

2021 年 07 月 09 日

PPI 高点可能已现，制造业仍面临成本压力——6 月通胀数据解读

■6 月通胀数据公布，CPI 同比由上月的 1.3% 降至 1.1%，较上月下降 0.2%，低于市场预期 1.2%；PPI 同比自 5 月的 9% 下行至 8.8%，下行 0.2 个百分点，高于市场预期 8.5%。

■CPI 环比由 -0.2% 降至 -0.4%，低于历史季节性，主要是受到食品项环比拖累。非食品各分项中，房租和燃料环比上升，服务分项环比普遍走弱。猪肉、鲜菜鲜果和鱼类是影响 5 月 CPI 环比的主要因素。其中，受生猪产能持续恢复、压栏肥猪集中出栏及消费需求偏弱等因素影响，猪肉价格继续下降 13.6%。房租环比自 5 月的 0.1% 上升至 0.2%；交通燃料环比自 1.6% 上升至 2%。出游淡季叠加局部地区疫情影响，服务主要分项环比均有所走弱。

■PPI 高点可能已经出现，下半年 CPI 或小幅抬升，但对货币政策不构成制约。下半年 PPI 翘尾因素继续下行，新涨价因素方面，预计国内工业品价格后续涨幅有限；彭博一致预测 2021 年布油中枢在 69 美元/桶附近，目前布油已上涨至 74 美元/桶附近，对 PPI 后续拉动可能不会太高。近几个月 PPI 和 CPI 持续背离，一方面是由于当前没有明显的猪周期，另一方面，服务业领域并没有表现出通货膨胀，且修复力度偏弱。考虑到中国制造业供给约束强于服务业，CPI 弹性显著小于 PPI 可能是一个较好印证，在没有明显猪周期，且服务业修复力度偏弱情况下，预计海外通胀对国内 CPI 影响有限。PPI 高点可能已经出现，下半年 CPI 或小幅抬升，但对货币政策不构成制约。

■制造业仍面临较高成本压力，货币政策仍需降低融资成本。本月 PPIRM 同比与 PPI 同比之差升至历史高位，PPIRM 主要分项中燃料动力类 6 月环比较 5 月回升，反映出海外输入性通胀抬升国内制造业成本压力。国内大宗商品价格上涨压力有所缓和，但价格仍维持在相对高位，PPI 上游和中游相对下游同比之差仍处于历史高位，制造业下游成本压力仍然较高，因此我国在积极调控大宗商品价格的同时，货币政策仍需进一步降低融资成本来缓解制造业企业成本压力。

■总的来说，6 月 PPI 和 CPI 均有所回落，PPI 高点可能已经出现，下半年 CPI 或小幅抬升，但对货币政策不构成制约。6 月国内大宗商品价格上涨压力边际缓和，但制造业下游成本压力仍然较高，因此我国在积极调控大宗商品价格的同时，货币政策仍需进一步降低融资成本来缓解制造业企业成本压力。

■风险提示：油价超预期上涨，疫情超预期等。

固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003
chigs@essence.com.cn

黄海澜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521020001
huanghl@essence.com.cn

相关报告

如何理解国常会提及“降准”？ 2021-07-08

本轮国企信用修复的历程、效果与反思 2021-07-08

三轮违约潮复盘——降产能、去杠杆、弱信仰 2021-07-06

趋势、强势与弱势——从国债期货看债市系列报告之一 2021-07-04

如何看待 7 月存单发行压力？ 2021-07-04

内容目录

1. 6 月 CPI 和 PPI 双双下行，CPI 再度低于预期，PPI 超市场预期.....	3
2. PPI 高点可能已现，CPI 或小幅抬升但对货币政策不构成制约.....	3
3. 制造业仍面临较高成本压力，货币政策仍需降低融资成本.....	4

图表目录

图 1：在全年油价中枢 65 美元/桶和 70 美元/桶左右假设下，PPI 同比走势测算（%）	4
图 2：PPI 和 CPI 服务同比之差维持历史高位（%）	4
图 3：工业生产者购进价格同比与出厂价格同比之差升至历史高位（%）	5
图 4：PPIRM 主要分项中，燃料动力类 6 月环比较 5 月回升（%）	5
图 5：PPI 上中下游同比均有所下行，但中上游相对下游之差处在历史高位（%）	5

1.6月CPI和PPI双双下行，CPI再度低于预期，PPI超市场预期

6月通胀数据公布，CPI同比由上月的1.3%降至1.1%，较上月下降0.2%，低于市场预期1.2%；PPI同比自5月的9%下行至8.8%，下行0.2个百分点，高于市场预期8.5%。

