我们判断，伴随上年同期基数继续下沉，但下沉幅度显著放缓，以及房地产行业持续调整背景下，工业品价格边际上行动能偏弱，7月PPI同比或将在-0.7%左右，降幅收窄势头明显放缓；后期伴随价格基数抬高，三季度PPI同比转正的难度较大。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。