

通胀动能切换进行时

——兼评6月通胀数据

投资要点：

证券分析师

孙苏雨
SAC: S1350526010003
sunsuyu@huayuanstock.com

联系人

- **2026年6月数据显示**，油价从PPI最大支撑反转为拖累，AI的涨价支撑仍在延续，猪价等食品深度压制CPI，此消彼长之下价格逻辑正从能源驱动转向中游产业与消费驱动。6月PPI同比4.1%创年内新高，但环比由+0.5%转至-0.3%；CPI同比1.0%，较前值1.2%回落，环比-0.3%弱于季节性水平。同比读数仍处高位、环比动能已现拐点，拐点背后是分化。
- **通胀格局正在迎来结构性换挡**。原油价格由此前PPI的核心支撑因素转为拖累项，AI产业链涨价支撑力度持续存在，猪价等食品价格则深度压制CPI；升降之间，国内物价驱动逻辑正从能源主导，逐步切换至中游制造与消费端共同驱动。
- **分产业链拆解来看**：原油对PPI环比的拉动贡献明显回落，受此影响CPI交通通信分项环比下跌1.3%，成为当月物价最大拖累来源。中游行业涨价呈现明显结构性分化：电子等中游行业受益于AI领域持续高景气的资本开支，对PPI的环比拉动稳定在0.11%左右。但化工品价格随原油下行由涨转跌，通用设备等行业尚未形成涨价动能，全面涨价扩散的趋势并未出现。生猪价格同比下跌15.9%，深度压制CPI同比仅维持在1.0%附近；核心CPI同比同样为1.0%，租赁房租同比下滑0.6%，住房、消费品多数分项走弱，内需偏弱具备普遍性。
- **展望下半年**，OPEC+已确定8月增产18.8万桶/日，为连续第五个月释放增量产能；但7月美伊地缘冲突再度激化，霍尔木兹海峡原油出口流通受阻，实际增产落地难度较大，油价再度上行的风险重回市场视野。AI产业链持续高企的资本开支，是通胀中少数具备确定性上行支撑的主线；随着能繁母猪产能去化效应逐步传导，生猪价格存在阶段性反弹的可能性。综合判断：本轮物价上涨正在经历驱动逻辑换挡，通胀逻辑从上游转向AI产业链为主导的中游，如果下游消费需求没有明显改善，则CPI和PPI的年内高点或许已现。
- **风险提示**：地缘冲突风险；海外市场衰退风险；国内宏观经济和市场走势存在不可预测性。

1. 价格形势分析：油价退潮，AI 接续

6 月 CPI 同比+1.0%，较前值+1.2%回落，环比-0.3%；PPI 同比进一步上行至+4.1%，创年内新高，但环比由前值的正（+0.5%）转负至-0.3%。通胀呈现同比读数仍处高位、环比动能已现拐点的分化格局。

当前物价主要受四条主线影响：能源线、能源中游产业链（如化工）、AI 中游产业链（如计算机、通信）和下游消费需求，四条主线在 6 月的运行态势明显分化。

1.1. 能源线：油价从支撑转为拖累

6 月国际油价大幅回落，带动物价转弱。布伦特原油从 4-5 月中枢 100 美元/桶左右快速下跌至 70-80 美元/桶区间，6 月石油和天然气开采业价格环比下跌 11.8%，石油、煤炭及其他燃料加工业环比下跌 1.9%，最终使得能源价格对通胀的贡献下降。CPI 端，交通工具燃料价格环比从-0.3%大幅降至-4.5%，对应交通通信 CPI 环比为-1.3%，是 CPI 环比弱于季节性水平的主要原因。

1.2. 能源产业链：油价回落向下游传导

国际油价回落沿产业链向下传导，能源下游的中游行业价格也有所回落。工业门类中，原油下游的化学原料、化学纤维行业 PPI 环比转负，化学原料制造业环比由+2.0%转至-2.0%，化学纤维制造环比由+1.5%转至-0.8%；橡胶和塑料制品业 PPI 环比涨幅也收缩至+0.5%。原油下游行业价格统一走弱，油价下行的影响传导在 6 月集中兑现。

