

CPI 与 PPI 的结构指向

——6 月价格数据分析



甬兴证券
YONGXING SECURITIES

核心观点

数据: 2024 年 6 月中国 CPI 环比-0.20%; 同比 0.20% (前值 0.30%), 连续第 5 个月保持正值; 6 月 PPI 环比-0.20%, 再次转负; 同比-0.80% (前值-1.40%), 明显收窄降幅。

1.CPI 趋势: 6 月 CPI 同比增长 0.2%, 新涨价因素贡献 0.00%, 翘尾因素贡献 0.20%。展望下一阶段, 翘尾因素将从 6 月的 0.2% 降至 9 月的 -0.50%。随着全国猪肉批发价自 6 月中旬以来开始在 24.5 元/kg 的位置横盘, 我们判断 CPI 新涨价因素并不能完全抵消翘尾因素的降幅, 这可能导致 CPI 再次回落至 0 附近。

2.CPI 结构: 6 月 CPI 食品项同比-2.10% (前值-2.00%), 降幅扩大; 而非食品项同比 0.80% (前值 0.80%), 保持稳定。食品项中猪肉项同比 18.10% (前值 4.60%), 明显加速, 但牛肉项降幅进一步扩大; 羊肉、食用油、蛋类等价格项同比增速开始收窄降幅; 但鲜果项降幅扩大、鲜菜项增速转负、酒类项降幅扩大。CPI 非食品项之中: 衣着价格增速小幅回落但鞋类降幅较大; 居住价格总体稳定, 但水电燃料价格增速进一步上升, 房租降幅进一步扩大; 生活用品及服务之中, 家庭服务价格保持增长, 但家用电器价格降幅扩大; 交通和通信项中, 交通工具用燃料价格增速回落, 交通工具价格降幅扩大, 而通信工具价格降幅有所收窄; 教育文化和娱乐项价格增速稳定; 医疗保健项中, 中药价格增速进一步回落, 西药价格降幅开始企稳。

3.PPI 趋势: 6 月 PPI 环比-0.20%, 再次转为负值, 同比-0.80% (前值-1.40%), 其中新涨价因素贡献-0.60% (前值为-0.40%), 翘尾因素的贡献为-0.20% (前值为-1.00%)。7 月 PPI 翘尾因素将进一步回升至 0.00%, 但之后将再次回落, 10 月降至-0.60%。对于新涨价因素而言, 7 月以来 CRB 指数均值同比降幅再次扩大, 指向 PPI 上行动力不足。但今年以来工业产成品库存增速已经趋于回升, 房地产销售增速开始筑底, 可能会带来变化, 因此需要重点去观测。总体我们判断, PPI 也还没有完全走出 2022 年 11 月以来的负值区间。

4.PPI 结构: 6 月 PPI 生产资料项, 以及其中的采掘工业、加工工业、原材料工业价格指数都在回升, 其中原材料工业、采掘工业都已先后实现转正, 加工工业也进一步收窄降幅。但其中的汽车制造业、电气机械及器材制造、计算机通信和其他电子设备制造价格指数仍在负值区间, 这可与 CPI 中的家用电器项、交通工具项、通信工具项等印证。

投资建议

当前 PPI 与 CPI 在趋势上呈现出低斜率修复的状态, 但在结构上应该关注价格修复逻辑: 酒类、家用电器、通信工具、交通工具等的价格指数虽然仍处于负值区间, 但随着工业品库存周期持续回升和房地产销售逐渐筑底, 可能会迎来价格的进一步恢复。

风险提示

1. 地缘政治冲击推高能源价格; 2. 国内政策效果提升物价水平。

日期: 2024年07月10日

分析师: 高明

E-mail: gaoming@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760524050003

相关报告:

