

PPI 转正节奏取决于供需结构变化

——6月物价数据点评



YONGXING SECURITIES

核心观点

事件：2024年7月10日，国家统计局公布6月份全国居民消费价格指数（CPI）以及全国工业生产者出厂价格指数（PPI）数据：中国6月CPI同比上涨0.2%，前值为0.3%；中国6月PPI同比下降0.8%，前值为-1.4%。

PPI 转正趋势延续，但节奏放缓。国际大宗商品价格波动，国内部分工业品市场需求不足等因素影响，带动PPI环比下降。PPI环比由正转负至-0.2%。其中，生产资料价格下降0.2%（前值为0.4%）；生活资料价格下降0.1%（与前值相同）。6月PPI同比降幅收窄，上下游差值进一步走阔，原材料工业和加工工业出厂价价差上升0.5个百分点至3.60%。其中，原材料工业出厂价格同比上行至1.60%（前值为0.50%），下游加工工业价格同比增速录得-2.00%（前值-2.60%）。分行业来看，同比PPI降幅收窄的行业有：非金属矿物制品业、电气机械和器材制造业、农副食品加工业、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、化学原料和化学制品制造业；降幅扩大的有：汽车制造业、计算机通信和其他电子设备制造业。

消费市场供应稳定，核心CPI涨幅与前值一致。食品价格转降，结构有所分化。细分来看，猪肉、鸡蛋上行明显，尤其是猪肉呈现超季节性上行。其中，部分应季蔬果和水产品集中上市，带动鲜菜、薯类、鲜果和虾蟹类价格季节性下降，合计影响CPI环比下降约0.25个百分点；暑期出行带动近期非食品价格走强。临近暑假出行增多，交通工具租赁费和飞机票价格分别上涨6.4%和2.5%。同比来看，非食品价格上涨0.8%，影响CPI同比上涨约0.64个百分点。服务价格上涨0.7%，涨幅回落0.1个百分点，其中旅游价格上涨3.7%，涨幅有所回落；宾馆住宿价格下降1.9%，降幅有所扩大；医疗服务价格上涨1.9%，涨幅略有扩大。

投资建议

PPI 转正趋势后置，转正节奏取决于供需结构变化。从数据来看基数效应影响逐渐消退，我们认为下一阶段PPI指数整体依旧呈现回正趋势，但是其斜率或取决于整体需求规模以及上下游价格复苏时差；同时我们认为当前物价正在基数效应影响减弱、有效需求修复、价格指数进一步传导的回升路径中，有效需求的修复是其中最为关键的一环；当前季节性波动或带来物价指数的震荡调整，但细分来看价格的结构变化或对未来物价温和回暖提供指引。综上，我们认为，短期物价对债市影响有限，关注央行买卖国债对市场流动性影响；长期来看，10Y国债收益率有望向中性利率靠拢，债市大幅调整后仍是配置机会。

风险提示

地缘政治风险；美联储货币政策超调；海外经济增速不及预期；国内物价变化超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2024年07月14日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523080003

相关报告：

《产需平衡有望带动经济加速向好》

——2024年07月09日

《二十届三中全会前瞻》

——2024年07月03日

《社融波动显示央行双重调节的政策决心》

——2024年06月28日

正文目录

1. PPI 转正趋势延续，但节奏放缓.....	3
2. CPI 低位增长.....	4
3. 投资建议.....	7
4. 风险提示.....	8

图目录

图 1: PPI 同比环比增速(%).....	4
图 2: PPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%).....	4
图 3: 上游行业 PPI 环比涨跌幅(%).....	4
图 4: 上下游价格走势.....	4
图 5: PPI 和 CPI 剪刀差.....	5
图 6: CPI 价格变动情况(%).....	5
图 7: CPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%).....	5
图 8: 非食品与食品价格同比(%).....	5
图 9: 非食品与食品价格环比(%).....	5
图 10: 食品与非食品价格对 CPI 同比的拉动(%).....	6
图 11: 核心 CPI 变动情况(%).....	6
图 12: 近 3 个月主要食品价格同比涨跌幅(%).....	6
图 13: 细分食品对 CPI 同比的影响(%).....	6
图 14: 消费品与服务价格同比(%).....	7
图 15: 消费品与服务价格环比(%).....	7
图 16: 通信交通价格走势变化.....	7
图 17: 近 3 个月非食品细分价格同比涨跌幅(%).....	7

