



政策支撑，温和回升

——中国物价数据点评 (2024 年 6 月)

6 月 CPI 通胀 0.2%，低于前值 (0.3%) 与市场预期 (0.4%)，PPI 通胀 -0.8%，高于前值 (-1.4%)，持平于市场预期 (-0.8%)。

6 月通胀继续温和修复，CPI 通胀继续受到猪价托举，PPI 通胀受到大宗商品价格支撑。前瞻地看，既有积极因素推动通胀修复力量有限，需求不足仍是通胀持续回升的主要挑战。

一、CPI 通胀：猪价上涨，核心低迷

6 月 CPI 通胀录得 0.2%，低于市场预期。从结构看，食品价格回落，能源价格震荡，核心通胀依然低迷。

食品通胀有所分化，猪肉价格大幅上涨，而其他分项价格受季节性因素与需求不足影响而下降。6 月食品价格环比、同比双下降，环比下跌 0.6%，同比下跌 2.1%，跌幅较 5 月有所扩大，拖累 CPI 通胀 0.4pct。本轮生猪去产能的价格效应持续显现，猪肉价格大幅上涨，6 月猪肉价格环比上涨 11.4%，同比上涨 18.1%。因部分种类超季节性增产，鲜果与鲜菜价格环比 (同比) 分别下降 3.8%、7.3% (8.7%、7.3%)。除猪肉外的其他畜肉类价格因需求不足而持续下跌，牛肉、羊肉价格环比 (同比) 下跌 2.5%、0.9% (13.4%、7.1%)。前瞻地看，猪价稳定上行叠加低基数效应，或带动食品通胀于下半年转正。受国际油价震荡影响，能源价格涨幅收窄。交通工具用燃料价格环比下降 2.0%，同比增长 5.6%，拉动 CPI 通胀 0.1pct。随着国际油价继续震荡，能源通胀对通胀贡献或有所下行。

受供需不平衡制约，核心 CPI 通胀依旧表现低迷。6 月核心 CPI 环比下跌 0.1%，位于季节性下沿，同比增长 0.6%，与 5 月持平。从结构看，服务价格总体较稳定，商品分项价格普遍偏弱。服务方面，旅游价格继续走低，6 月旅游价格环比下降 0.8%，降幅较上月扩大 0.2pct，同比增长 3.7%。医疗服务、

教育服务与家庭服务价格保持增长，同比分别上涨 1.9%、1.8%、1.7%。商品方面，“618”促销活动加剧耐用品价格下降的整体趋势，家用器具与交通工具价格环比分别下跌 1.2%、1.0%，同比分别下跌 1.3%、5.3%，仅有通信工具价格环比上涨 0.8%，同比跌幅收敛 1.0pct 至-1.5%。

二、PPI 通胀：上游上涨，中下游低迷

6 月 PPI 环比下跌 0.2%，但随着翘尾因素减弱，同比跌幅收敛 0.6pct 至-0.8%。PPI 环比由涨转跌，原因或在于内需不足导致的中下游价格下跌。

从结构来看，上中下游有所分化，上游采掘工业价格与中游原材料工业价格同比上涨，中游加工工业与下游生活资料价格持续低迷。尽管全球大宗商品价格总体回落，但国内煤炭开采和洗选业价格、有色金属矿采选业价格仍在上涨，前者受用电高峰期释放需求支撑，后者受低库存导致的供应偏紧支撑，共同驱动采掘工业价格同比上涨 2.7%。上游价格上升从供给端支撑原材料工业价格同比上涨 1.6%，国内地产持续下行与天气阻碍建筑施工从需求端有所掣肘，环比小幅下降 0.5%。中游加工工业与下游生活资料受供需不平衡制约，表现依旧低迷。年初以来，加工工业价格环比以下跌为主，仅在 5 月份上涨，而生活资料价格连续 9 个月环比下跌。

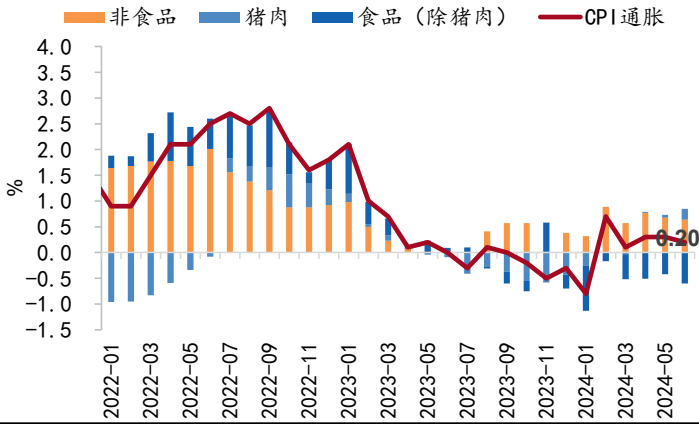
三、前瞻：温和回升

前瞻地看，通胀或继续温和回升，修复进程随政策发力而加快。一方面，猪肉价格回升有望继续支撑 CPI 通胀，大规模设备更新、消费品以旧换新政策生效与上游价格韧性或推升 PPI 通胀。但另一方面，需求偏弱的现状决定了通胀修复的斜率仍然偏低，有待政策进一步支持。全年 CPI 通胀中枢有望回升至 0.6%附近，PPI 通胀中枢有望向-1.0%收敛。

(作者：谭卓 牛梦琦 王天程 王蓁)

