

2024年07月10日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

通胀的支撑因素来自哪里

——国内观察：2024年6月通胀数据

投资要点

- **事件：**7月10日，统计局发布2024年6月通胀数据。6月，CPI当月同比0.2%，前值0.3%；环比-0.2%，前值-0.1%。PPI当月同比-0.8%，前值-1.4%；环比-0.2%，前值0.2%。
- **核心观点：**6月CPI主要支撑来自于猪价的超季节性上涨，后续旺季需求将至，或仍有一定上涨动力，有利于年内CPI同比的回升。但另一方面也要看到剔除猪价后，CPI表现整体较弱。从PPI来看，推动的因素主要来自于基数的走低，这一影响7月后将逐渐减弱，关注新涨价的动力在政策推动下的兑现，这决定了年内PPI同比是否能够回正。
- **CPI弱于季节性。**从环比来看，6月CPI-0.2%，整体上在近10年同期区间下限水平，低于近5年同期均值-0.16%。支撑方面与5月相同，主要来自于食品（环比-0.6%，近5年同期均值-0.88%），非食品已连续两个月弱于季节性（环比-0.2%，近5年同期均值0.02%）。
- **猪价贡献较大。**食品项中，猪价的超季节性表现是最大的支撑项，一方面6月猪肉平均批发价上涨至24.32元/公斤，为去年8月以来单月最高环比涨幅，另一方面去年同期基数仍然维持在19元左右的低位。在涨价的作用下，CPI中猪价同比由4.6%升至18.1%。往后看，6月猪价上涨并非季节性因素，供给的影响更大一些。理论上，母猪存栏5月3996万头，整体仍处于去化周期内，意味着猪价上行周期至少可以持续到明年一季度。食品其他分项中，由于供应充足，鲜菜鲜果价格表现相对较弱，但蛋类价格环比超季节性，同比降幅收窄。
- **酒价继续走弱。**CPI食品烟酒中的酒类价格6月环比-0.6%，从历史来看，这在除春节影响以外的月份中颇为罕见，继续弱于季节性（近5年同期均值0.16%），同比降幅进一步扩大至-1.6%。
- **服务价格弱于季节性。**服务价格环比0.0%，略低于近5年同期均值0.04%，拉长维度来看，2015-2019年同期环比区间在0.1%-0.3%之间。虽然服务同比仍对CPI正向拉动，但动力也有所减弱。
- **消费品价格重新转负。**6月消费品价格环比-0.4%，或与“618”降价促销有关，由于能反映与PPI下游的联动性，后续继续关注消费品价格是否能够脱离低位。
- **基数推动PPI同比降幅继续收窄。**PPI环比-0.2%并未表现出超季节性（近5年同期均值-0.08%），但由于翘尾因素由-0.9%升至-0.1%，是推动PPI同比由-1.4%回升至-0.8%的主要原因。
- **PPI结构分化，上游仍相对占优。1.上游中有色以及采掘占优。**虽然国际铜价6月整体中枢回落，但仍在历史高位，同时输入性价格上涨可能存在时滞，有色加工价格环比1.6%，维持上涨，且在主要行业中涨幅居前；煤炭季节性需求增加，上游价格继续上涨，煤炭开采环比1.1%，较上月有所扩大。以上两个行业均延续上个月的趋势。**2.黑色季节性走弱。**多雨以及高温影响钢铁需求季节性走弱，黑色加工环比重新转负至-0.6%，政策效果的持续性仍需要更多数据验证，6月地产销售的回暖是积极的信号。**3.生活资料价格持续下跌。**下游的生活资料价格已连续9个月环比下跌。
- **风险提示：**政策落地不及预期，房地产继续下行风险。

正文目录

1. 猪价对 CPI 的贡献较大	4
2. 基数推动 PPI 同比降幅继续收窄	6
3. 核心观点	7
4. 风险提示	7

图表目录

图 1 CPI 当月同比, %.....	4
图 2 CPI 环比季节性规律, %	4
图 3 CPI 猪肉环比季节性, %	4
图 4 能繁母猪存栏及同比, 万头, %	4
图 5 CPI 食品环比季节性规律, %.....	5
图 6 CPI 酒环比季节性, %.....	5
图 7 CPI 消费品、服务同比, %	5
图 8 CPI 消费品与 PPI 生活资料同比, %	6
图 9 PPI 当月同比, %	6
图 10 PPI 生产和生活资料类同比, %	6
图 11 PPI 采掘、原料、加工环比, %.....	7
图 12 PPIRM 有色金属材料和电线当月同比及环比, %.....	7
图 13 PPI 当月同比翘尾因素, %.....	7