《财政收支与企业利润合并分析: 如何推进减税降费?》

——2024 年 07 月 02 日

《美国通胀率的五个观察视角》

——2024 年 06 月 21 日

《从结构数据中发掘亮点》

——2024 年 06 月 18 日

正文目录

1. CPI 的趋势与结构.....	3
1.1. 趋势	3
1.2. 结构	4
2. PPI 的趋势与结构	6
2.1. 趋势	6
2.2. 结构	7
3. 投资建议	8
4. 风险提示	8

图目录

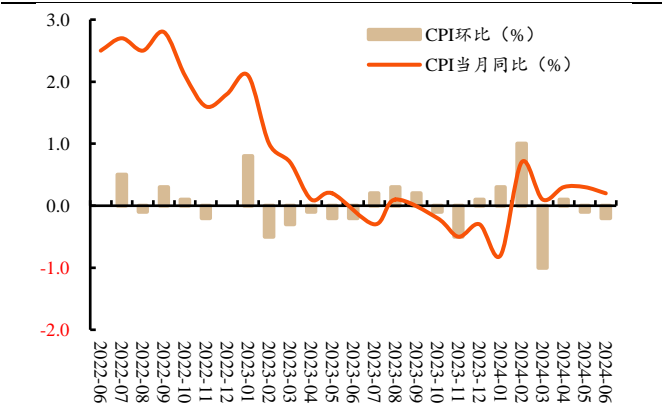
图 1: CPI 月度同比与环比.....	3
图 2: CPI 月度同比分解为新涨价因素与翘尾因素	3
图 3: 农产品价格指数.....	3
图 4: 全国猪肉、蔬菜、水果平均价格.....	3
图 5: 猪肉产能跟踪指标.....	4
图 6: PPI 生活资料项的四个子项	4
图 7: CPI 食品项与非食品项.....	4
图 8: CPI 食品项中的畜肉类与猪肉价格同比 (%)	4
图 9: CPI 食品项: 牛肉与羊肉项同比 (%)	4
图 10: CPI 食品项: 粮食与食用油项同比 (%)	4
图 11: CPI 食品项: 蛋类、鲜果项同比 (%)	5
图 12: CPI 食品项: 鲜菜类同比 (%)	5
图 13: CPI 烟草与酒类价格同比 (%)	5
图 14: CPI 非食品项: 衣着包括服装与鞋类 (%)	5
图 15: CPI 非食品: 居住项包括房租与水电燃料 (%)	5
图 16: CPI 非食品: 生活用品及服务 (%)	5
图 17: CPI 非食品: 交通和通信项及其中燃料项 (%)	6
图 18: CPI 交通与通信项: 交通工具与通信工具 (%)	6
图 19: CPI 非食品: 教育文化和娱乐项及其子项 (%)	6
图 20: CPI 非食品: 医疗保健项及其子项 (%)	6
图 21: PPI 当月同比与当月环比	6
图 22: PPI 当月同比分解为新涨价因素与翘尾因素	6
图 23: CRB 指数月度均值增速与 PPI 的关系	7
图 24: PPI 回正条件之一: 货币供应量增速的回升	7
图 25: PPI 回正条件之二: 企业加库存意愿的回升	7
图 26: PPI 回正条件之三: 房地产销售的改善	7
图 27: PPI 生产资料三项与生活资料项	7
图 28: PPI 中与能源相关的子行业价格指数	7
图 29: PPI 中与原材料相关的子行业价格指数	8
图 30: PPI 中与高端装备相关的子行业价格指数	8
图 31: CPI 当月同比与 PPI 当月同比.....	8
图 32: GDP 现价同比、不变价同比与 GDP 平减指数	8

1. CPI 的趋势与结构

1.1. 趋势

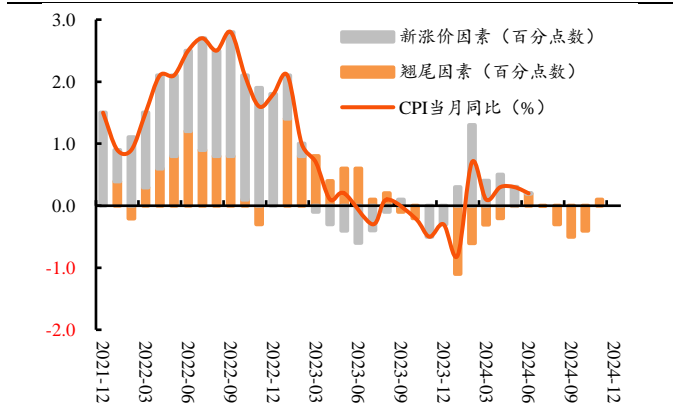
CPI 翘尾因素的贡献将从 6 月的 0.2% 下降至 9 月的 -0.5%，这需要新涨价因素持续上升，才能保证 CPI 增速持续运行在正值。农产品价格指数在 6 月下旬出现反弹，但全国猪肉批发价 6 月中旬以来开始在 24.5 元/kg 的位置横盘。PPI 生活资料项持平前值 -0.80%，其中耐用消费品价格降幅仍在扩大。综上所述我们认为，CPI 新涨价因素可能不能完全抵消翘尾因素在 6 月至 9 月的降幅，这可能导致 CPI 再次回落至 0 附近。

图1:CPI 月度同比与环比



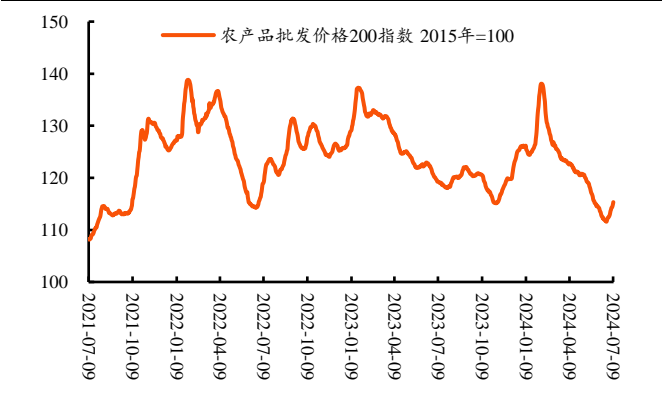
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:CPI 月度同比分解为新涨价因素与翘尾因素



