



## 宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

# 四季度 PPI 增速有望转正?

## ——2024 年 6 月通胀数据点评

### 投资要点:

➢ **核心观点: 6 月份 CPI 同比继续上涨, PPI 同比降幅收窄。CPI 聚焦猪价, PPI 关注未来油价和铜价。**展望下半年,预计 CPI 仍将保持在 0 上方小幅增长, PPI 中枢大概率抬升, 若铜油共振则 PPI 增速可能在 Q4 转正。重点关注四个方面:

- 1) 预计下半年猪价渐进上涨, 年底有望升至 30 元/公斤左右, 带动食品同比改善, 供给加速减少 + 二次育肥 + 高温高密度养殖 + 猪企高负债下主动去化是核心支撑;
- 2) 下半年在政策催化下, 新的消费业态有望快速形成, 支撑核心 CPI 回升;
- 3) 预计下半年油价震荡上行, Q3 和 Q4 有望反弹至 85、88 美元/桶左右, 主要受减产下供需缺口进一步走扩影响, 后续需关注美国暑季旅游旺季和地缘政治变化;
- 4) 预计下半年有色价格可能在近期阶段性回调后继续上行, 铜价中枢或将继续上行, 主要考虑铜矿开采成本逐年上升+消费电子和能源转型支撑铜价需求支撑铜价+“强美元”走弱预期+新增铜需求主要来自新兴市场国家是相关影响因素。

➢ **CPI 偏弱、符合预期: 6 月 CPI 同比上升 0.2%, 较前值下降 0.1%; 环比下降 0.2%, 降幅比上月扩大 0.1 个百分点。**6 月 CPI 同比 0.2%, 前值 0.3%, 环比-0.2%, 前值-0.1%。结构上, 食品项同比-2.1%, 前值-2.0%; 非食品项同比 0.8%, 前值 0.8%; 消费品项同比-0.1%, 前值 0.0%; 服务项同比 0.7%, 前值 0.8%。环比方面, 食品项环比-0.6%, 前值 0.0%; 非食品项环比-0.2%, 前值-0.2%; 消费品项环比-0.4%, 前值-0.1%; 服务项环比 0.0%, 前值-0.1%。扣除食品和能源的核心 CPI 同比 0.6%, 前值 0.6%, 环比-0.1%, 前值-0.2%。

➢ **高频数据走势反映北旱南涝对农作物价格影响有限。**6 月前北方干旱对玉米影响较大, 豫中补灌区(如平顶山等)、豫南雨养区(如南阳、驻马店、信阳)受影响较大<sup>1</sup>, 价格方面, 河南郑州玉米饲料原料价格自 5 月的 2296 元/吨上涨至 6 月的 2412 元/吨, 6 月环比+5.1% (前值为-0.4%), 其余地区玉米价格暂未受天气影响产生剧烈波动; 加之, 6 月底北方降水增加, 干旱得到缓解下玉米及时播种, 整体来看, 北旱对玉米等农作物的价格影响较为有限。与此同时南方降雨增多, 广东、广西、福建、浙江、江西、湖南、贵州、安徽、湖北因暴雨洪涝及泥石流等受影响较大, 5、6 月大米月均零售价分别为 6.61 和 6.58 元/每公斤, 环比分别变动-0.2%和-0.5%, 整体来看, 南涝对水稻等农作物的价格影响也不显著。

➢ **展望下半年预计 CPI 仍将保持在 0 上方小幅增长, 我们提示重点关注以下三个方面:**

(1) **预计下半年猪价继续上涨, 年底有望升至 30 元/公斤左右。**2024 年年初以来猪价主要受供给减少影响, 1 月生猪屠宰量创 2008 年以来历史次新高, 2 至 5 月屠宰量同比分别下降 6.9%、4.7%、10.5%和 5.0%, 供给收缩导致全国猪肉平均批发价自 1 月的 20.1 元/公斤上涨至 7 月<sup>2</sup>的 24.4 元/公斤, 上涨 21.2%。今年下半年生猪出栏受 2023 年 7 月以来的能繁母猪存栏数降幅持续扩大影响, 预计 Q3 能繁母猪存栏量同比或至-8%, 供给加速减少是支撑下半年猪价上涨的核心因素, 此外养殖者二次育肥的套利行为也会使得猪价承压、参考历史高温+高密度养殖或带来猪疫压力、猪企高负债下主动去化也有可能增加供给端压力, 支撑下半年猪价上涨。

