

CPI 延续低位，需求有待修复

——6 月通胀数据点评

2024 年 07 月 11 日

- **事件：**6 月 CPI 同比 0.2%，市场预期 0.4%，前值 0.3%，环比-0.2%；PPI 同比-0.8%，前值-1.4%，环比-0.2%。
- **CPI 再度回落，增速不及市场预期。**食品项同环比增速下滑，非食品项同环比均持平，服务项小幅回落。核心 CPI 同比持平于 0.6%，环比-0.1%，消费品 CPI 同比回落为-0.1%，环比-0.4%。从价格环比来看，新涨价因素偏弱，价格驱动不足。
- **猪肉为食品项主要拉动项，水果、蔬菜价格形成一定拖累。**6 月猪肉价格同环比均明显抬升，我国开启对欧盟的猪肉产品反倾销立案调查，但其相对我国猪肉进口量占比不大，当前我国猪肉仍处于去产能进程当中，反倾销可能会加强短期猪价上行动能，但幅度有限。猪肉处于季节性消费淡季，前期猪肉价格拉升偏快，猪价短期进入盘整阶段，但本轮猪周期尚未见顶。牛羊肉价格底部窄幅震荡，供应端依然相对充足。随着应季水果和蔬菜的上市，水果和蔬菜价格同环比均有所下行。
- **非食品项中，耐用品消费价格走弱，暑假带来的拉动效果有待显现。**交通工具用燃料价格受国际油价波动影响有所回落。多地在二季度陆续上调水、燃气销售端价格，整体影响相对有限。“618”大促活动力度较大，汽车、家用器具等耐用消费品价格回落，另一方面，内需不足的问题依然存在。旅游同比下滑，环比负增，暑期出行带动效果尚未显现，交通工具租赁费和飞机票环比有所上涨，宾馆住宿同比跌幅加深，需要关注 7、8 月暑期消费的回暖幅度。应届生就业季到来，房租环比上行，同比持续下行。
- **低基数给 PPI 带来一定拉动，加工工业-原材料工业剪刀差持续走阔。**CRB 指数同比边际放缓，PPI 环比再度转负，采掘工业明显上行，原材料上行幅度依然大于加工工业，下游加工业议价能力相对较弱，需求不足、以价换量的问题依然存在。
- **有色产业链价格持续上行，下游高端制造业价格同比大多回落。**低基数作用和夏季高温拉升需求下，煤炭采选业同比显著上行，石油和天然气、黑色金属产业链价格相对疲弱，夏季高温为建筑业季节性淡季。整体中下游行业需求不足的问题依然存在，环比价格多数下滑。
- **年内通胀整体温和，PPI 上行动能不足。**7 月 CPI 在低基数作用下，增速有望抬升，仍需关注价格数据的环比修复情况，暑假有望带动部分消费服务分项好转。当前内需不足的问题依然存在，年内 CPI 走势预期延续温和。国际大宗商品价格近期高位边际回落，上游价格向下游传导依然不畅，下游部分装备制造业议价能力不足，供给侧调整尚未到位，PPI 上行驱动受限。
- **风险因素：**海外经济政策节奏和幅度超预期，居民消费疲弱，地产投资持续偏弱拖累黑色金属价格。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

转型与增长的“新均衡”

经济分化延续，关注未来需求端变化

CPI、PPI 低位上行，输入性通胀抬升

正文目录

事件.....	3
1、CPI 低位小幅回落，食品项为主要拖累.....	3
2、PPI 同比上行，加工工业价格偏弱.....	5
3、总结与展望.....	6
4、风险提示.....	7
图表 1: CPI 同比增速回落 (%).....	3
图表 2: CPI 食品项环比再度转负 (%).....	3
图表 3: 核心 CPI 持平，服务项小幅回落 (%).....	3
图表 4: 油价窄幅震荡 (元/吨).....	3
图表 5: 猪肉价格上行，牛羊肉延续低位 (元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪环比增长，同比下行 (万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜价格同比负增 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格季节性下行 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项走势 (%).....	5
图表 10: 服务小幅回落，租房分项持续下滑 (%).....	5
图表 11: CRB 指数同比回落，PPI 小幅回升 (%).....	6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差持续回落 (%).....	6
图表 13: 有色产业链价格持续回升 (%).....	6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差延续收窄 (%).....	6
图表 15: M1 回落，政策“挤水分”带来一定影响(%).....	7
图表 16: 居民加杠杆乏力 (%).....	7