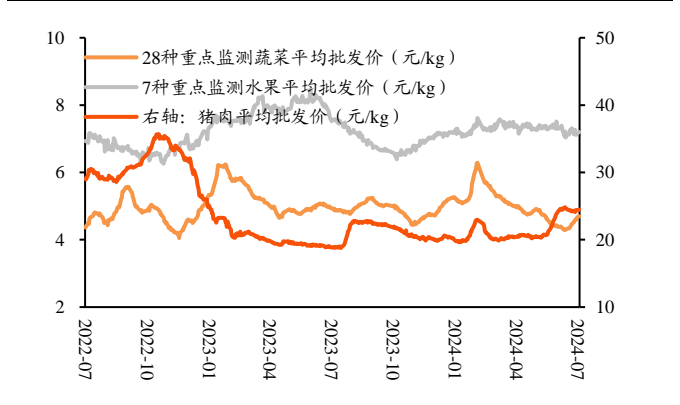
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:农产品价格指数



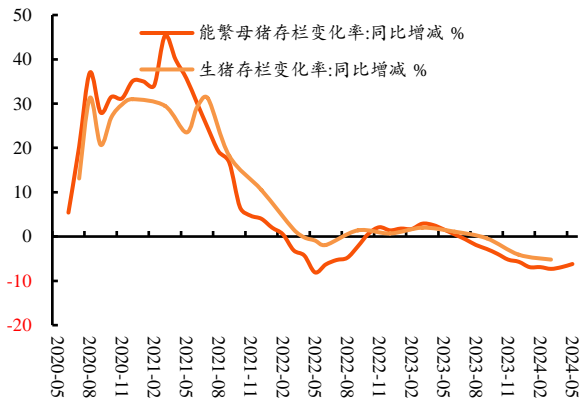
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:全国猪肉、蔬菜、水果平均价格



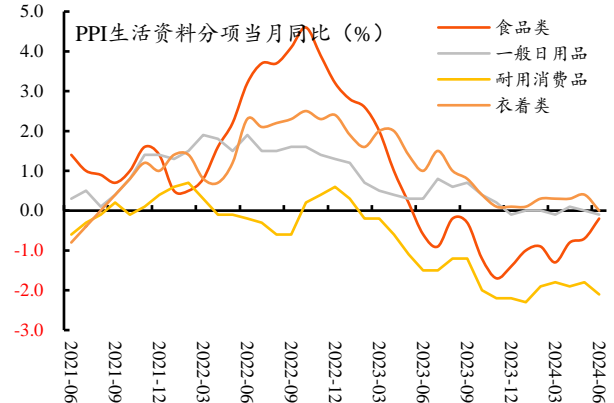
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:猪肉产能跟踪指标



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:PPI生活资料项的四个子项

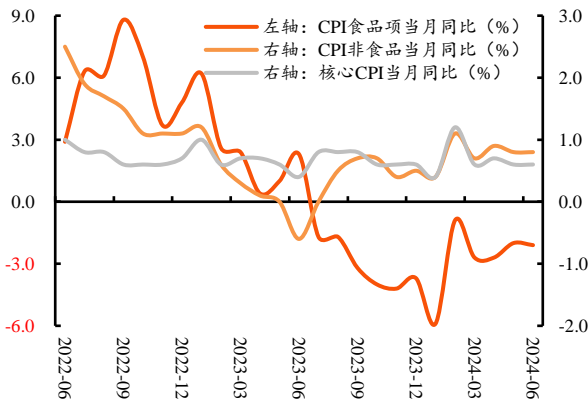


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

1.2. 结构

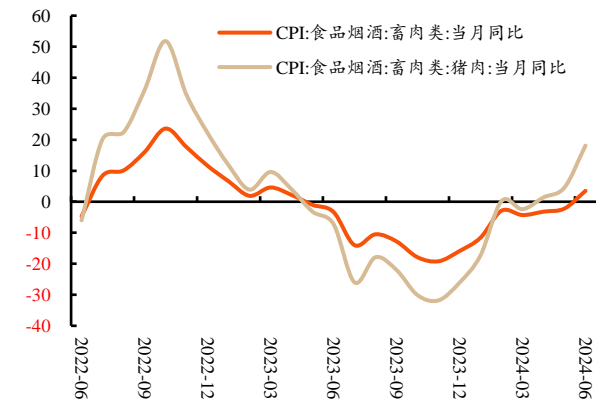
CPI 食品项之中: 6月猪肉项同比 18.10% (前值 4.60%), 明显加速, 但牛肉项降幅继续扩大; 羊肉、食用油、蛋类等价格项同比增速开始收窄降幅; 但鲜果项降幅扩大、鲜菜项增速转负。此外, CPI 烟草项价格增速继续保持稳定, 但酒类价格增速降幅扩大。