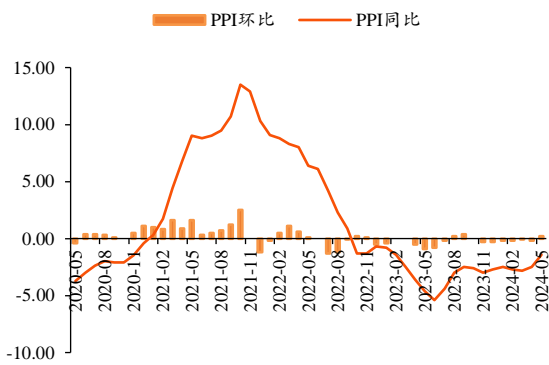
事件：2024年7月10日，国家统计局公布6月份全国居民消费价格指数（CPI）以及全国工业生产者出厂价格指数（PPI）数据：中国6月CPI同比上涨0.2%，前值为0.3%；中国6月PPI同比下降0.8%，前值为-1.4%。环比来看，CPI环比下降0.2%，PPI环比下降0.2%。

1. PPI 转正趋势延续，但节奏放缓

国际大宗商品价格波动，国内部分工业品市场需求不足等因素影响，带动PPI环比下降。PPI环比由正转负至-0.2%。其中，生产资料价格下降0.2%（前值为0.4%）；生活资料价格下降0.1%（与前值相同）。一方面，国际油价下行带动国内相关行业环比下降，石油和天然气开采业价格环比下行2.9%；另一方面，季节性因素影响行业供求调整，影响行业PPI分化。“迎峰度夏”来临，煤炭需求季节性增加：煤炭开采和洗选业价格（1.1%）；高温多雨天气影响建筑施工叠加前期补库需求释放，影响钢材需求趋弱：黑色金属冶炼和压延加工业（-0.6%）。在建筑建材端，水泥企业调减产量叠加新国标带来的成本支撑：水泥制造业有负转正（3.3%）。此外，新能源车相关的装备制造业环比下行：锂离子电池制造业（-0.5%），新能源车整车制造业（-0.1%）。消费品制造业环比价格：文教工美体育和娱乐用品制造业（0.6%）、农副食品加工业价格（0.5%）、家具制造业（0.1%）。

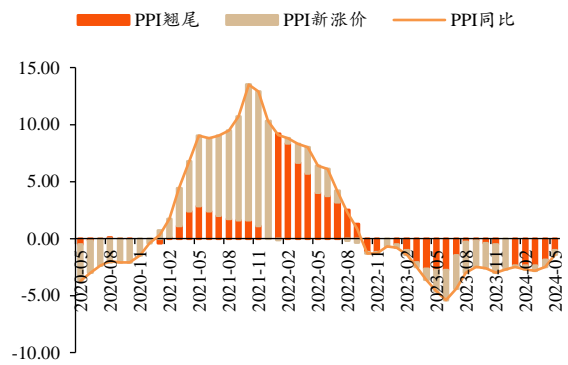
同比降幅收窄，转正节奏取决于供需结构变化。6月PPI同比降幅收窄0.6个百分点为-0.80%，上下游差值进一步走阔。在6月份PPI同比变动中，翘尾影响减少至-0.20个百分点（前值-1.00个百分点），新涨价因素影响约为-0.60个百分点（前值-0.40个百分点）。6月份上下游价差继续走阔，原材料工业和加工工业出厂价价差上升0.5个百分点至3.60%。其中，原材料工业出厂价格同比上行至1.60%（前值为0.50%），下游加工工业价格同比增速录得-2.00%（前值-2.60%），二者同比增速分化。此外，生产资料价格下降0.8%，降幅收窄0.8个百分点；生活资料价格下降0.8%与前值一致。分行业来看，同比PPI降幅收窄的行业有：非金属矿物制品业（-6.9%），电气机械和器材制造业（-2.9%），农副食品加工业（-2.2%），黑色金属冶炼和压延加工业（-2.1%），煤炭开采和洗选业（-1.6%），化学原料和化学制品制造业（-0.6%）；降幅扩大的有：汽车制造业（-2.3%），计算机通信和其他电子设备制造业（-2.1%），降幅分别扩大0.3、0.2个百分点。涨幅扩大的有：有色金属冶炼和压延加工业（11.5%），石油煤炭及其他燃料加工业（4.0%），涨幅分别扩大2.6、0.6个百分点。此外石油和天然气开采业（8.0%）涨幅回落1.4个百分点。