事件：7月10日，统计局发布2024年6月通胀数据。6月，CPI当月同比0.2%，前值0.3%；环比-0.2%，前值-0.1%。PPI当月同比-0.8%，前值-1.4%；环比-0.2%，前值0.2%。

1. 猪价对CPI的贡献较大

CPI弱于季节性。从环比来看，6月CPI-0.2%，整体上在近10年同期区间下限水平，低于近5年同期均值-0.16%。支撑方面与5月相同，主要来自于食品（环比-0.6%，近5年同期均值-0.88%），非食品已连续两个月弱于季节性（环比-0.2%，近5年同期均值0.02%）。

猪价贡献较大。食品项中，猪价的超季节性表现是最大的支撑项，一方面6月猪肉平均批发价上涨至24.32元/公斤，为去年8月以来单月最高环比涨幅，另一方面去年同期基数仍然维持在19元左右的低位。在涨价的作用下，CPI中猪价同比由4.6%升至18.1%。往后看，6月猪价上涨并非季节性因素，供给的影响更大一些。理论上，母猪存栏5月3996万头，整体仍处于去化周期内，意味着猪价上行周期至少可以持续到明年一季度。食品其他分项中，由于供应充足，鲜菜鲜果价格表现相对较弱，但蛋类价格环比超季节性，同比降幅收窄。

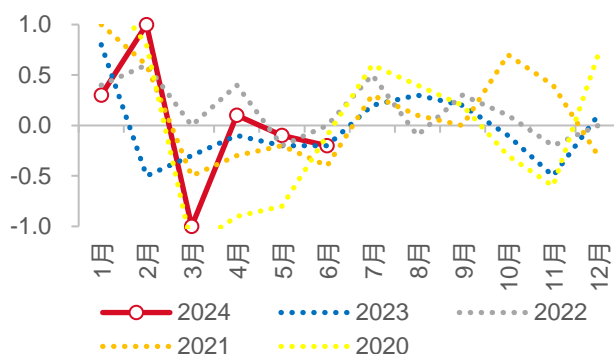
酒价继续走弱。CPI食品烟酒中的酒类价格6月环比-0.6%，从历史来看，这在除春节影响以外的月份中颇为罕见，继续弱于季节性（近5年同期均值0.16%），同比降幅进一步扩大至-1.6%。

图1 CPI 当月同比，%



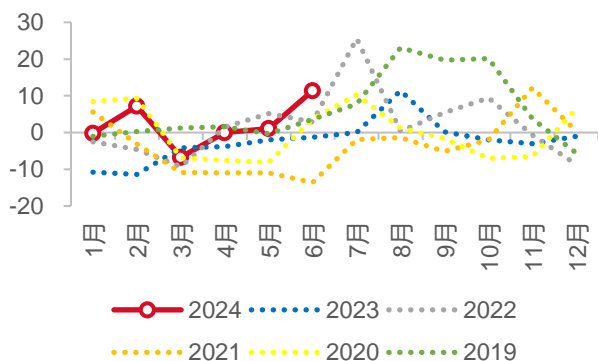
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律，%



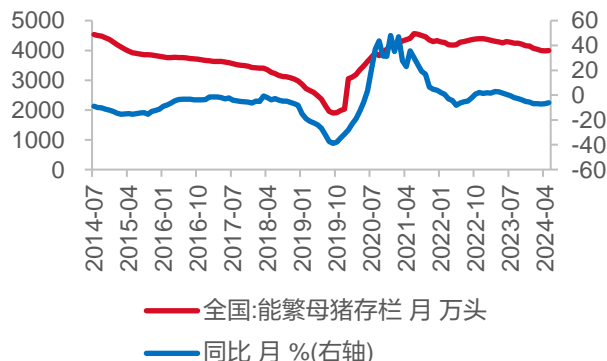
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 CPI 猪肉环比季节性，%



