固收点评报告 固定收益点评报告

通胀压力阶段性缓和
——6 月通胀数据点评

基本结论

- **事件：**统计局公布：6 月 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅与上月持平；PPI 由上月上涨 0.6%转为持平。我们点评如下：
- 6 月份 CPI 食品项环比高于季节性，主要来自鲜果与肉类价格上涨。其中，鲜果与肉类价格延续上月涨势，鲜菜大量上市价格环比有所回落。同时，能源价格下跌明显，对 CPI 非食品项价格环比造成拖累。
- 6 月份 CPI 同比符合预期：一方面，虽然猪瘟疫情最严重的阶段已经过去，但是按照养殖周期推断，猪瘟的影响依然继续体现；另一方面，国际油价下跌对冲 CPI 食品项涨幅，因此总体增速维持平稳。
- PPI 同比较上月回落 0.6 个百分点。生产资料价格的回落是拉动 PPI 回落的主要因素。主要行业中，涨幅回落较大的主要是石油和天然气开采业，同比下降 1.8%，涨幅比上月大幅回落 8.5 个百分点。
- **预测：**我们预计 7 月 CPI 食品项的拉动力可能继续维持，由于鲜菜大量上市以及水果价格已居于历史高位，继续大幅拉升空间不大。同时，在非食品项价格同比涨幅回落和翘尾因素回落的影响下，CPI 同比或维持 2.7%的增速。从高频数据来看，基本面依然偏弱，大宗原材料很难支撑 PPI 走势，我们预计 7 月份 PPI 在去年同期高基数效应下可能转负。
- **债市策略：**展望后市，我们判断三季度基本面和政策面对于债市均有支撑：一方面经济下行压力暂未缓解、社融增速短期内难以快速回升，另一方面随着联储转鸽，中美利差走阔，国内货币政策偏宽松基调延续，不排除跟随联储降息下调政策利率的可能性。不过，四季度基本面预计逐步趋于平稳，猪肉价格拉动下 CPI 同比再度走高，而货币政策存在边际调整的可能性。从交易层面看，建议把握三季度利率债的阶段性机会。
- **风险提示：**通胀超预期上升，债市波动加大。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

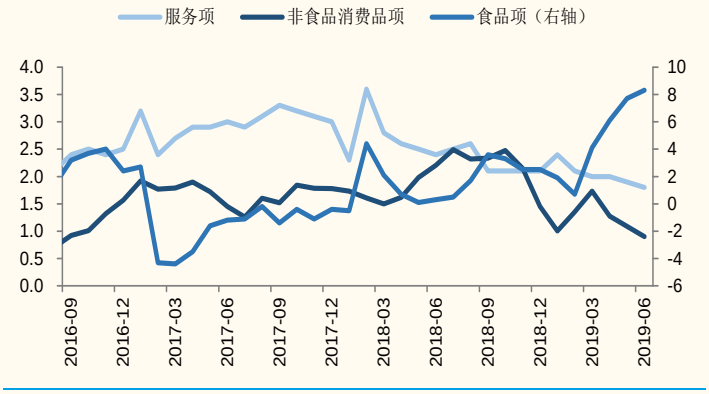
肖雨 分析师 SAC 执业编号：S1130519050001
xiaoyu@gjzq.com.cn

事件：统计局公布：6 月 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅与上月持平；PPI 由上月上涨 0.6%转为持平。我们点评如下：

1. CPI：鲜果、猪价拉升 CPI 食品项同比增速

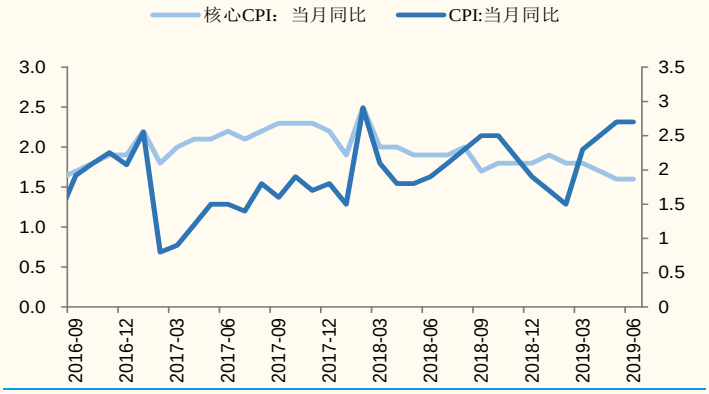
本月 CPI 同比 2.7%，符合预期（前值 2.7%），依然维持 8 个月高位。环比为-0.1%，符合季节性。核心 CPI 同比与上月持平为 1.6%，相对稳定，环比略微下降 0.1 个百分点。在三分法框架下，食品项同比高达 8.3%，拉动 CPI 上涨约 1.65 个百分点；非食品消费品项同比 0.9%，拉动 CPI 约 0.39 个百分点；服务项同比 1.8%，拉动 CPI 约 0.67 个百分点。