<sup>1</sup> 根据央视农业哔哩哔哩官方账号

<sup>2</sup> 7 月全国猪肉批发价截止 7 月 10 日, 根据 7 月 1 日至 10 日价格均值计算得出

(2) 预计下半年油价震荡上行，Q3 和 Q4 有望反弹至 85、88 美元/桶左右。根据国际能源署预测，2024 年 7 至 10 月，布伦特原油供需缺口进一步走扩，自-11 百万桶/天扩至-25 百万桶/天，或支撑油价继续上行，OPEC 在 6 月的月度报告中表示，下半年全球石油日均消费量将同比增加 230 万桶，比上半年增加约 15 万桶，石油消费量上升也是支撑。但是欧佩克+此前称将“自愿减产措施”延长至 2024 年底，将“集体性减产措施”延长至 2025 年结束，此举或限制油价进一步大幅下跌。后续需关注美国自驾游旺季来临和地缘政治变化，综合来看下半年油价可能出现震荡上升。

(3) 预计下半年在政策催化下，新的消费业态有望快速形成，支撑核心 CPI 回升。其一，“去地产化”带来的负财富效应冲击居民消费能力和消费意愿，消费者预期指数处于历史低位，消费市场存在一定的改善空间；其二，“赏花经济”和“夏日经济”持续升温，消费结构性亮点频繁出现，预计今年文旅消费或继续升温；其三，在政策方面，消费品以旧换新政策支撑汽车和家电消费，地产政策加码扩围有助于降低对消费层面的扰动，另一方面也有助于催化新的消费业态。新消费业态和消费品以旧换新有助于提升居民消费意愿。

➢ **PPI 边际回升，继续负增：节能降碳推动中上游供给偏紧，加之国际大宗商品价格波动及国内部分工业品市场需求不足等因素影响，全国 PPI 环比有所下降，同比降幅继续收窄。**6 月 PPI 同比-0.8%，前值-1.4%；环比-0.2%，前值 0.2%。其中，采掘工业同比 2.7%，前值-1.2%，环比 0.3%，前值 0.2%；原材料工业同比 1.6%，前值 0.5%，环比-0.5%，前值 0.9%；加工业同比-2.0%，前值-2.6%，环比-0.1%，前值 0.1%。从产业链来看，PPI 环比由有所下降主要是受到黑色金属冶炼和压延加工业影响。节能降碳预计将推动中上游供给偏紧，2024 年 5 月国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》的通知，其中有点值得关注“加强钢铁产能产量调控、加快石化化工行业节能降碳改造、优化有色金属产能布局、严格新增有色金属及建材项目准入”，分领域和分行业的节能降碳行动预计将推动中上游供给偏紧。煤炭和水泥是两大典型代表：煤炭主产地供应偏紧，“迎峰度夏”补库需求陆续释放，煤炭开采和洗选业价格环比上涨 1.1%（前值为 0.5%）；水泥企业调减产量，叠加新国标实施后成本支撑增强，水泥制造价格由下降 0.8% 转为上涨 3.3%，供应偏紧带动有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.6%。

➢ 展望下半年预计 PPI 中枢可能较前期有所抬升，我们提示重点关注以下两个方面：

(1) 财政、地产和消费等政策逐步落地，PPI 中枢可能较前期有所抬升。内需渐进回升的过程里有望带动 PPI 回升，主要关注：1) 新增专项债和超长期特别国债的发行，有望加速 Q3-Q4 实物工作量形成，对 PPI 形成支撑。上半年专项债发行较慢，一定程度上受到了项目质量审查等因素影响，下半年专项债发行加速有望带动内需改善，为 PPI 带来正向支撑。2) 3 月政府工作报告要求扩大内需，同月 13 日国务院发布国发〔2024〕7 号《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》文件，4 月 30 日政治局会议再次强调“要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费”。消费品以旧换新有助于进一步释放内需，支撑 PPI 中枢上行。3) Q3 天气变化对实物工作量的形成存在扰动，目前从水泥走势来看对供给端影响可能更大。综上所述可能推动 PPI 中枢回升。