1.3. AI 产业链：有色拐点出现，电子景气持续

有色大类对 PPI 同比的正向贡献依然最高，但环比拐点已经出现。6 月，有色金属矿采选业环比-7.3%，有色金属冶炼及压延加工业环比-0.1%，对 PPI 都是负贡献；尽管有色同比读数虽仍亮眼，正向贡献 PPI 约 2.06%，但对 PPI 的拉动力已从环比端开始衰减。

计算机、通信和其他电子设备制造业是目前中游制造业中唯一 PPI 同比、环比均为正值的行业，6 月同比 3.3%（5 月 2.1%），环比+0.7%（5 月+0.6%），景气延续上行。相比之下，通用设备、专用设备、电气机械等其余中游行业同比、环比均为零值或以下。中游制造大类对 PPI 环比的正向贡献约为 0.11%，几乎全部来自 AI 受益的电子设备制造业，其余行业未形成涨价动力。有色退坡、电子独撑，中游涨价的支撑面正在收窄，而非扩散。

1.4. 下游消费线：猪价持续下跌，核心通胀偏弱

猪价持续下跌。6月猪肉CPI同比-15.9%与五月跌幅基本持平，环比-0.8%跌幅收窄。食品CPI同比-1.6%，环比-0.4%，对CPI的负向贡献依然较大。**核心通胀偏弱，住房与消费品分项多数走弱。**核心CPI同比1.0%，仍处偏低区间。住房是最主要的负贡献来源，租赁住房房租同比-0.6%，租房需求持续不振，居住CPI同比-0.3%，连续7个月为负。家用器具同比2.2%（5月3.4%），涨幅收窄；交通工具同比-1.1%，延续弱势；旅游同比4.5%，暑期出行对价格形成支撑。**下游制造业和公共事业总体下行，对PPI环比贡献均由正转负。**

2. 价格形势展望：换挡而非退潮

综合来看，6月通胀数据整体偏弱，PPI同比虽破4%但环比转负，全年读数高点或已出现在二季度。但下半年结构性的涨价动能切换值得关注，或从能源驱动到AI产业驱动，也可以关注是否有下游消费驱动。

2.1. 能源线：风险事件频发，油价流畅下行概率不大

OPEC+确定增产但霍尔木兹受阻，美伊冲突大规模升级或令油价上行风险重新成为主线。7月6日，OPEC+七个核心成员国已敲定8月增产18.8万桶/日、为连续第5个月增产，但美伊冲突或使多数成员国难以落实名义增产。更关键的是，美军7月8日对伊朗发动新一轮大规模空袭，特朗普宣称此前谅解备忘录“已终结”，霍尔木兹海峡主导权争夺白热化。短期看，地缘风险溢价重新计入，70美元附近支撑强化、下行空间收窄；下半年若海峡通航无法恢复，OPEC+名义增产将被出口受阻抵消，供给端实质仍偏紧，能源对通胀的下拉可能不及此前预期，油价的上行扰动反成下半年通胀最大的不确定性。

2.2. 能源产业链：油价企稳后涨价传导或将重启

能源产业链的价格传导取决于油价方向。当前油价回落带动下游化工价格同步回调，但美伊冲突再度升级令油价下行空间收窄，原油产业链的降价逻辑或有减缓。短期内，若美伊冲突持续，则进一步大幅下跌的概率降低。若油价在三季度维持当前中枢甚至因地缘风险反弹，前期跟随油价回落而回落的化工品价格有望企稳，传导链条将从同步回调切换回同步修复。下半年判断传导能否重启，核心变量在油价方向。但终端需求偏弱的环境下，即便化工价格环比转正，向上弹性也将受制于下游承接能力。但方向上看，油价企稳的可能本身为传导重启创造了条件。