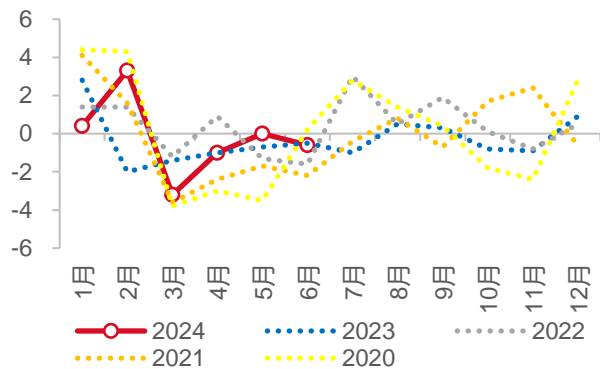
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 能繁母猪存栏及同比，万头，%



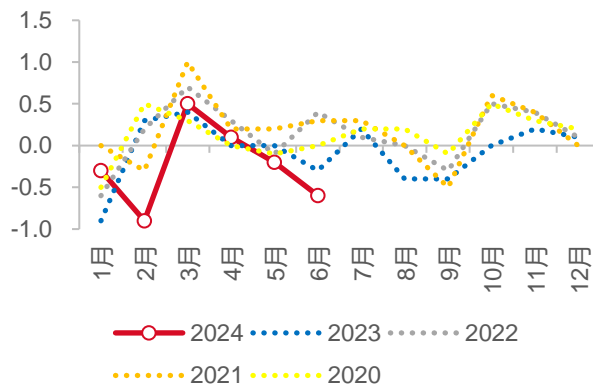
资料来源：种猪信息网，农业农村部，东海证券研究所

图5 CPI 食品环比季节性规律, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图6 CPI 酒环比季节性, %

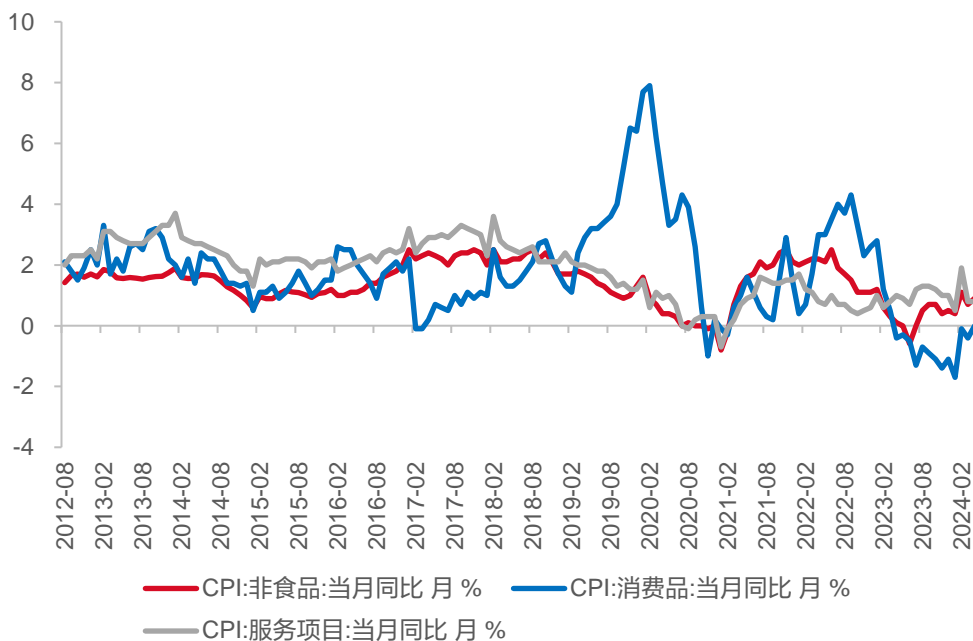


资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

服务价格弱于季节性。服务价格环比 0.0%，略低于近 5 年同期均值 0.04%，拉长维度来看，2015-2019 年同期环比区间在 0.1%-0.3%之间。虽然服务同比仍对 CPI 正向拉动，但动力也有所减弱。