(2) 预计下半年有色价格可能在近期阶段性回调后继续上行，铜价中枢或将继续上行。2024 年年初以来铜价上行主要受到供给端扰动以及需求支撑，极端天气、地缘政治、矿场事故等事件频发影响全球铜矿供应，铜精矿价格持续走高，例如淡水河谷 Sossego 铜矿再次停产，智利国家铜业 Radomiro Tomic 因铜矿事故影响 4 月产量影响铜供应。与此同时国内经济复苏加强，新旧动能转换，制造业景气持续回升，提振下游需求预期支撑铜需求上涨，供需缺口作用下年初以来铜价上行。展望下半年，考虑铜矿开采成本逐年上升、消费电子和能源转型支撑铜价需求支撑铜价、“强美元”走弱预期亦对铜价存在支撑，此外，新增铜需求主要来自新兴市场国家，如印度等新兴经济体在加速基建发展的过程中对铜的需求增多，未来存在涨价空间。

(3) 下半年 PPI 能否转正？我们判断，若受美元走弱、全球消费电子及新能源需求边际改善、新兴市场国家基建投资加速、航运通畅度下降、国内经济复苏加

强等因素影响，年底若出现油价、铜价共振，LME 铜价中枢上行至 11000 美元/吨，OPEC 一揽子油价中枢上行至 85 美元/桶，则 PPI 同比有望在 Q4 转正。

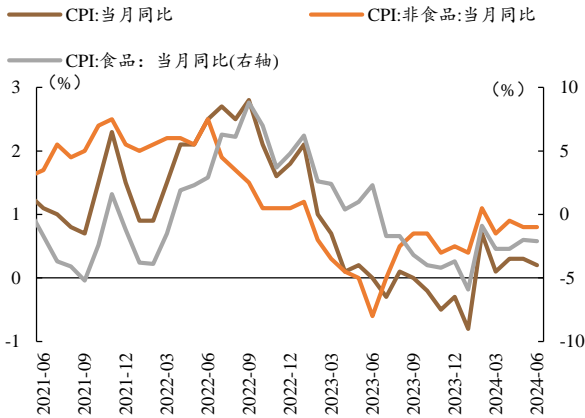
- **展望下半年，大宗商品重要性不断提升，是资产配置重要的布局方向，重点关注三类：其一是跟随供需缺口寻找合适品种**，大国博弈与地缘政治冲突仍在持续，一方面是供需格局变化，除了传统需求，能源转型、安全储备、军工需求等带来增量需求，供给侧则面临着气候变化、供应链调整等诸多不确定性冲击，供需缺口可能难以弥合。例如铜，当前已知的信息是未来的供需缺口将逐步扩大，供给端，从探矿到生产出标准铜需要大约 12 年时间，而在需求端，不仅有电动车、电网、数据中心等增量需求，预计还有军事和能源革命的增量影响。**其二是关注困境反转的品类**，国内“去地产化”和“制造立国”的政策组合导致“需求不足、价格较低”的格局出现，部分受国内供需影响较大的商品价格处于多年低位水平，未来供需两端有望边际改善，带动相关品类困境反转，价格稳步上升，需求侧来自于产业结构转型、安全储备和自主可控等带来的增量需求，供给侧则源于环保和双碳转型约束。**其三是关注“冗余需求”的催化**，统筹发展与安全，强调保障粮食安全、能源资源安全和供应链产业链安全，基于当前的全球各国环境以及自然禀赋存在的差异，部分能源及有色领域的商品可能受益于此情况下的催化。
- **风险提示：**国际原油价格波动；猪肉等食品价格波动；宏观政策力度及节奏超预期。

表 1: 6 月通胀数据概览 (%)

				24-06	24-05	24-04	24-03	24-02	24-01
CPI	同比	CPI		0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8
		核心CPI		0.6	0.6	0.7	0.6	1.2	0.4
		食品&非食品	食品	-2.1	-2	-2.7	-2.7	-0.9	-5.9
			非食品	0.8	0.8	0.9	0.7	1.1	0.4
		消费&服务	消费	-0.1	0	0	-0.4	-0.1	-1.7
	服务		0.7	0.8	0.8	0.8	1.9	0.5	
	环比	CPI		-0.2	-0.1	0.1	-1	1	0.3
		核心CPI		-0.1	-0.2	0.2	-0.6	0.5	0.3
		食品&非食品	食品	-0.6	0	-1	-3.2	3.3	0.4
			非食品	-0.2	-0.2	0.3	-0.5	0.5	0.2
消费&服务		消费	-0.4	-0.1	-0.1	-0.9	1.1	0.2	
	服务	0	-0.1	0.3	-1.1	1	0.4		
PPI	同比	PPI		-0.8	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5
		生产资料		-0.8	-1.6	-3.1	-3.5	-3.4	-3
		生活资料		-0.8	-0.8	-0.9	-1	-0.9	-1.1
	环比	PPI		-0.2	0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2
		生产资料		-0.2	0.4	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2
		生活资料		-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2

