

# 宏观点评

## 6月CPI、PPI同比均微降，下半年会怎么走？

**事件：**6月CPI同比1.1%，预期1.2%，前值1.3%；PPI同比8.8%，预期8.5%，前值9.0%。  
**核心观点：**保供稳价政策效果初步显现，PPI同比高位小幅回落，下半年可能整体维持高位（不排除二次探高的风险），将推动全年名义GDP增速可能升至13%左右甚至更高；CPI将整体维持稳定。

**1. CPI同比回落，核心CPI同比持平前值，其中：6月食品项环比继续下降，主因猪肉、鲜菜、鲜果价格持续下降；非食品环比涨幅回落，主因旅游相关价格下降，与旅游淡季和局部疫情反复有关；此外，交通工具燃料涨价，家电、装潢等价格仍坚挺，与原材料价格上涨向工业消费品传导和竣工修复有关。核心CPI持平，反映经济总体不弱，但结合PMI看，修复动能在边际放缓。**6月CPI同比升1.1%，升幅缩窄0.2个百分点，其中翘尾、新涨价各影响约0.8个、0.3个百分点；食品同比降1.7%，较前值降2.0个百分点；非食品同比升1.7%，升幅扩大0.1个百分点。扣除食品和能源的核心CPI同比为0.9%，持平前值，连续五个月回升或持平。CPI环比降幅扩大0.2个百分点至-0.4%。分项看：  
 >食品项环比降幅扩大，主因猪肉、鲜菜、鲜果价格持续下降。6月CPI食品环比降幅扩大0.5个百分点至-2.2%，连续4个月环比下降。一方面，受大猪集中出栏、进口冻猪肉增加以及气温升高、需求下降等影响，6月猪肉价格持续下降，降幅较前值扩大2.6个百分点至-13.6%，此外，6月牛羊肉也小幅降价。鲜菜和水果大量上市，供应充足，价格环比分别下降2.3%和4.5%。另一方面，受供给持续偏紧（国家统计局调查队工作人员介绍，受高温天气持续影响，淡水鱼供应将进入青黄不接阶段）、饲料成本上涨等影响，淡水鱼价格继续上涨2.4%。

>非食品环比涨幅回落，结构发生分化。一方面，受出游淡季和疫情反复影响，旅游相关价格下降；另一方面，国际原油带动国内交通工具燃料涨价；原材料价格上涨和竣工修复推动家电、装潢等价格同比上涨。6月CPI非食品环比由上月的上涨0.2%，转为持平（环比0%），较2016-2019年同期均值（季节性）低0.1个百分点。第一，受出游淡季和局部地区疫情反复影响，旅游价格下降2%，低于季节性3.4个百分点。根据文旅部测算，端午出行人次和收入分别恢复至疫情前的98.7%和74.8%，呈现量价恢复不平衡的局面，总体尚未恢复至疫情前。与出行相关的飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格均下降，降幅在1.3%-9.2%之间。第二，受国际原油价格上涨影响，交通工具燃料环比上涨2.0%，其中汽油和柴油价格分别上涨2.1%和2.3%。此外，从同比看，原材料价格上涨传导至工业消费品叠加竣工修复，带动家电、住房装潢材料等价格同比上涨1.8%-3.2%。

>核心CPI涨幅持平，反映经济总体不弱，但结合PMI看，修复动能可能已边际放缓。扣除食品和能源的核心CPI同比0.9%，持平前值，连续五个月回升或持平，反映经济总体不弱；但6月制造业PMI微跌、服务业明显回落，整体生产经营活动环比继续放缓，预示修复动能可能已边际放缓。往后再看，维持此前观点，PPI超预期总体对CPI传导压力不大，但鉴于PPI中有25%左右的生活资料与CPI相关性极强，且GDP产出缺口连续两个季度为正，未来需持续观察PPI向核心CPI的传导。

**2. PPI同比结束7连升后首降，环比增速明显回落，与国内保供稳价政策实施有关，黑色、有色、煤炭等商品价格环比涨幅趋缓。**6月PPI同比回落0.2个百分点至8.8%，总体仍处高位，其中翘尾、新涨价各影响约2.4个、6.4个百分点；PPI环比较前值回落1.3个百分点至0.3%。

>分七大产业看：上游、中游PPI环比降幅较大。6月上游采掘工业、原材料工业环比分别回落2.6、1.9个百分点至3.9%、0.2%；中游加工工业环比下降1.4个百分点至0.3%；下游食品、衣着、一般日用品、耐用消费品环比分别下降0.0-0.6个百分点至-0.5%到0.1%。