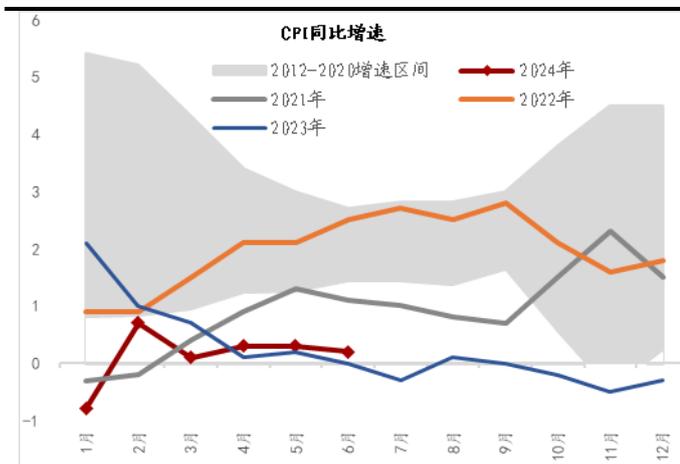
事件

2024年6月，CPI同比增速0.2%（市场预期0.4%），较上月回落0.1个百分点，环比增速-0.2%，前值-0.1%，1-6月CPI累计同比0.1%。PPI同比增速-0.8%（市场预期-0.8%），较上月上行0.6个百分点，环比增速-0.2%，前值0.2%，1-6月PPI累计同比-2.1%。

1、CPI 低位小幅回落，食品项为主要拖累

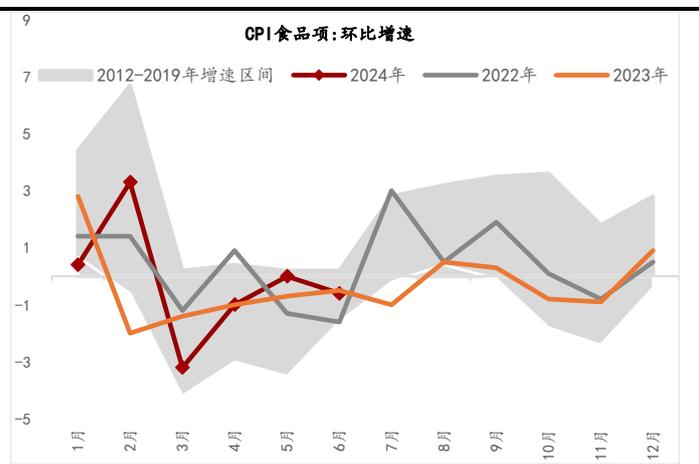
CPI同比小幅回落，非食品项同环比均持平，食品项同环比增速下滑。2024年6月CPI同比增速较上月回落0.1个百分点至0.2%，增速略低于市场预期，环比增速-0.2%，前值-0.1%。CPI食品项同比增速由5月的-2%回落至-2.1%，环比由上月的0%下行至-0.6%；非食品项同比持平于上月的0.8%，环比与上月持平于-0.2%。

图表1: CPI同比增速回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: CPI食品项环比再度转负(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

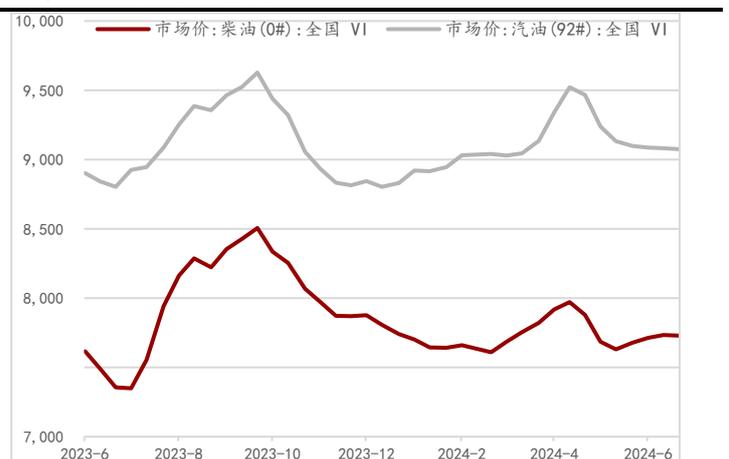
核心CPI同比持平，服务项增速小幅回落，消费品同比增速再度转负。核心CPI同比增速持平于0.6%，环比-0.1%。CPI服务项同比较5月小幅回落0.1个百分点至0.7%，环比0%；消费品同比则回落0.1个百分点至-0.1%，环比-0.4%，环比增速继续回落0.3个百分点。