图7:CPI 食品项与非食品项



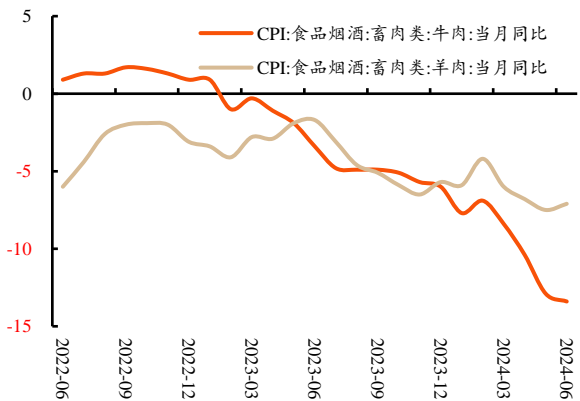
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:CPI 食品项中的畜肉类与猪肉价格同比 (%)



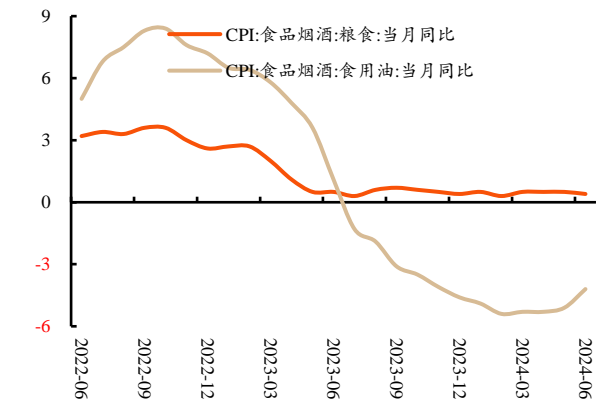
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:CPI 食品项: 牛肉与羊肉项同比 (%)

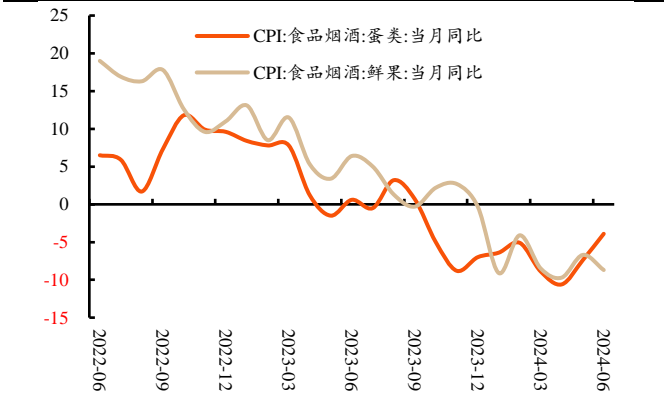


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

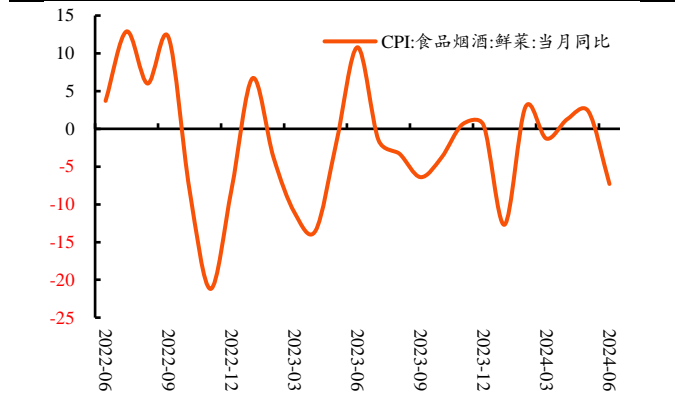
图10:CPI 食品项: 粮食与食用油项同比 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

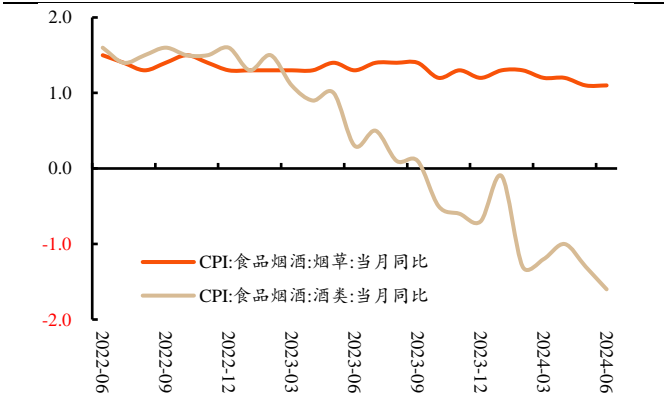
图11:CPI食品项:蛋类、鲜果项同比(%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