>40个工业行业看：受原材料保供稳价政策影响，工业品价格整体回落，但结构有所分化，其中黑色、有色、煤炭降；石油、农资涨。1）6月螺纹钢价格环比下降8.3%，带动黑色金属冶炼和压延加工业环比回落7.1个百分点至-0.7%；LME铜价环比回落5.2%，带动有色金属采矿、有色金属冶炼和压延加工业分别环比回落0.6、4.5个百分点1.6%、-0.1%；2）受增产保供措施落地影响，煤炭采选行业价格环比回落5.4个百分点至5.2%；3）6月国际油价波动上行，带动石油相关行业价格涨幅有所扩大，其中石油和天然气开采业环比涨幅扩大0.8个百分点至2.5%；4）根据统计局，农资价格上涨较快，肥料制造价格上涨4.8%，农药制造价格上涨1.2%。

**3. 后续预测：警惕下半年PPI同比维持高位甚至二次探高，CPI将较为稳定。**

>CPI：高频数据看，7月首周猪肉、牛肉、羊肉、蔬菜、水果价格环比仍趋降，预计食品环比可能仍负；不过鉴于超重猪去库存带动生猪出栏均重下降，毕业季升学宴带动消费好转，叠加收储政策利好，预计猪价短期止跌企稳，7月CPI食品降幅可能收窄；随着疫苗落地、经济好转，叠加国际油价坚挺，非食品CPI可能仍强。综合看，在基数小幅抬高情况下，预计7月CPI同比趋回落。全年预测维持此前判断，预计2021年CPI同比由去年的2.5%降至1%-2%。

>PPI：高频数据看，原材料价格仍趋升，不同商品有所分化。截至7月2日生产资料价格指数较6月环比提升0.3%；南华工业指数和CRB工业原料现货指数分别环比回升1.9%和0.5%。分商品看，截至7月8日，原油、螺纹钢环比涨价，铜环比降价。综合看，我们预计7月PPI环比仍为正，对应PPI同比可能高位震荡（目前预测在8.8%-8.9%）。在国际大宗商品涨幅回落，但难大跌假设下，下半年PPI同比可能在7%-8%以上高位震荡，并需警惕PPI同比二次探高的风险。如果下半年PPI环比稳定在0%-0.2%，则同比可能难破前期9%的高点；而一旦环比有数月超过0.2%，则同比可能破前期9%高点。综合当前内外经济面，预计2021年PPI同比由-1.8%升至5%甚至6%以上。

**4. 继续提示关于物价的4大关注点：**1）鉴于PPI上涨超预期，我们预计2021年名义GDP增速有望升至13%以上。倾向于认为，年内明显的“滞胀”可能性很小，更有可能是“微滞胀”。2）可从全球供需缺口、全球流动性、重要商品价格来跟踪大宗商品涨幅，预计下半年大宗商品涨幅趋缓。3）目前看PPI上游向下游、PPI向CPI传导效果有限，但需持续观察向CPI消费品的传导情况；4）上游价格上涨容易挤压中下游企业利润，行业成本传导能力、议价能力等存在差别，从而可引申5条筛选行业机会的主线。同时，降成本诉求提升，货币政策也将延续对小微企业的支持。

**风险提示：**疫情反弹超预期、经济复苏不及预期、政策操作不及预期。

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

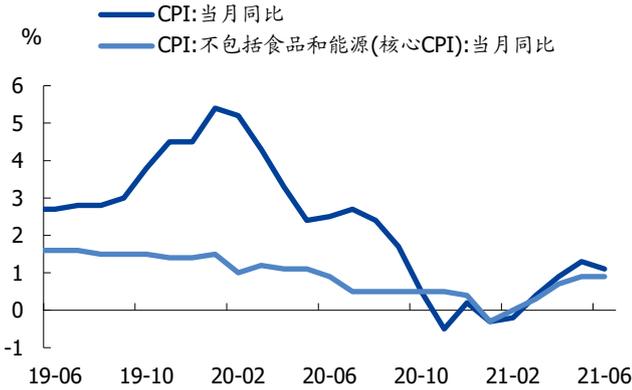
邮箱：hening@gszq.com

### 相关研究

- 《下半年PPI仍高，名义GDP增速破13%可期》2021-06-09
- 《宏观专题：分化下的预期差—2021年中期宏观经济和资产配置展望》2021-06-07
- 《宏观专题：四大方法测算上游涨价对企业利润的影响》2021-06-04
- 《大宗商品价格的3条线索和PPI的4重传导——兼评4月物价》2021-05-11
- 《宏观专题：价格有蝴蝶效应吗？——论PPI的四重传导》2021-04-26
- 《PPI持续超预期，有哪些经济与政策的信号？》2021-04-09
- 《PPI上行会如何演绎，对政策和利率有何影响？——兼评2月物价》2021-03-10
- 《宏观专题：以史为鉴，本轮PPI上行和大宗涨价会如何演绎？》2021-02-26