图表3: 核心CPI持平，服务项小幅回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 油价窄幅震荡(元/吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品分项价格走势分化，猪肉为主要拉动项，牛羊肉价格延续低位，水果蔬菜价格形成一定拖累。6月猪肉价格同环比均明显抬升，为食品主要拉动分项。6月17日我国商务部开启对原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品进行反倾销立案调查，中国是欧盟猪肉及其副产品的主要出口地，但相对我国猪肉进口量占比不大，本次反倾销可能对欧盟生猪产业链带来一定影响。当前我国猪肉仍处于去产能进程当中，反倾销可能会加强短期猪价上行动能，但当前我国猪肉处于季节性消费淡季，前期猪肉价格拉升偏快，猪价短期进入盘整阶段，但本轮猪周期尚未见顶，7月首周出栏均价有所反弹。5月能繁母猪环比小幅上涨，行业产能修复依然较为谨慎，企业对于扩产也同样谨慎。牛羊肉价格底部窄幅震荡，牛肉价格同比延续下跌，供应端依然相对充足。随着应季水果和蔬菜的上市，水果和蔬菜价格同环比均有所下行。粮食、酒类价格同比小幅下行，食用油同比跌幅收窄。

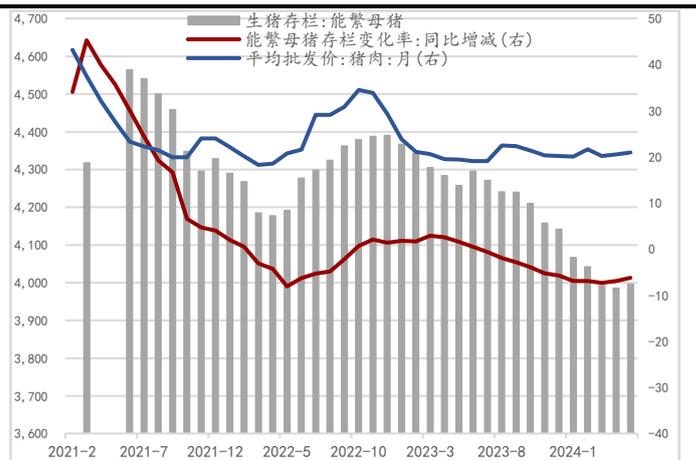
从CPI食品具体分项来看，6月，猪肉价格同比继续上行13.5个百分点至18.1%，上涨幅度加快，环比增速由上月的1.1%显著上行至11.4%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的-12.9%、-7.5%变动为-13.4%、-7.1%，蛋类同比增速上行3.5个百分点至-3.9%，环比1.5%。鲜菜价格同比下跌9.6个百分点至-7.3%，环比-7.3%；鲜果价格同比下跌2个百分点至-8.7%，环比-3.8%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由5月的0.5%、-5.1%、0.1%、1.1%、-1.3%变动为0.4%、-4.2%、1.2%、1.1%、-1.6%。

图表5: 猪肉价格上行, 牛羊肉延续低位 (元/公斤)



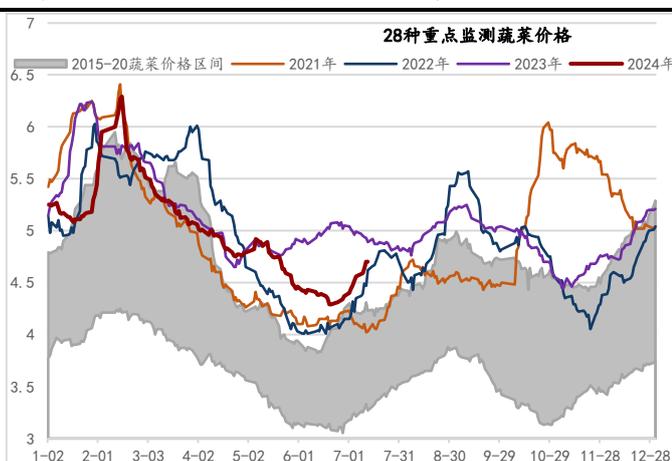
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪环比增长, 同比下行 (万头, %)