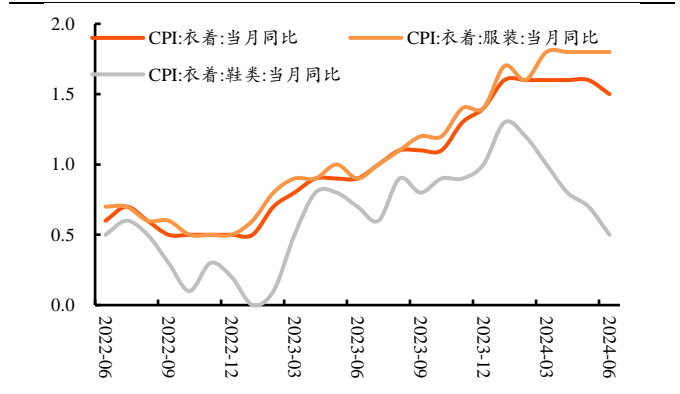
图12:CPI食品项:鲜菜类同比(%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

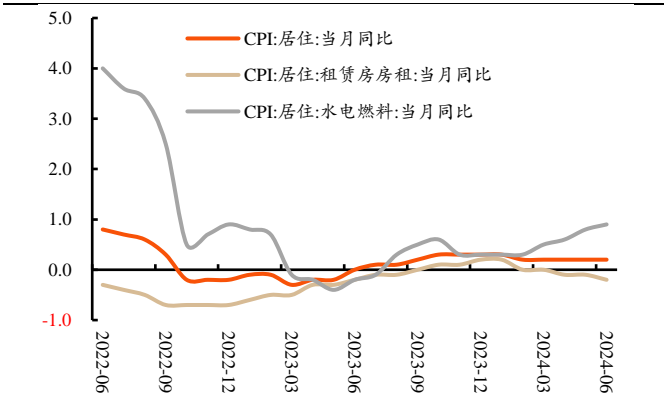
CPI非食品项之中: 衣着类价格增速小幅回落, 其中鞋类的降幅较大。居住项价格总体增速稳定, 但其中水电燃料价格增速进一步上升, 房租降幅进一步扩大。生活用品及服务之中, 家庭服务价格项保持增长, 但家用电器价格降幅进一步扩大。交通和通信项的价格降幅小幅扩大, 其中交通工具用燃料价格增速进一步回落, 交通工具价格降幅进一步扩大, 而通信工具价格降幅有所收窄。教育文化和娱乐项价格增速保持稳定, 其中旅游项增幅出现回落。医疗保健项之中, 中药价格增速进一步回落, 西药价格降幅开始企稳。

图13:CPI烟草与酒类价格同比(%)


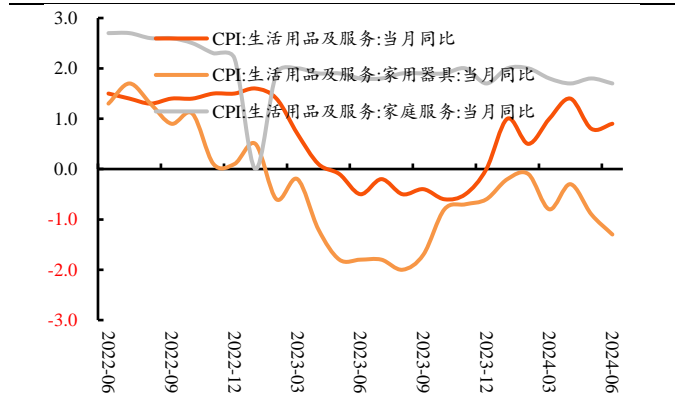
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图14:CPI非食品项:衣着包括服装与鞋类(%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

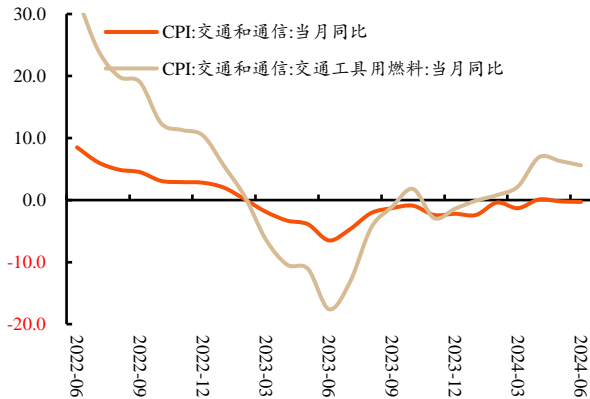
图15:CPI非食品:居住项包括房租与水电燃料(%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:CPI非食品:生活用品及服务(%)