图1:PPI 同比环比增速(%)



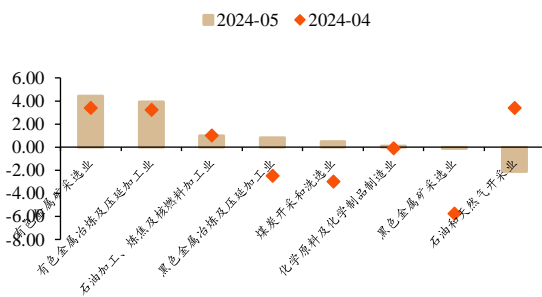
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:PPI 翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)



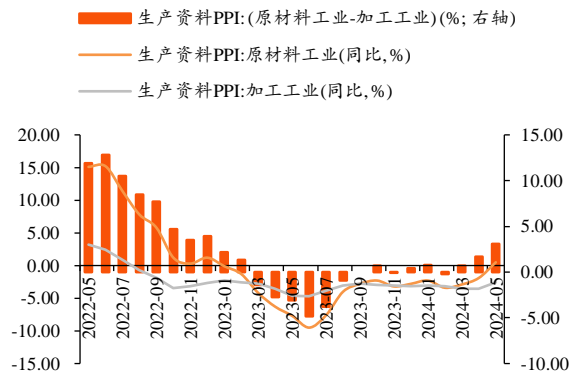
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:上游行业 PPI 环比涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:上下游价格走势



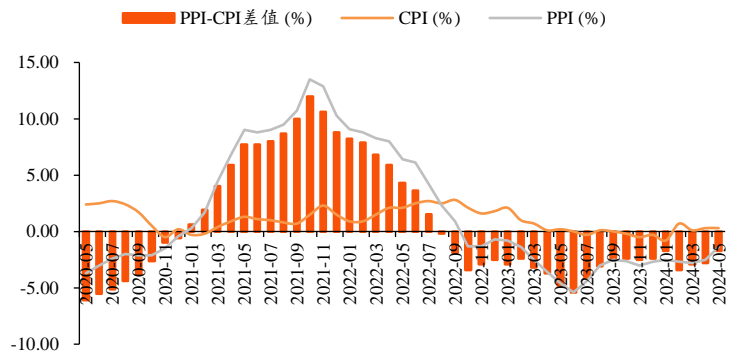
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. CPI 低位增长

物价季节性承压。从同比看，6月CPI上涨0.2%（前值0.3%）。CPI环比呈现季节性下降，环比下降0.2%（前值0.1%），降幅略高于近十年同期平均水平（-0.1%）。6月份翘尾因素影响拉动同比上行，价格变动中的新涨价影响较低（前值为0.30个百分点），翘尾因素影响CPI为0.2个百分点（前值为0个百分点）。

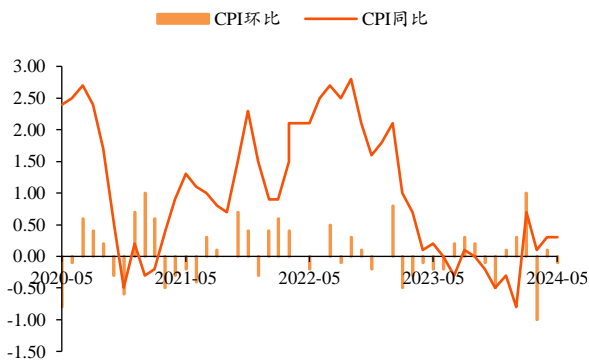
核心CPI涨幅与前值一致。消费市场供应整体稳定，影响6月份食品和非食品环比价格分别为-0.60%和-0.20%，较前值分别变动-0.6和0.0个百分点。反映在同比上，食品和非食品同比价格分别为-2.10%和0.80%（前值分别为-2.0%和0.8%），分别拉动CPI上涨约-0.59和0.79个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI环比下降0.1%，前值为下降0.2%；同比上涨0.6%，涨幅与前值一致。