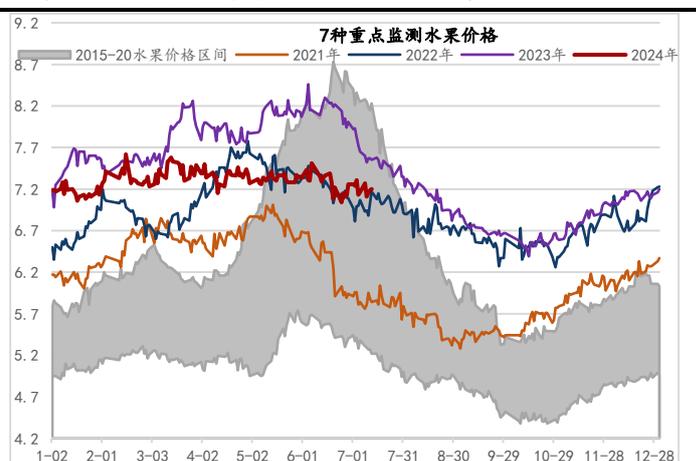
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜价格同比负增 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

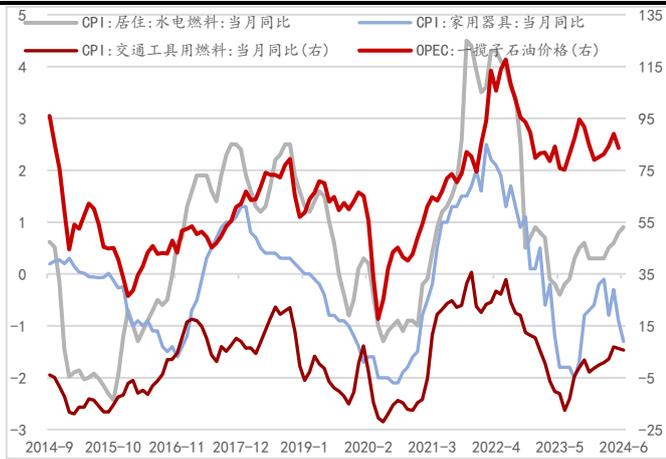
图表8: 水果价格季节性下行 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

非食品项中，耐用品消费价格走弱，暑假带来的拉动效果有待显现。6月，交通工具用燃料价格环比下行幅度最大为-2%，同比由6.3%下行为5.6%，主要受国际油价波动影响，家用水电燃料同比由0.8%上行为0.9%，多地在二季度陆续上调水、燃气销售端价格，整体影响相对有限。交通工具同比由-4.7%继续下行至-5.3%，环比-1%，家具器具同比由-0.9%下行为-1.3%，环比-1.2%，“618”大促给价格带来一定影响，但当前需求不足的问题在耐用品消费上有所显现。服务分项来看，旅游同比由4.2%下行为3.7%，环比-0.80%，暑期出行带动效果尚未显现，交通工具租赁费和飞机票环比有所上涨，宾馆住宿同比跌幅加深，需要关注7、8月暑期消费的回暖幅度。房租价格同比回落0.1个百分点至-0.2%，环比转正为0.1%，随着应届生就业季到来，房租价格环比小幅回升，但同比持续下行。医疗保健价格同比持平，主要为医疗服务拉动，中药同比下行明显。

图表9: CPI燃料相关分项走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务小幅回落, 租房分项持续下滑 (%)