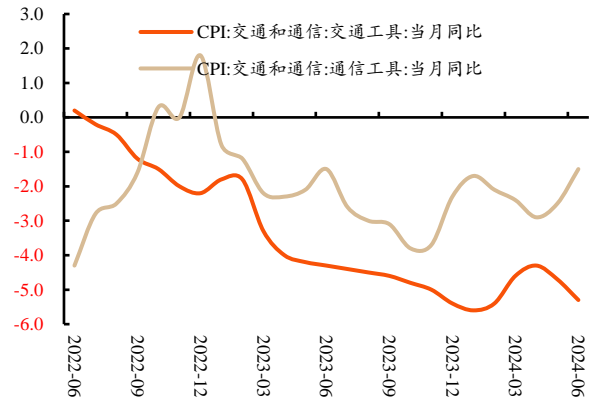
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图17:CPI非食品:交通和通信项及其中燃料项(%)



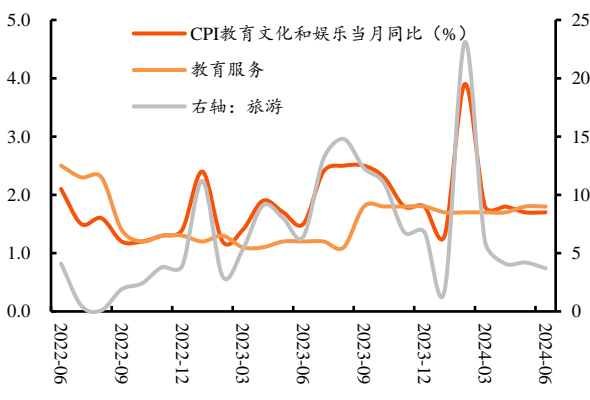
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图18:CPI交通与通信项:交通工具与通信工具(%)



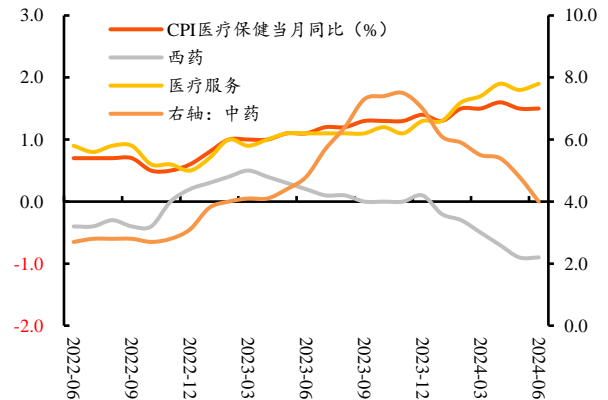
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图19:CPI非食品:教育文化和娱乐项及其子项(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图20:CPI非食品:医疗保健项及其子项(%)



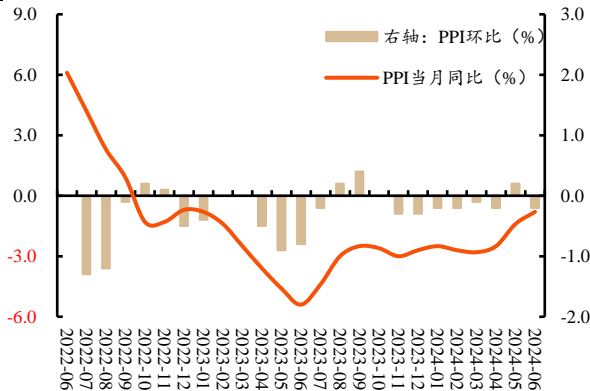
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. PPI 的趋势与结构

2.1. 趋势

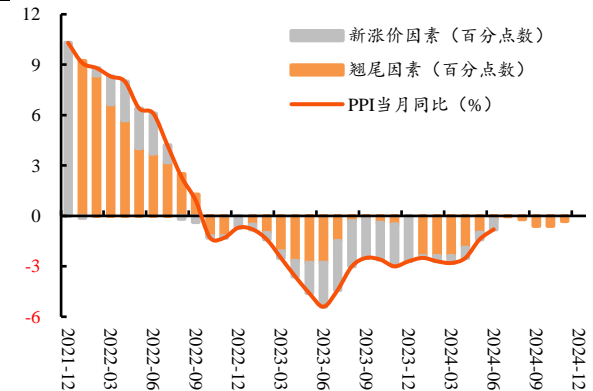
2024年6月中国PPI环比转负,新涨价因素降幅扩大,这与6月CRB指数均值同比转负相互印证,7月截至9日CRB指数均值同比降至-3.17%,也指向PPI上行动力不足。但今年以来工业产成品库存增速已经趋于回升,房地产销售增速开始筑底,可能会带来变化。

图21:PPI当月同比与当月环比



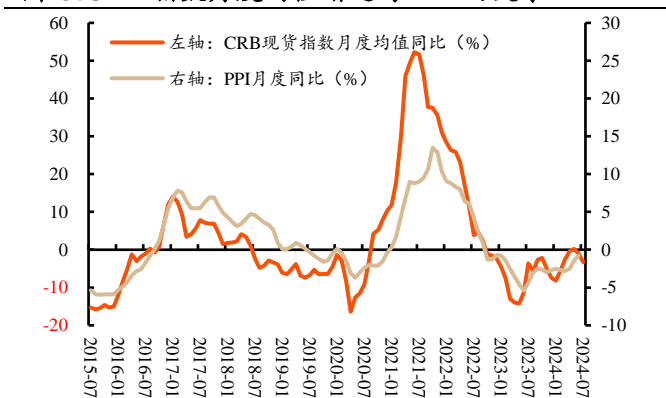
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图22:PPI当月同比分解为新涨价因素与翘尾因素