图5:PPI和CPI剪刀差



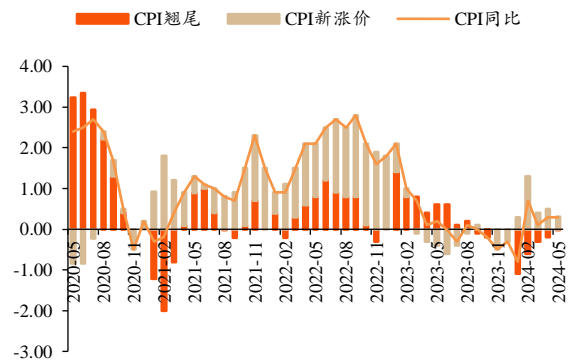
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:CPI价格变动情况(%)



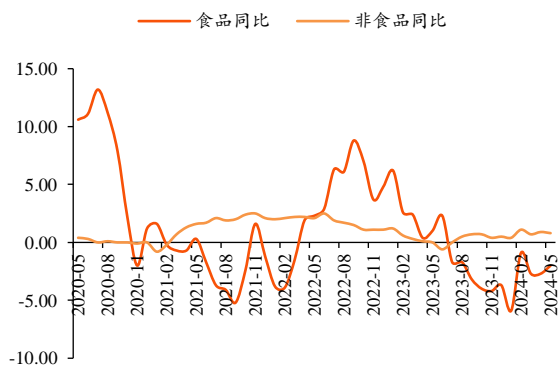
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:CPI翘尾因素与新涨价因素拉动占比(%)



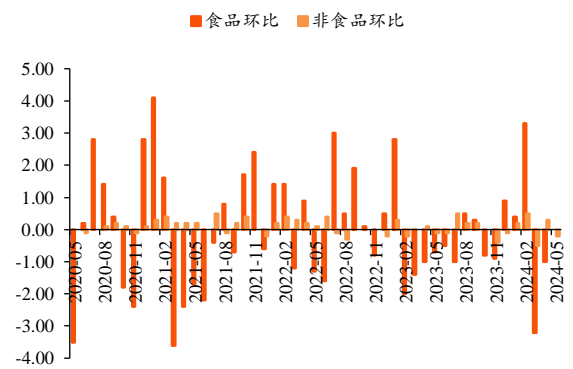
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:非食品与食品价格同比(%)



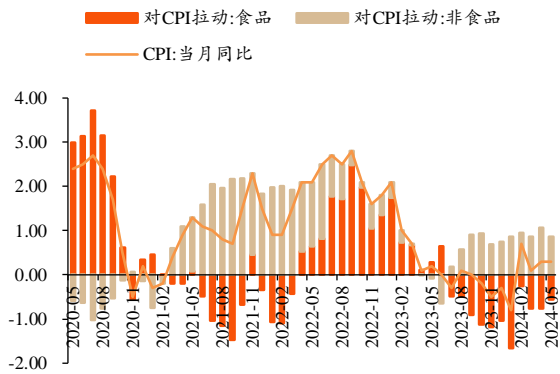
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:非食品与食品价格环比(%)



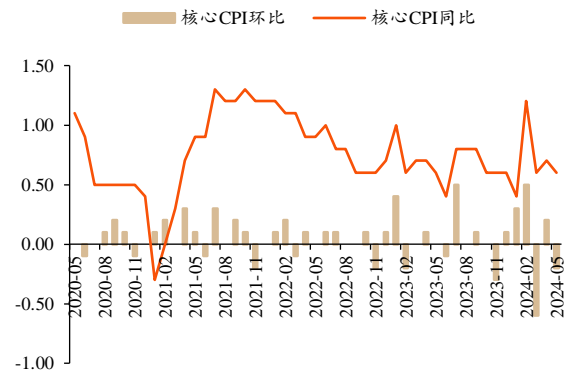
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:食品与非食品价格对CPI同比的拉动(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