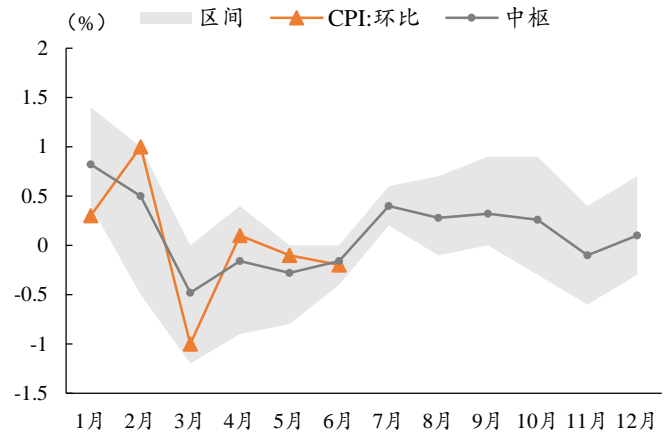
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: 6 月 CPI 同比继续上行



资料来源: Wind, 德邦研究所

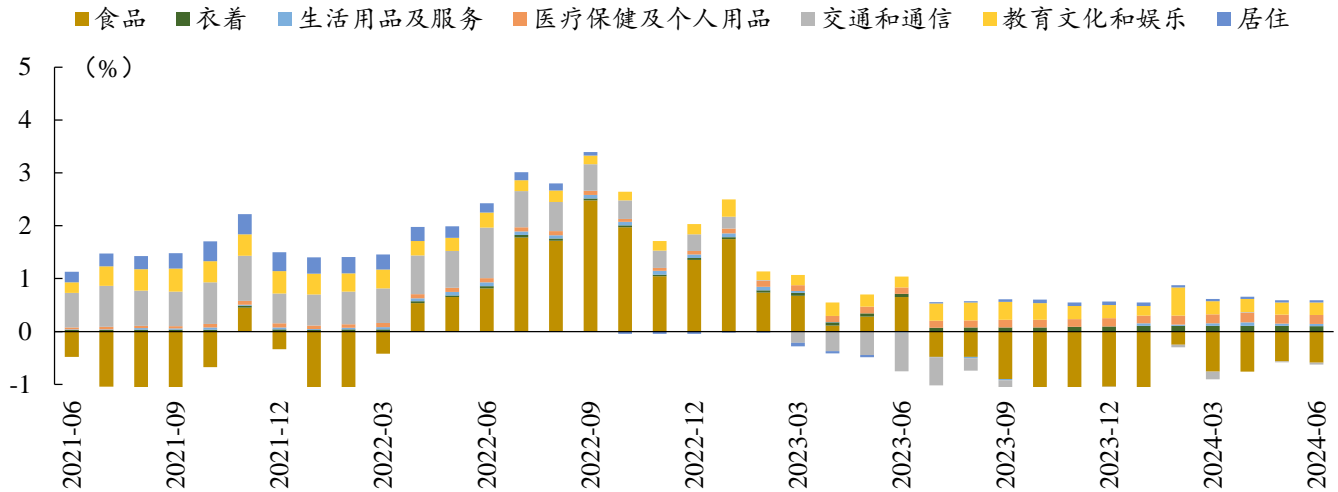
图 2: 6 月 CPI 环比位于中枢下方



资料来源: Wind, 德邦研究所

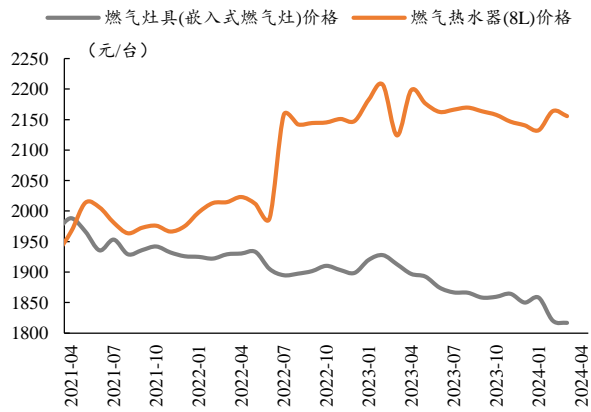
注: CPI:环比为当月数据 (2024-6); 区间为前五年同期该指标环比范围 (2019-2023); 中枢为前五年同期环比均值 (2019-2023)