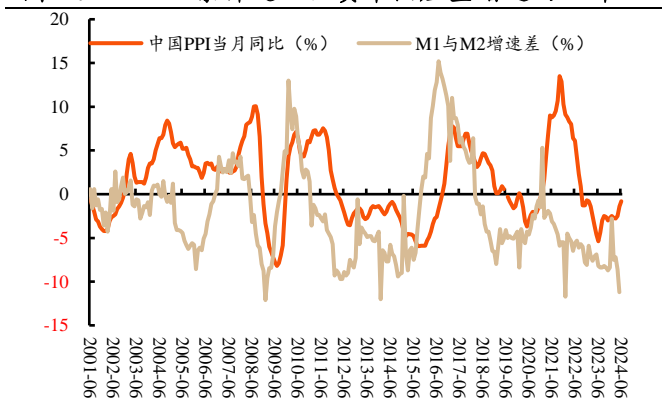
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图23:CRB 指数月度均值增速与 PPI 的关系



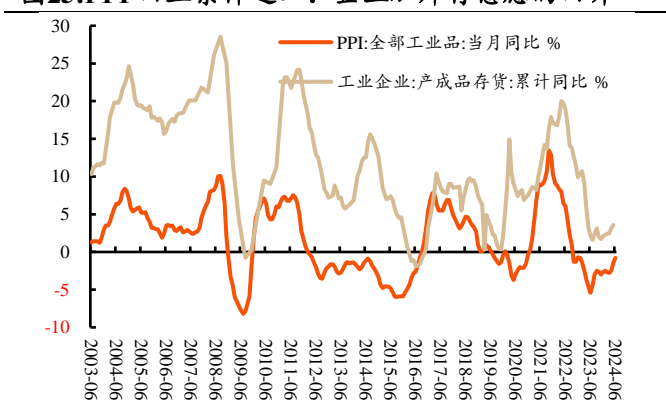
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图24:PPI 回正条件之一: 货币供应量增速的回升



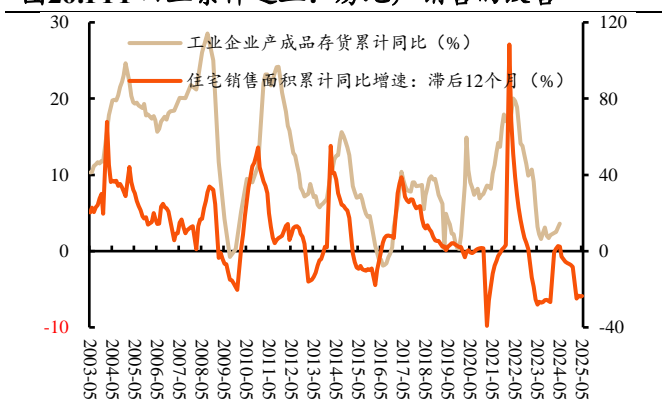
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图25:PPI 回正条件之二: 企业加库存意愿的回升



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图26:PPI 回正条件之三: 房地产销售的改善

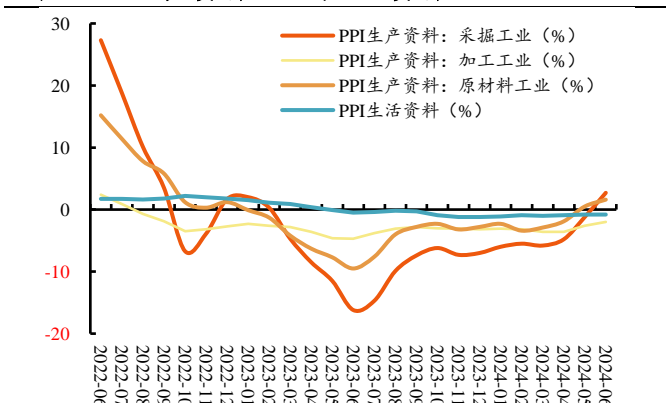


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2.2. 结构

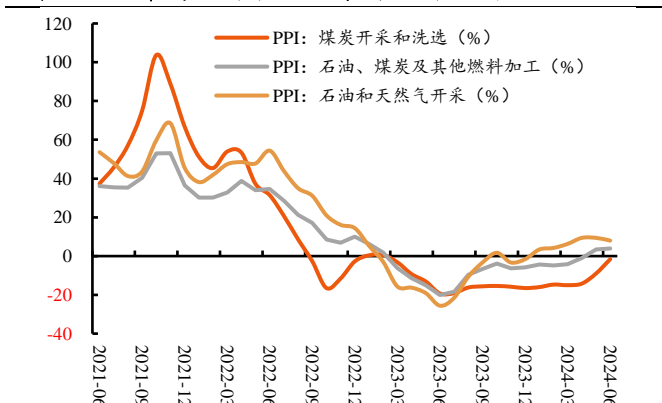
分行业大类来看, 6 月 PPI 生产资料项及其中的采掘工业、加工工业、原材料工业三项价格指数都在回升, 其中原材料工业、采掘工业都已经实现转正, 加工工业进一步收窄降幅。其中, 汽车制造业, 电气机械及器材制造, 计算机、通信和其他电子设备制造三个重要行业的价格指数仍在负值区间。