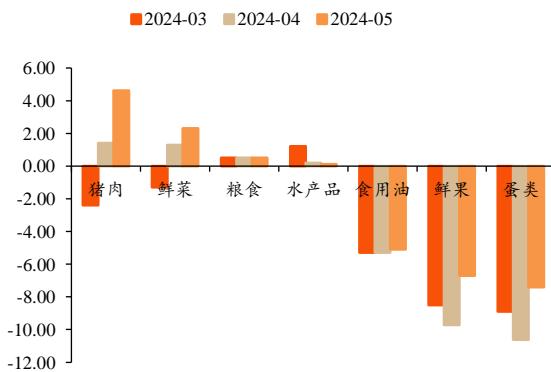
图11:核心CPI变动情况(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

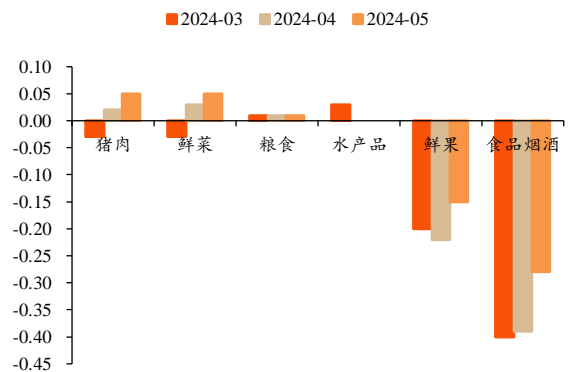
食品价格转降,结构有所分化。6月份食品类价格环比转降,细分来看,猪肉、鸡蛋上行明显,尤其是猪肉呈现超季节性上行。其中,部分应季蔬果和水产品集中上市,带动鲜菜、薯类、鲜果和虾蟹类价格分别季节性下降7.3%、4.8%、3.8%和2.4%,合计影响CPI环比下降约0.25个百分点;受供求关系影响,猪肉价格上涨11.4%(近五年同期环比均值为0.60%),影响CPI环比上涨约0.14个百分点。而蛋类价格环比上涨1.50%(近五年同期环比均值为-1.85%)。从同比来看,食品类价格涨跌不一,猪肉(18.10%)、水产品(1.20%)、粮食(0.40%)、蛋类(-3.90%)、食用油(-4.20%)、鲜菜(-7.30%)、鲜果(-8.70%)分别变动了13.5、1.10、-0.10、3.50、0.90、-9.60、-2.00个百分点。其中猪价拉动CPI上行明显约0.21个百分点。

图12:近3个月主要食品价格同比涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图13:细分食品对CPI同比的影响(%)

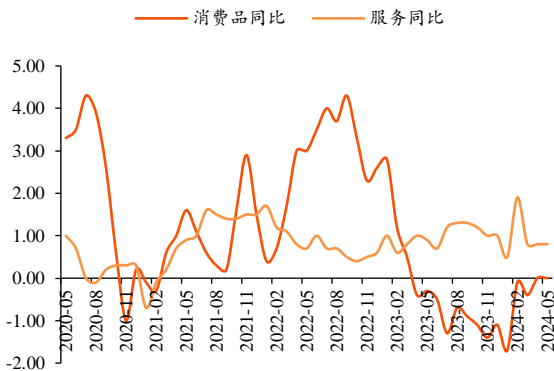


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

暑期出行或带动近期非食品价格走强。环比看,非食品价格下降0.2%,降幅与前值相同,影响CPI环比下降约0.13个百分点。其中消费品环比降0.3个百分点至-0.40%,服务环比升0.1个百分点。临近暑假出行增多,交通工具租赁费和飞机票价格分别上涨6.4%和2.5%。受国际油价波动影响,国内汽油价格下降2.0%。同比来看,非食品价格上涨0.8%,涨幅与前值相同,影响CPI同比上涨约0.64个百分点。非食品中,能源价格上涨3.1%,