图 3: CPI 同比拉动中, 食品是主要拉动项



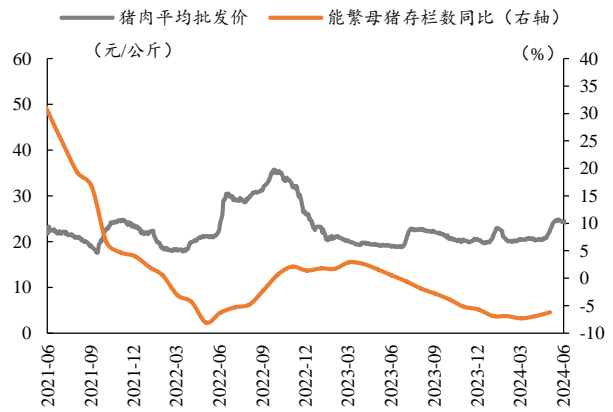
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 燃气灶具和热水器价格小幅下行



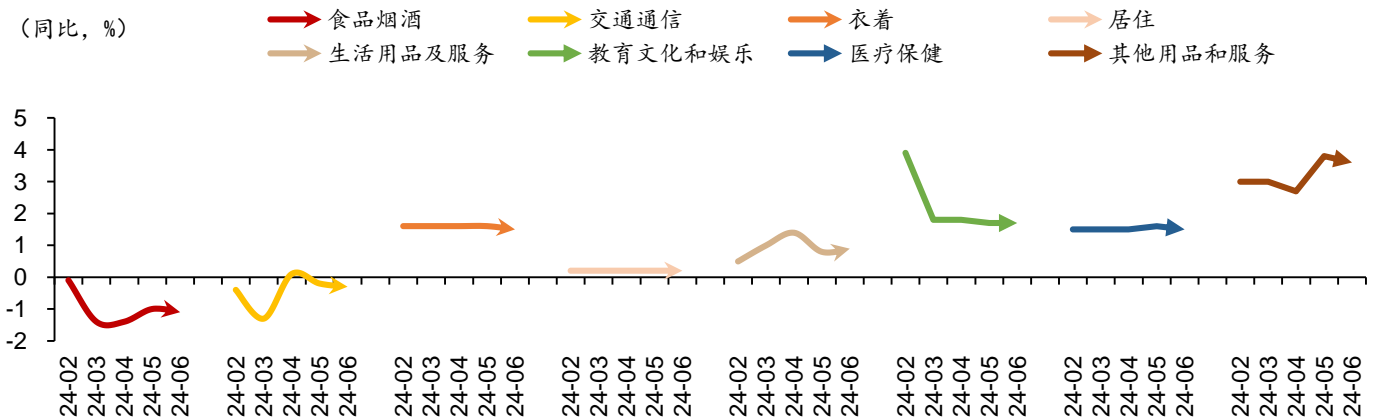
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 6 月 28 日猪价向上突破 24 元/公斤



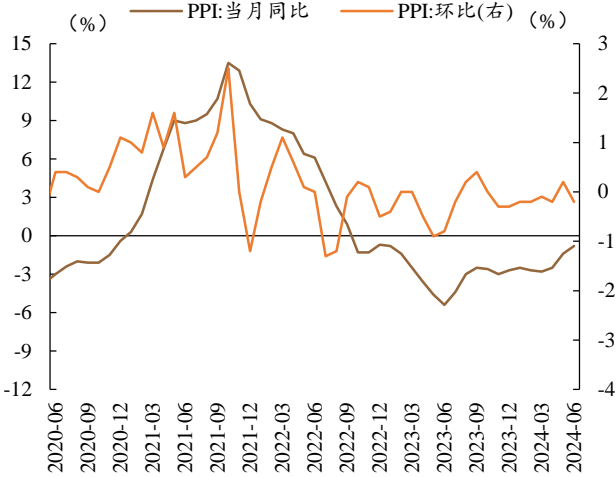
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 6: 6 月在 CPI 八分项中, 其他用品和服务上行最多, 较前值上行 0.4%