图1: 非食品与猪肉价格驱动CPI通胀温和回升

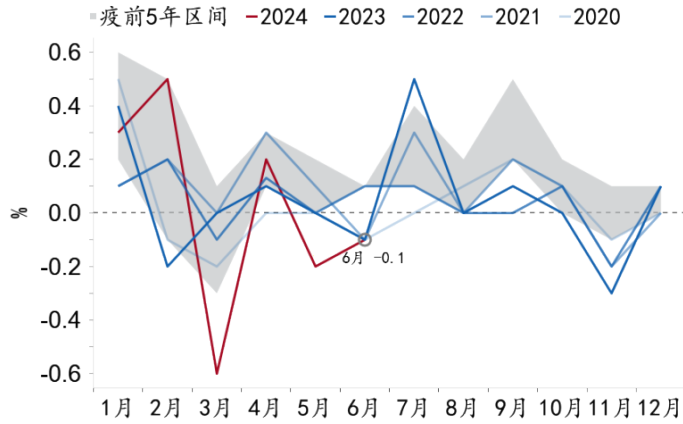
CPI同比增速及拆分



资料来源: WIND、招商银行研究院

图3: 核心通胀环比边际改善

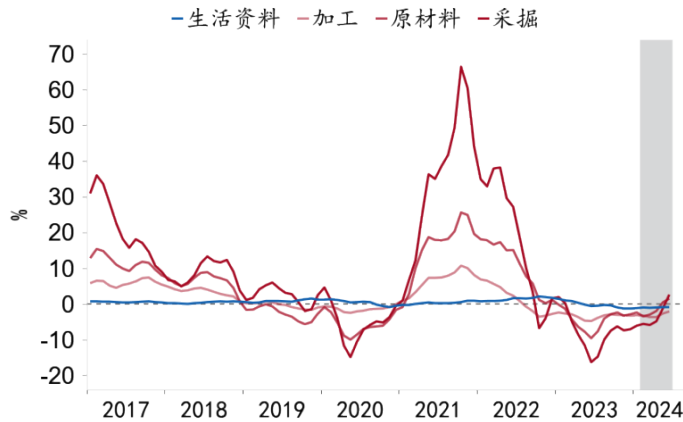
核心CPI环比增速



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图5: PPI上中下游价格分化明显

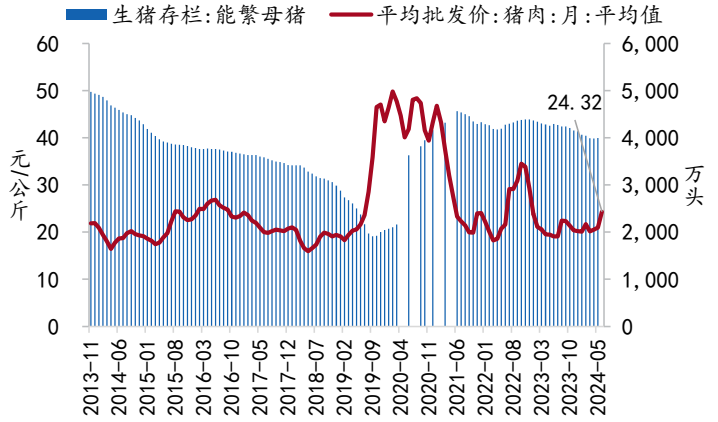
PPI各分项当月同比



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图2: 本轮生猪去产能推动猪价持续上行

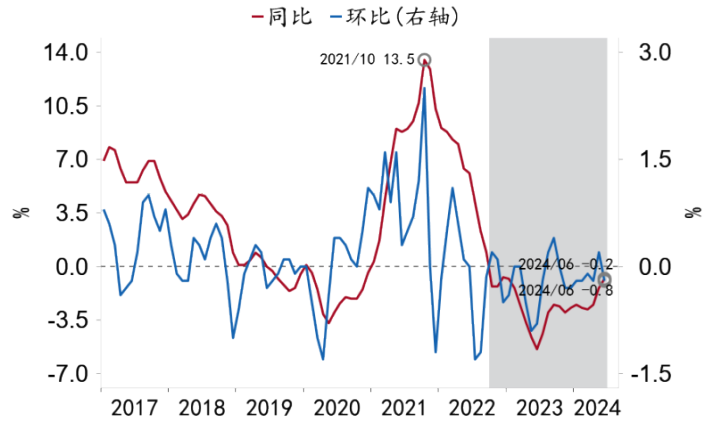
能繁母猪头数与猪价



资料来源: WIND、招商银行研究院

图4: PPI指数回升放缓

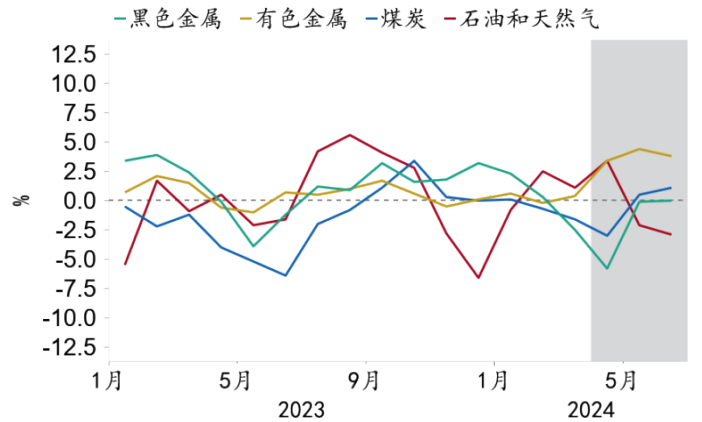
PPI同比与环比



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院

图6: 国际与国内定价大宗商品价格分化

PPI上游主要分项环比增速



资料来源: MACROBOND、招商银行研究院