2.3. AI 产业链：年内最确定的涨价支撑

AI 资本开支持续高位，是通胀端为数不多具有上行确定性的方向。当前，AI 相关的电子景气度仍高，对 PPI 拉动仍在扩大，特别是电子设备走强暂未见拐点。短期看，北美 5 大科技巨头（谷歌、微软、亚马逊、Meta、甲骨文）2026 年 AI 资本开支预计突破 8000 亿美元，对电子元器件与服务器需求形成明确托底。下半年资本开支尚未见放缓信号，AI 仍是四条主线中最稳固的正贡献来源；需警惕的风险是，若 AI 开支预期出现阶段性修正，有色与电子价格敏感性高，可能由涨价弹性转为 PPI 下行的弹性来源。

2.4. 下游消费：猪价或是下半年核心变量

6 月 CPI 同比增速下行至 1%，市场对通胀的关注重心重回需求端。展望下半年，两条线索值得持续跟踪：**一是猪肉价格**。能繁母猪存栏数自 2025 年下半年以来持续下降，从传导周期推算，去化效应有望在三季度末至四季度逐步传导至生猪出栏量，叠加中秋国庆消费旺季，猪价存在阶段性反弹空间。7 月以来，猪肉价格小幅回升，但尚未出现明确的拐点信号。若三季度末出栏量收缩兑现，猪价有望从当前的负贡献转为正贡献。**二是其他核心消费的修复节奏**。6 月消费整体偏弱，反映居民消费恢复仍不充分。此外，油价回落后出行成本的下降可能在边际上释放部分消费空间，这一点将在三季度消费数据中观察。

图表 1：近期 CPI 和分项（单位：%）

	同比						环比					
	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01
CPI	1	1.2	1.2	1	1.3	0.2	-0.3	-0.1	0.3	-0.7	1	0.2
食品	-1.6	-1.7	-1.6	0.3	1.7	-0.7	-0.4	-0.4	-1.6	-2.7	1.9	0
非食品	1.5	1.9	1.8	1.2	1.3	0.4	-0.3	-0.1	0.7	-0.2	0.8	0.2
核心CPI	1	1.1	1.2	1.1	1.8	0.8	-0.1	-0.1	0.2	-0.7	0.7	0.3
消费品	1.1	1.6	1.4	1.3	1.1	0.3	-0.6	-0.2	0.1	-0.3	0.8	0.2
服务	0.8	0.8	0.9	0.8	1.6	0.1	0	-0.1	0.5	-1.1	1.1	0.2
食品烟酒	-0.8	-0.9	-0.8	0.4	1.4	-0.2	-0.3	-0.2	-1	-1.8	1.4	0
衣着	1.4	1.4	1.5	1.6	1.9	1.9	-0.1	0.6	-0.3	0.4	-0.1	-0.2
居住	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0	-0.1	-0.1	0.1	0	0
生活用品	1.3	1.8	1.4	1.5	2.8	2.6	-0.2	-0.4	0	-0.1	0.2	0.9
交通	4.1	5.4	4.6	0.9	-0.7	-3.4	-1.3	-0.3	3.5	0.4	2.2	0.1
教育文化娱乐	1.4	1.3	1.3	1.1	2	0	0	0	0.5	-1.6	1.6	0.3
医药	2.3	2.1	2.2	1.9	1.9	1.7	0.2	0	0.3	0.1	0.1	0.3
其他	6.6	9.9	11	13.5	15.4	13.2	-2.7	-0.4	-0.5	-1.4	2.3	2.7