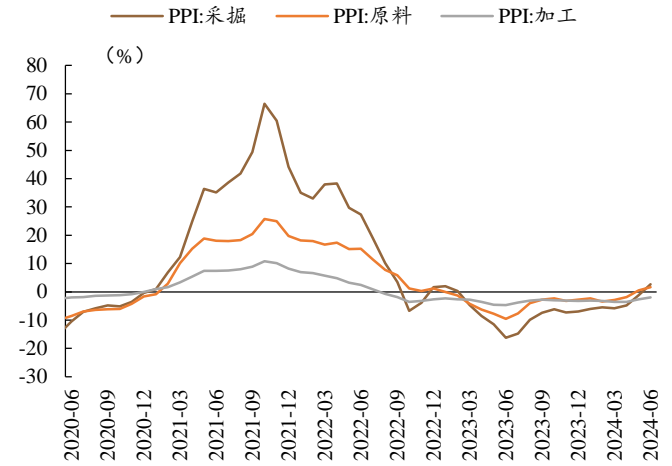
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7：6 月 PPI 同比降幅收窄



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：分类别 PPI 中采掘、原料和加工环节均在磨底阶段



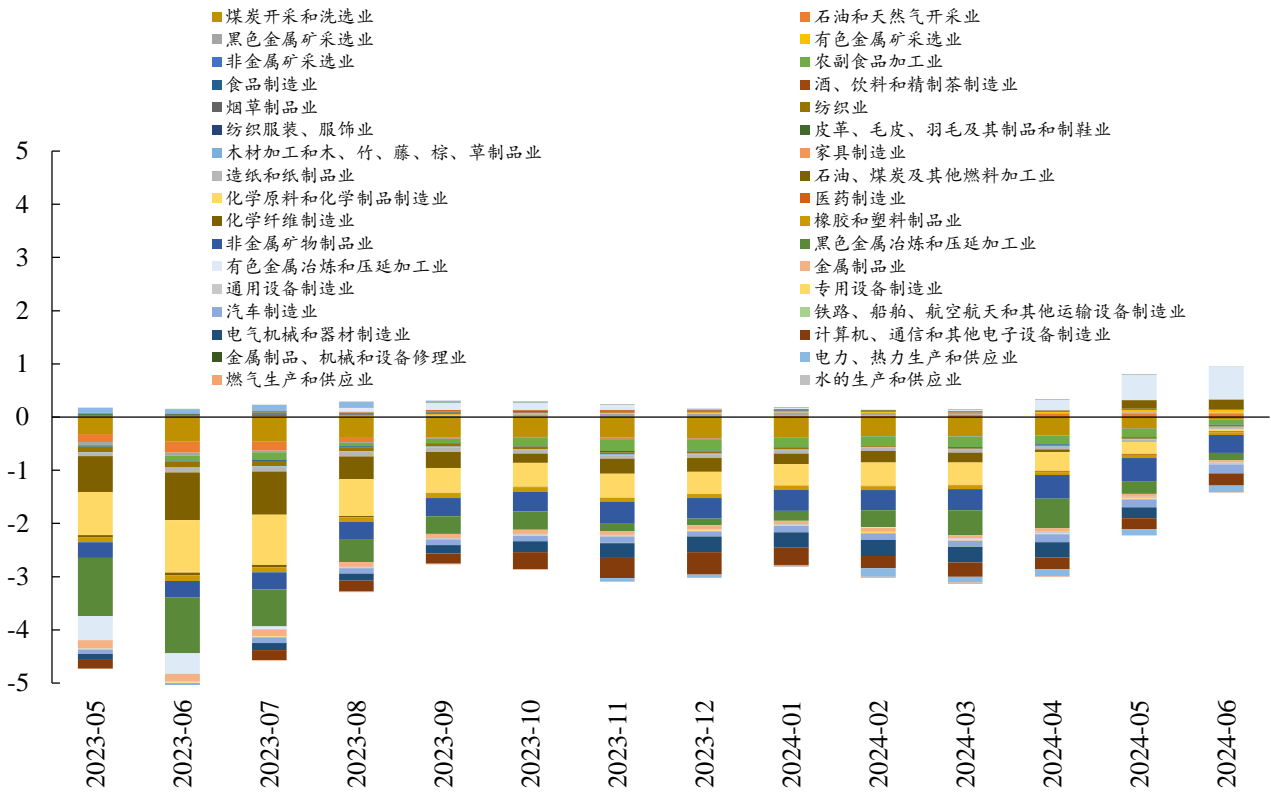
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：有色金属价格变动是 6 月 PPI 变动的核心支撑



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：6 月黑色金属冶炼和压延加工业等是 PPI 同比的主要掣肘行业（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。