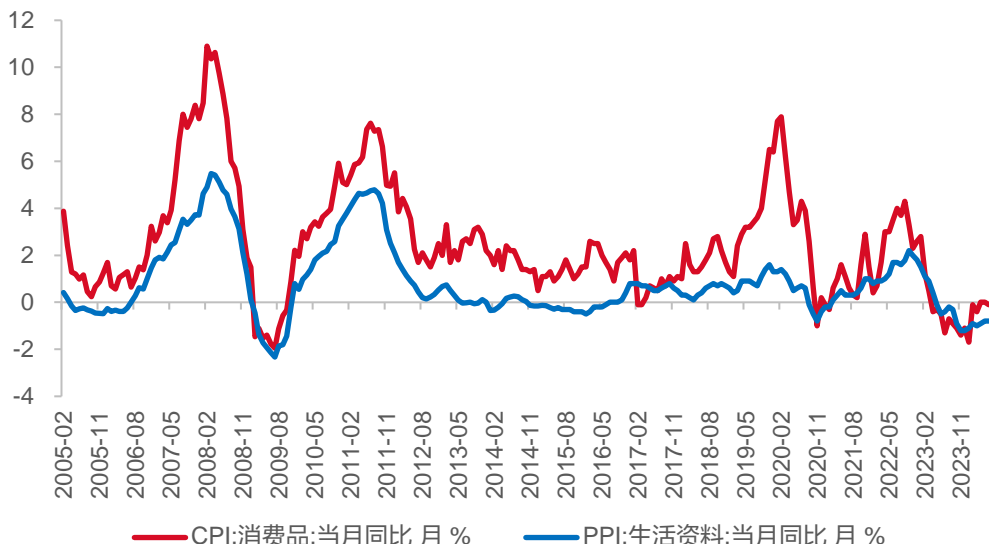
消费品价格重新转负。6 月消费品价格环比-0.4%，或与“618”降价促销有关，由于能反映与 PPI 下游的联动性，后续继续关注消费品价格是否能够脱离低位。

图7 CPI 消费品、服务同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图8 CPI 消费品与 PPI 生活资料同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

2.基数推动 PPI 同比降幅继续收窄

基数推动 PPI 同比降幅继续收窄。PPI 环比-0.2%并未表现出超季节性(近 5 年同期均值-0.08%),但由于翘尾因素由-0.9%升至-0.1%,是推动 PPI 同比由-1.4%回升至-0.8%的主要原因。

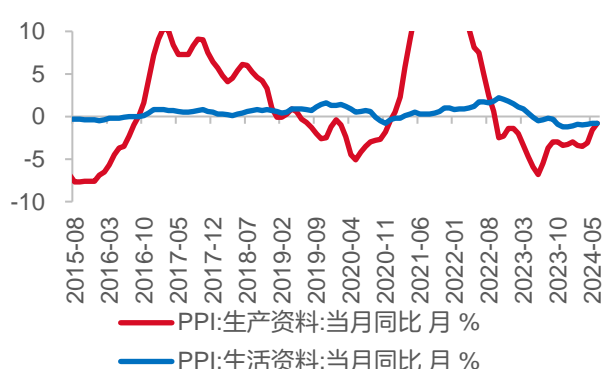
PPI 结构分化,上游仍相对占优。1.上游中有色以及采掘占优。虽然国际铜价 6 月整体中枢回落,但仍在历史高位,同时输入性价格上涨可能存在时滞,有色加工价格环比 1.6%,维持上涨,且在主要行业中涨幅居前;煤炭季节性需求增加,上游价格继续上涨,煤炭开采环比 1.1%,较上月有所扩大。以上两个行业均延续上个月的趋势。2.黑色季节性走弱。多雨以及高温影响钢铁需求季节性走弱,黑色加工环比重新转负至-0.6%,政策效果的持续性仍需要更多数据验证,6 月地产销售的回暖是积极的信号。3.生活资料价格持续下跌。下游的生活资料价格已连续 9 个月环比下跌。