图27:PPI 生产资料三项与生活资料项



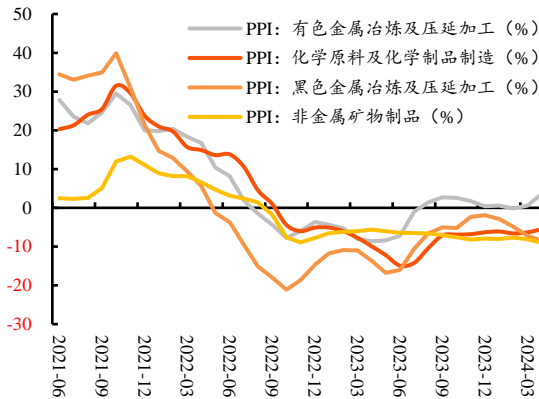
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图28:PPI 中与能源相关的子行业价格指数



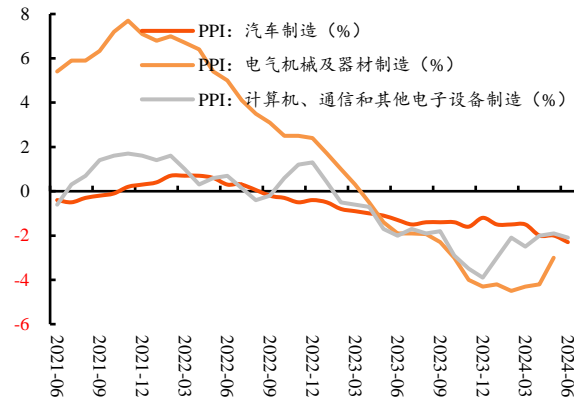
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图29:PPI中与原材料相关的子行业价格指数



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图30:PPI中与高端装备相关的子行业价格指数

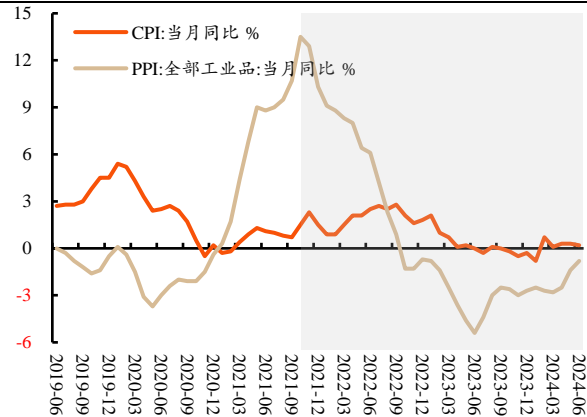


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 投资建议

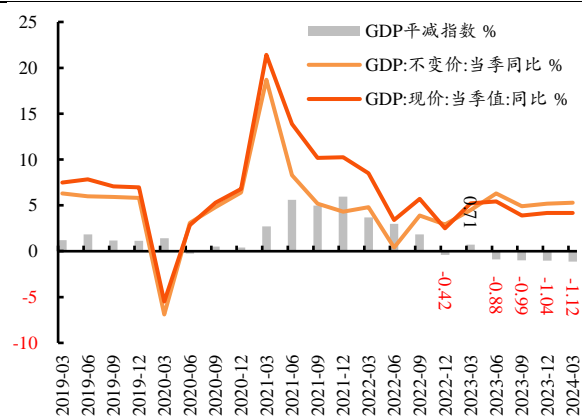
基于上述分析我们认为,虽然PPI还不能完全走出负值区间,CPI可能再次回落至0附近,总量层面上GDP平减指数的转正还需要等待,但PPI与CPI在结构上具有明显的投资指示意义:酒类、家用电器、通信工具、交通工具等价格指数虽然仍处于负值区间,但随着工业品库存周期回升和房地产销售筑底,可能会迎来价格的恢复。

图31:CPI当月同比与PPI当月同比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图32:GDP现价同比、不变价同比与GDP平减指数



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 风险提示

(1) 地缘政治冲击可能推高能源价格

全球地缘政治的不确定性仍然较大,能源价格仍处于波动状态之中。

(2) 国内政策预期可能提升物价水平

国内政策预期可能推动总需求进一步修复,从而提高物价水平。

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。