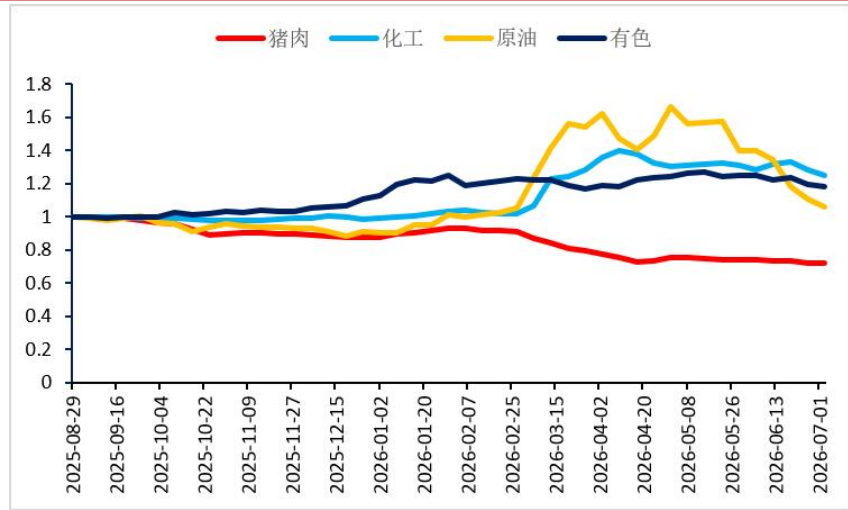
资料来源：I find, 华源证券研究所

图表 2：近期 PPI 和分项（单位：%）

	同比						环比					
	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01
PPI	4.1	3.9	2.8	0.5	-0.9	-1.4	-0.3	0.5	1.7	1	0.4	0.4
生产资料	5.5	5.2	3.8	1	-0.7	-1.3	-0.3	0.7	2.1	1.3	0.5	0.5
生活资料	-0.9	-0.8	-1	-1.3	-1.6	-1.7	-0.3	0	-0.1	-0.1	0	0.1
采掘工业	16.5	15.8	10.6	2	-5.3	-8.1	-0.9	1.5	5.7	3.9	1.2	-1.7
原材料工业	8.6	9.2	7.1	1.1	-1.9	-2	-1.2	0.9	4.9	2.4	0.2	0.7
加工工业	3	2.3	1.5	0.9	0.3	-0.4	0.2	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5
食品	-2.1	-1.8	-1.9	-1.7	-1.8	-1.9	-0.8	-0.1	-0.4	-0.2	0	-0.1
衣着	-1	-1	-1.1	-1.1	-1	-0.7	0	0.1	-0.1	-0.1	-0.4	-0.3
一般日用品	-1	-1	-1.1	-1.4	-1.8	-1.8	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	-0.1
耐用消费品	0.1	0	-0.3	-1	-1.6	-1.8	0	0.1	0.1	-0.1	0.3	0.3
PPIRM	6.4	5.8	3.5	0.8	-0.7	-1.4	-0.2	1.3	2.1	1.2	0.7	0.5
燃料、动力类	11.8	10	4.4	-3.8	-8.4	-7.1	-0.5	2.7	6.3	3.6	-1.2	-0.7
黑色金属材料类	1.3	0.3	-0.9	-2.3	-3.1	-2.9	0	0.6	0.6	0.2	-0.2	0
有色金属材料类	21.6	22	21.3	22.3	21.3	16.1	0.1	0.3	-0.1	1.5	4.8	4.5
化工原料类	11.5	11.8	5.9	-2.2	-5	-5.8	-1.3	4.2	7.3	2.9	1	0.1
木材及纸浆类	-1	-1.6	-2.2	-2.9	-3	-2.5	0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.5	-0.4
建筑材料类	-4.8	-5.5	-5.1	-4.4	-4.5	-4.7	-0.4	-0.5	-1	-0.1	0.1	-0.6
其他工业原材料及半	1.5	1.1	0.3	0	-0.3	-1	0.2	0.5	0.1	0.2	0.5	0.1
农副产品类	-1.3	-1.6	-2.1	-2.7	-2.3	-2.9	-0.3	0.3	0.3	-0.5	0	0.7
纺织原料类	3.3	2.5	1	-0.6	-1.9	-2.2	0.7	1	1.3	0.9	0.2	0