图9 PPI 当月同比, %



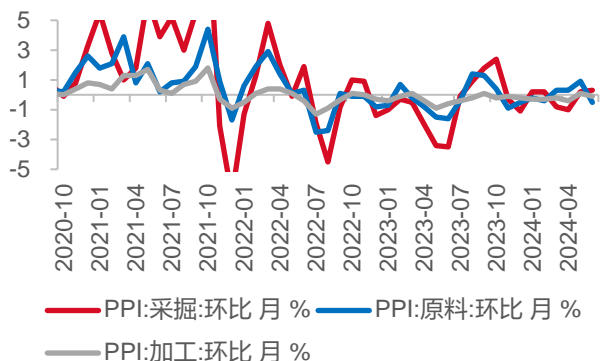
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 PPI 生产和生活资料类同比, %



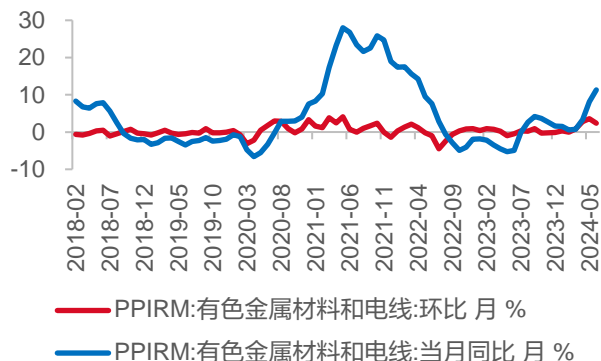
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图11 PPI 采掘、原料、加工环比，%



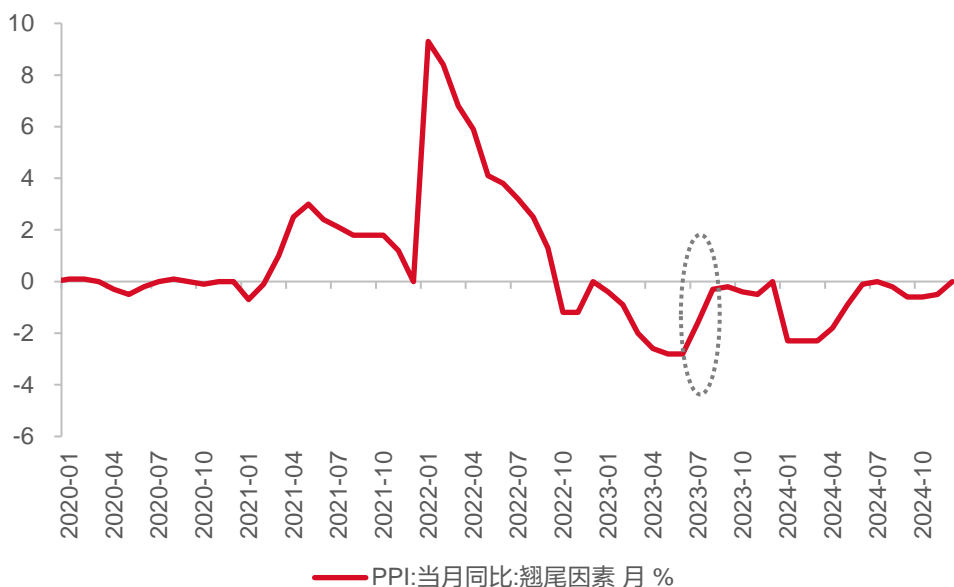
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图12 PPIRM 有色金属材料和电线当月同比及环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图13 PPI 当月同比翘尾因素，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.核心观点

6月CPI主要支撑来自于猪价的超季节性上涨，后续旺季需求将至，或仍有一定上涨动力，有利于年内CPI同比的回升。但另一方面也要看到剔除猪价后，CPI表现整体较弱。从PPI来看，推动的因素主要来自于基数的走低，这一影响7月后将逐渐减弱，关注新涨价的动力在政策推动下的兑现，这决定了年内PPI同比是否能够回正。

4.风险提示

政策落地不及预期，可能导致制造业以及基建投资无法延续较好的表现，消费无法进一步恢复，进而影响整个经济的修复。

房地产继续下行风险，可能导致相关产业链价格持续回落，进而影响整体PPI修复进程。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089