图表 1：三分法 CPI 分项走势（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：核心 CPI 依然稳定（%）

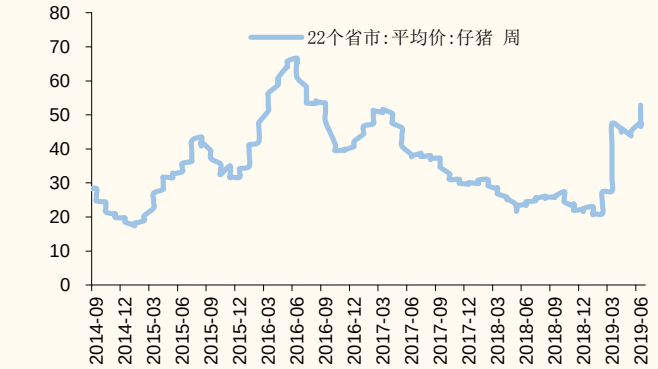


来源：Wind，国金证券研究所

分类来看，6 月份，食品烟酒价格同比上涨 6.1%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 1.79 个百分点。其中，鲜果价格上涨 42.7%，影响 CPI 上涨约 0.71 个百分点；畜肉类价格上涨 14.4%，影响 CPI 上涨约 0.59 个百分点（猪肉价格上涨 21.1%，影响 CPI 上涨约 0.45 个百分点）；禽肉类价格上涨 7.4%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；鸡蛋价格上涨 6.1%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜菜价格上涨 4.2%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点；粮食价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；水产品价格下降 0.5%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。其他七大类价格同比六涨一降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.7%、2.5%和 2.4%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别上涨 1.8%、1.6%和 0.8%；交通和通信价格下降 1.9%。

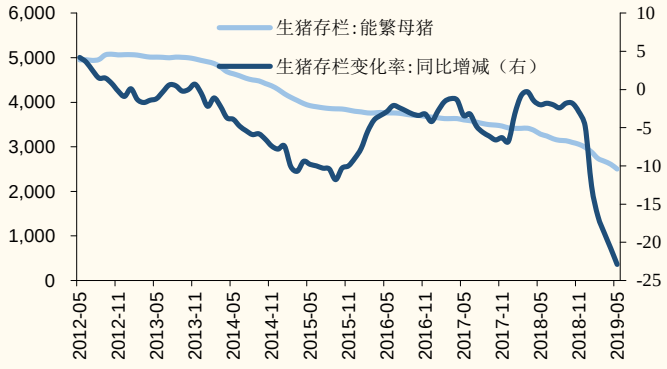
未来一段时间，由于鲜菜大量上市供应充足，将引导鲜菜价格继续回落。同时，伴随天气逐渐转热，肉类消费需求减少，年初以来对猪肉飞涨引致的结构性通胀忧虑有所缓解。不过猪肉供给目前依然偏紧，6 月份多数屠宰厂宰量同比回落 10%-30%。能繁母猪存栏量持续下滑，按照养殖周期推断，其影响将逐步体现。

图表 3：仔猪价格有所反弹（元/千克）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：5 月能繁母猪数量仍未见底（万头、%）