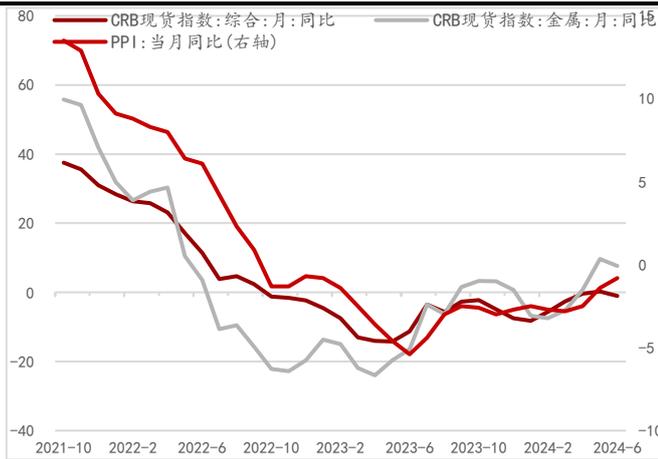
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、PPI 同比上行，加工工业价格偏弱

PPI同比上行，低基数作用带来一定拉动，加工工业-原材料工业剪刀差持续走阔。PPI同比上行，主要是低基数作用影响，而CRB指数同比边际回落，金属价格上行高位放缓，PPI环比增速再度转负。部分大宗商品涨价并且弹性较大的带动下，生产者购进价格上行幅度大于出厂价格上行幅度。PPI生产资料中，采掘工业同比上行幅度最大且增速转正，环比也小幅上行；其次为原材料工业，加工工业与原材料工业剪刀差持续走阔，下游加工行业依然压力大于上游，议价能力相对较弱，当前需求不足、以价换量的问题依然存在。生活资料同比持平，主要为食品类拉动，一般日用品、耐用消费品同环比增速边际回落。

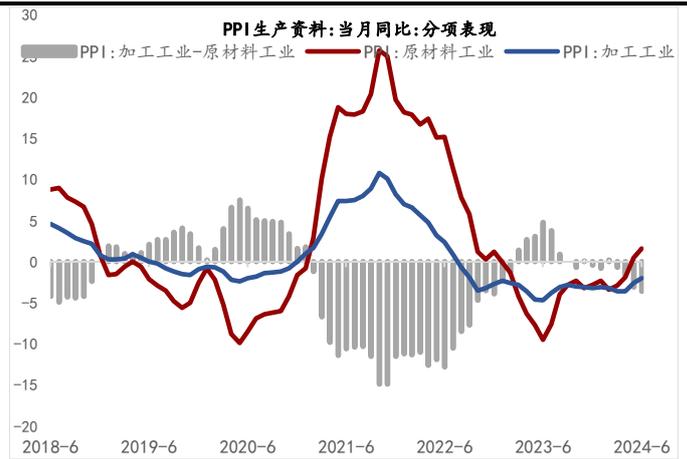
具体数据来看，PPI同比-0.8%，较上月上行0.6个百分点，环比增速-0.2%，前值0.2%。工业生产者购进价格（PPIRM）同比由-1.7%上行为-0.5%。PPI生产资料同比上行0.8个百分点至-0.8%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由-2%、0.5%、-2.6%上行至2.7%和-2%、6%各项同比均在上行。PPI生活资料同比-0.8%，与上月持平，环比增速-0.1%，前值-0.1%；其中，仅食品类同比由-0.7%上行至-0.2%，衣着、一般日用品、耐用消费品同比均有所下行。

图表11: CRB指数同比回落, PPI小幅回升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工-原材料工业剪刀差持续回落 (%)