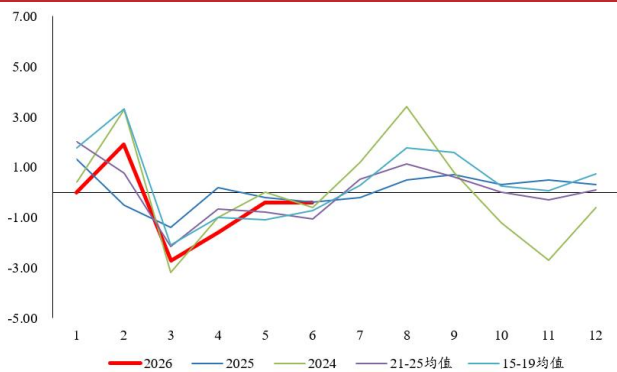
资料来源：I find, 华源证券研究所

图表 3：四条价格主线的高频数据变动（以 2025 年 8 月 29 日为基准 1）



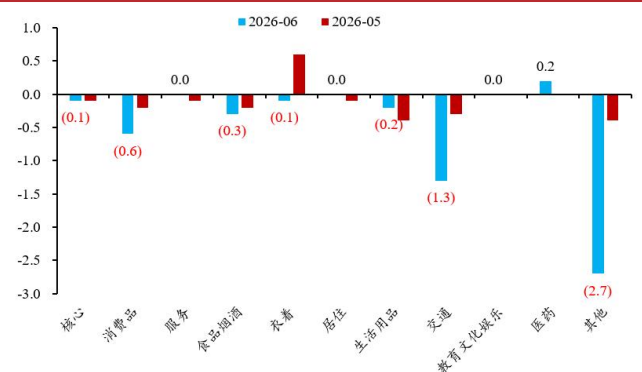
资料来源：I find, 华源证券研究所

图表 4：6 月 CPI 环比弱于季节性（单位：%）

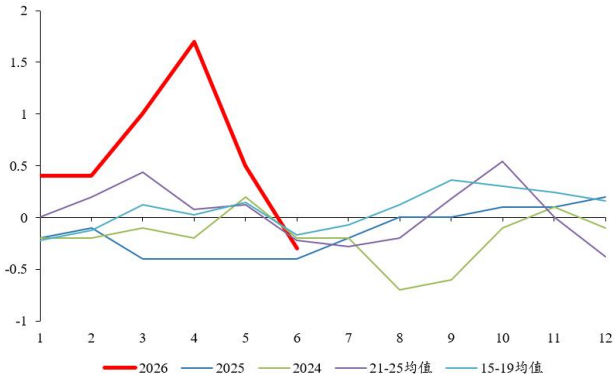


资料来源：I find, 华源证券研究所

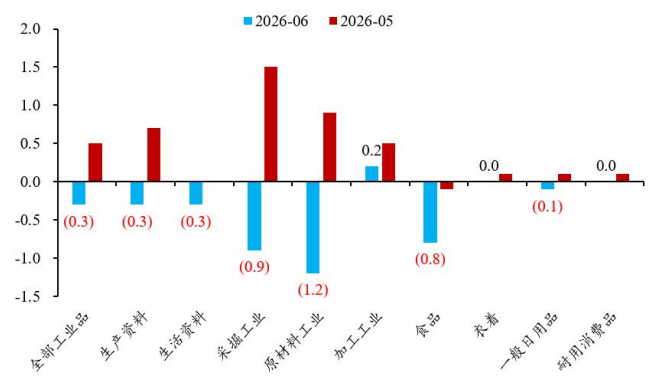
图表 5：6 月 CPI 分项环比多数为负（单位：%）



资料来源：I find, 华源证券研究所

图表 6: 6月 PPI 环比弱于五年均值 (单位: %)


资料来源: ifind, 华源证券研究所

图表 7: 6月 PPI 分项环比多数为负 (单位: %)


资料来源: ifind, 华源证券研究所

3. 风险提示

地缘冲突风险: 俄乌和美伊地缘冲突存在扩大化可能, 目前全球地缘格局并不稳定, 冲突风险时刻可能影响市场。**海外市场衰退风险:** 地缘冲突长期化、海外通胀形势超预期和政策不确定性可能造成衰退, 且对全球市场可能产生负面影响。**国内宏观经济和市场走势存在不可预测性。**

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。