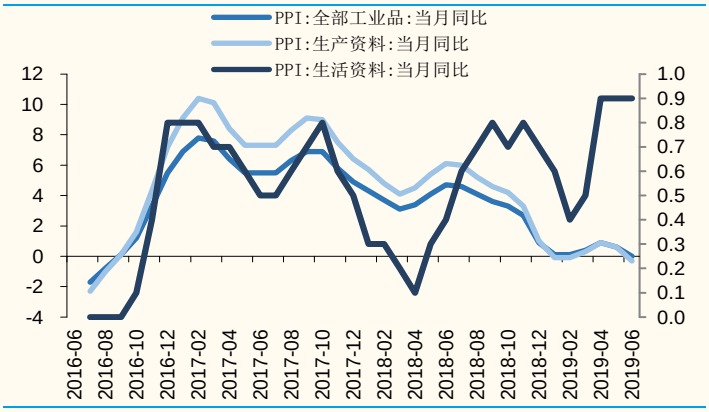


来源：Wind，国金证券研究所

2. PPI：石油开采业拖累 PPI 同比、环比增速

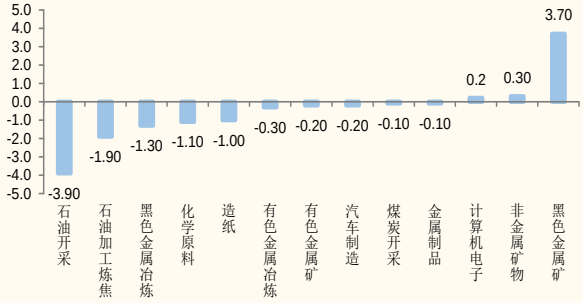
6 月 PPI 同比持平，较上月回落 0.6 个百分点。据测算，在 6 月份的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.29 个百分点，新涨价影响约为-0.29。从分项来看，生产资料价格由上月上涨 0.6%转为下降 0.3%，生活资料价格上涨 0.9%，与上月持平。在主要行业中，涨幅回落的有煤炭开采和洗选业，上涨 3.4%，比上月回落 0.4 个百分点；非金属矿物制品业，上涨 2.5%，回落 0.6 个百分点。由涨转降的有石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 1.9%；石油和天然气开采业，下降 1.8%；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 0.5%。另外，黑色金属矿采选业价格上涨 18.5%，涨幅比上月扩大 4.3 个百分点。

图表 5：6 月 PPI 同比持平（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：6 月主要工业行业 PPI 环比变化（%）



来源：Wind，国金证券研究所

3. 预测：7 月 CPI 同比涨幅收紧，PPI 同比进一步回落

6 月 CPI 同比增速上升主要受猪肉和鲜果为主的食品项拉动。猪肉方面，产能出清过程不断加速，同时供给端补栏意愿和信心不足，导致存栏量快速下降，意味着后期猪价上涨压力较大。从猪粮比价看，即使不考虑猪瘟的影响下，上涨趋势也会持续。鲜果方面，供给端受水果减产以及极端天气的双重影响，果价已持续上涨，跨过历史高位后涨价趋势将明显降温。因此 CPI 食品项的拉动力可能继续维持，综合非食品项价格同比涨幅收紧和翘尾因素的影响，我们预计 7 月 CPI 增速将持平为 2.7%。

6 月 PPI 受国际油价下跌和基数效应影响同比有所回落。从近期高频数据观察看，原材料价格上涨势头放缓：南华工业品指数微降，CRB 工业原料现货指数自 4 月份以来连续回调，原油价格震荡回落，LME 基本金属价格指数近期走势偏弱。目前来看大宗原材料很难支撑 PPI，PPI 已进入下行通道。我们预计 7 月份 PPI 在去年同期高基数效应下可能转负。

4. 债市策略

受需求端偏弱压制，核心通胀整体压力并不大，猪价“单飞”带来的结构性通胀特征明显。预计 8 月份起随着猪价基数上升，蔬菜、水果价格同比涨幅回落，在猪油不共振的前提下，CPI 读数阶段性走低。综合 6 月 CPI 和 PPI 来看，通胀压力对货币政策的掣肘进一步减弱，不构成债市主要矛盾。

我们此前在中期报告中提示：三季度“预期差”将带来债市投资机会，交易窗口可能在二季度末出现。5 月底“包商银行事件”爆发以来，央行维持总量宽松导致隔夜利率屡创新低，进而带动长端收益率明显回落。

展望后市，我们判断三季度基本面和政策面对于债市均有支撑：一方面经济下行压力暂未缓解、社融增速短期内难以快速回升，另一方面随着联储转鸽，中美利差走阔，国内货币政策偏宽松基调延续，不排除跟随联储降息下调政策利率的可能性。不过，四季度基本面预计逐步趋于平稳，猪肉价格拉动下 CPI 同比再度走高，而货币政策存在边际调整的可能性。从交易层面看，建议把握三季度利率债的阶段性机会。

5. 风险提示

通胀超预期上升，债市波动加大。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11525