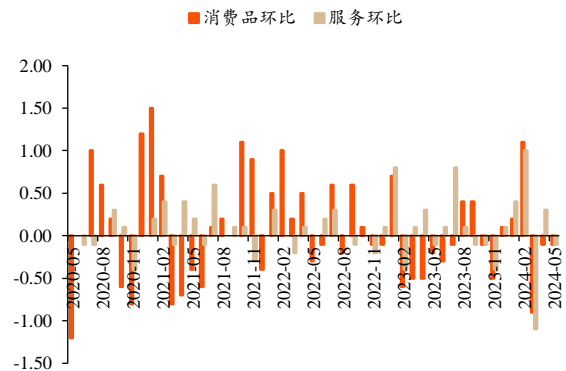
涨幅回落 0.3 个百分点。扣除能源的工业消费品价格上涨 0.1%，涨幅与前值相同，其中燃油小汽车和新能源小汽车价格分别下降 6.0%和 7.4%，降幅均继续扩大。服务价格上涨 0.7%，涨幅回落 0.1 个百分点，其中旅游价格上涨 3.7%，涨幅有所回落；宾馆住宿价格下降 1.9%，降幅有所扩大；医疗服务价格上涨 1.9%，涨幅略有扩大。

图14:消费品与服务价格同比(%)



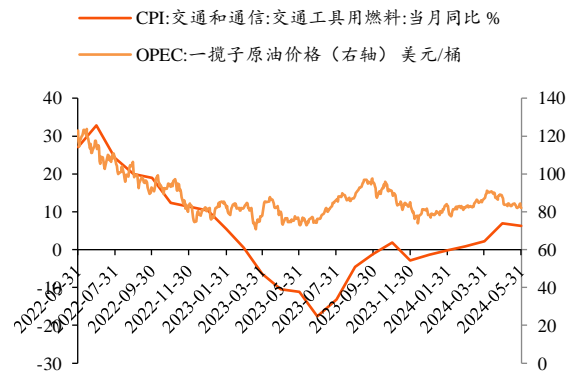
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:消费品与服务价格环比(%)



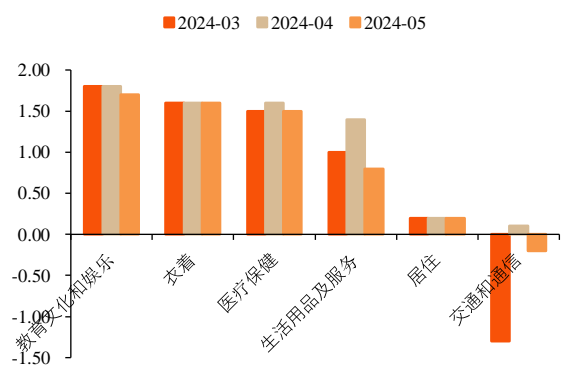
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:通信交通价格走势变化



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图17:近 3 个月非食品细分价格同比涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 投资建议

PPI 转正趋势后置，转正节奏取决于供需结构变化。从数据来看基数效应影响逐渐消退，我们认为下一阶段 PPI 指数整体依旧呈现回正趋势，但是其斜率或取决于整体需求规模以及上下游价格复苏时差；同时我们认为当前物价正在基数效应影响减弱、有效需求修复、价格指数进一步传导的回升路径中，有效需求的修复是其中最为关键的一环；当前季节性波动或带来物价指数的震荡调整，但细分来看价格的结构化变化或对未来物价温和回暖提供指引。综上，我们认为，短期物价对债市影响有限，关注央行买卖国债对市场流动性影响；长期来看，10Y 国债收益率有望向中性利率靠拢，债市

大幅调整后仍是配置机会。

4. 风险提示

地缘政治风险：地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储货币政策超调：美联储货币政策或随市场变化进行调整，存在超出市场预期的可能；

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内物价变化超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在物价指数变化超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超预期：市场波动存超预期可能。

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。