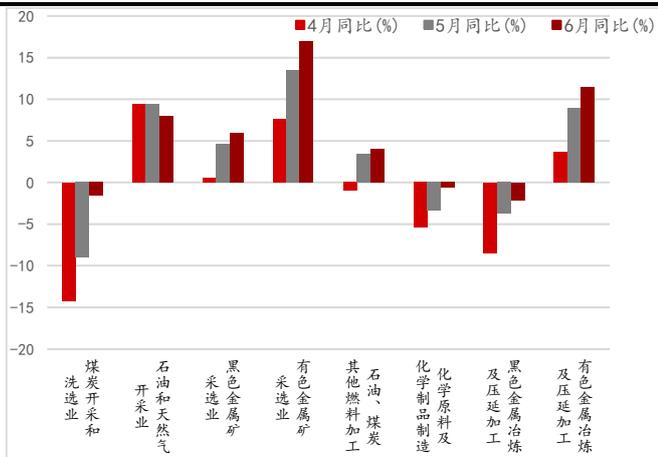


资料来源: Wind, 万联证券研究所

有色产业链价格持续上行, 石油和天然气、黑色金属产业链价格相对疲弱。采掘业整体同环比上行, 内部表现分化, 其中煤炭开采和洗选业同比显著上行, 低基数作用和夏季高温拉升需求, 带动煤炭价格上行, 有色金属矿采选业同比高位继续攀升, 环比增速3.8%, 石油和天然气开采业同环比增速放缓形成一定拖累, 主要受国际油价波动影响。有色金属冶炼及压延工业同比也保持上行, 环比延续正增, 黑色金属冶炼及压延加工、非金属矿物制品业同比跌幅收窄, 黑色金属加工环比为-0.6%, 夏季高温迈入季节性淡季, 地产、基建等工程建设有待回暖。

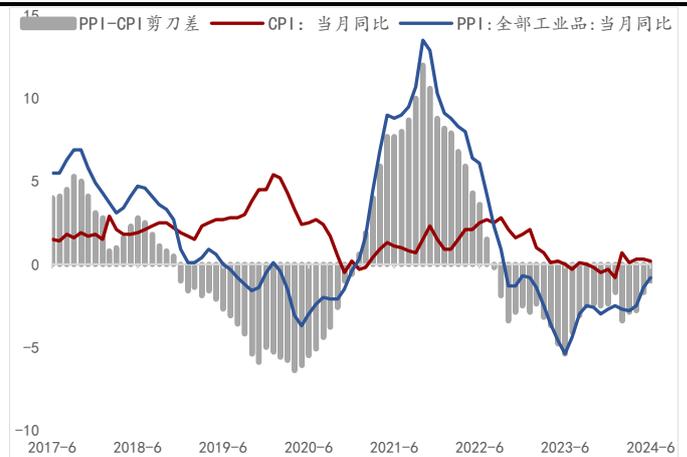
下游高端制造业价格同比大多回落, 电力、热力的生产和供应业同环比下行。中游通用设备制造业同比由-0.8%下行为-1%, 环比持平于-0.1%。下游汽车制造业同比增速由-2%下滑为-2.3%, 环比-0.7%。铁路、船舶等运输设备制造业同比持平于0%, 环比0.1%; 计算机、通信等电子设备制造业同比下滑0.2个百分点至-2.1%, 环比-0.3%。整体中下游行业需求不足的问题依然存在, 环比价格多数下滑。电力、热力的生产和供应业同比由-1.8%回落为-2%, 环比-1%, 燃气生产和工业同比跌幅收窄。

图表13: 有色产业链价格持续回升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差延续收窄 (%)

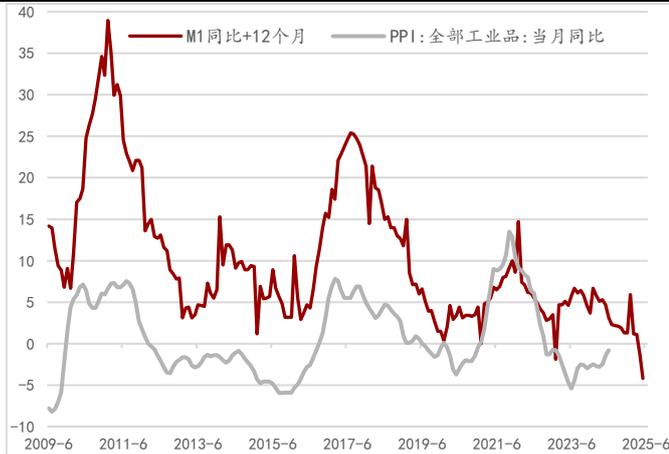


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

年内通胀整体温和，PPI上行动能不足。7月CPI在低基数作用下，增速有望抬升，仍需关注价格数据的环比修复情况，暑假有望带动部分消费服务分项好转。当前内需不足的问题依然存在，年内CPI走势预期整体延续温和。国际大宗商品价格近期高位边际回落，上游价格向下游传导依然不畅，下游部分装备制造业议价能力不足，供给侧调整尚未到位，PPI上行驱动受限。

图表15: M1回落, 政策“挤水分”带来一定影响(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 居民加杠杆乏力(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

海外经济政策节奏和幅度超预期，居民消费疲弱，地产投资持续偏弱拖累黑色金属价格。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场