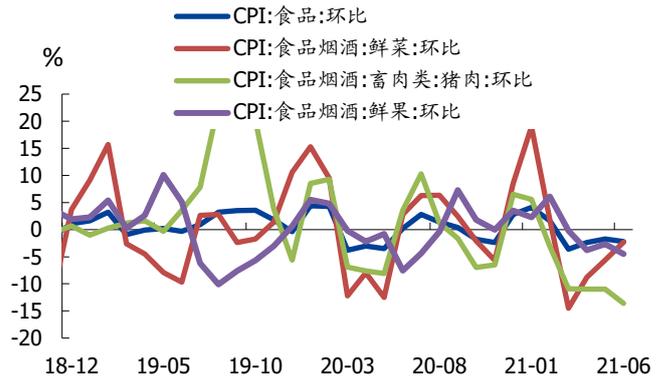


图表1: 6月CPI同比下降



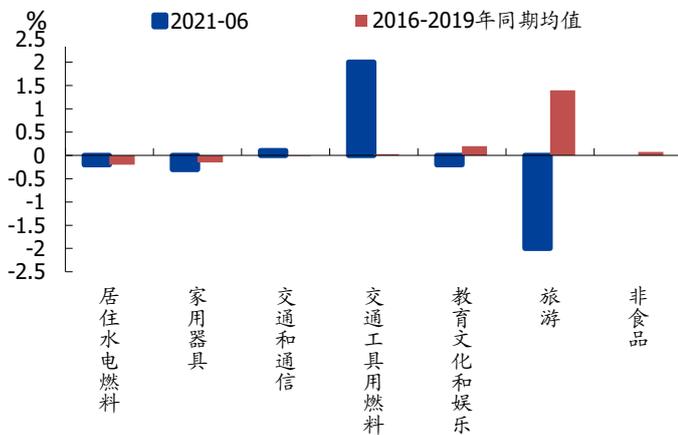
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 6月CPI食品、猪肉、鲜菜、鲜果价格环比续降



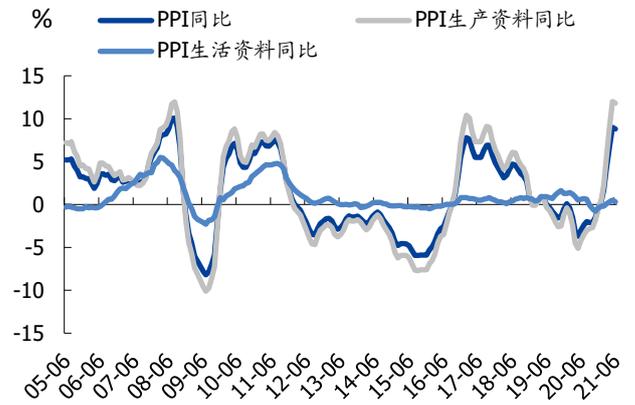
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 6月非食品环比低于2016-2019年同期



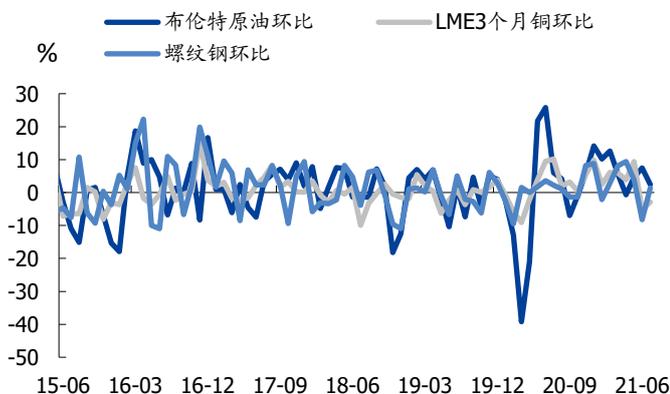
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 6月PPI同比维持高位



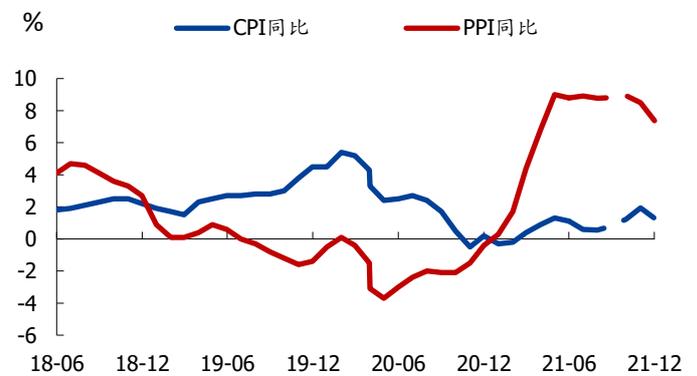
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 6月原油环比涨价, 铜、螺纹钢降价



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: CPI同比、PPI同比预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 虚线表示预测值

**免责声明**

国盛证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

**投资评级说明**

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

**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\\_20689](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20689)