从CPI环比来看，CPI环比由-0.2%降至-0.4%，低于历史季节性，主要是受到食品项环比拖累。分食品和非食品来看，食品价格由上月-1.7%降至-2.2%，环比明显低于历年同期水平，影响CPI下降约0.40个百分点；非食品价格环比为0，环比与上月持平，与历史同期水平接近。

食品各分项中，猪肉、鲜菜鲜果和鱼类是影响5月CPI环比的主要因素。其中，受生猪产能持续恢复、压栏肥猪集中出栏及消费需求季节性偏弱等因素影响，猪肉价格继续下降13.6%；鲜菜、鲜果大量上市，价格分别下降2.3%和4.5%；受供给持续偏紧等因素影响，淡水鱼价格继续上涨2.4%。

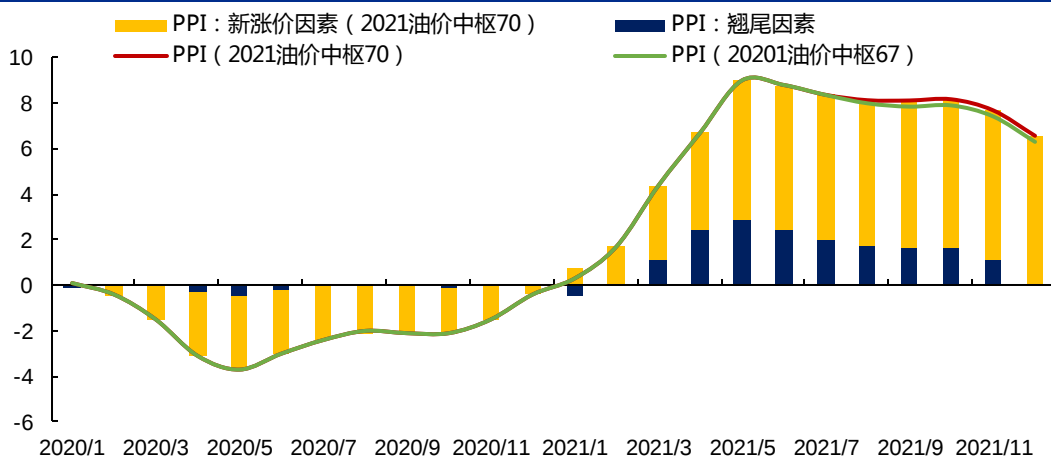
非食品各分项中，房租和燃料环比上升，服务分项环比普遍走弱。房租和燃料价格是非食品中仅有的两个环比上升分项，CPI房租环比自5月的0.1%上升至0.2%；因国际原油价格上涨，汽油和柴油价格分别上涨2.1%和2.3%，交通燃料环比自1.6%上升至2%。服务主要分项环比均有所走弱，出游淡季叠加局部地区疫情影响，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格均下降，降幅在1.3%—9.2%之间；生活用品及服务环比降至-0.2%（5月为-0.1%），教育文化和娱乐环比降至-0.2%（5月为0.3%），其他用品和服务环比降至0.1%（5月为0.6%）。

6月PPI环比上涨0.3%，较上月回落1.3%。结构上，本月生产资料价格上涨0.5%，涨幅回落1.6个百分点；生活资料价格下降0.2%，涨幅与上月相同。从细分行业来看，受原材料保供稳价政策影响，钢材、有色金属等行业价格过快上涨势头得到初步遏制，价格由涨转降，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格下降0.7%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降0.1%。高温天气导致动力煤需求较旺，带动煤炭开采和洗选业价格上涨5.2%，但在增产保供措施作用下，涨幅回落5.4个百分点。国际原油价格波动上行，带动国内石油相关行业价格涨幅扩大，其中石油开采价格上涨3.0%，精炼石油产品制造价格上涨2.5%，涨幅分别扩大0.8和0.1个百分点。此外，农资价格上涨较快，其中肥料制造价格上涨4.8%，农药制造价格上涨1.2%。

2.PPI高点可能已现，CPI或小幅抬升但对货币政策不构成制约

本月PPI与CPI均有所回落，PPI同比高点可能已经出现，但下半年或持续处于较高水平。6月PPI同比下行主要受到翘尾因素冲高回落，以及新涨价因素上升斜率放缓影响，PPI同比自9%下行至8.8%，其中翘尾因素自2.8%下行至2.4%，新涨价因素自6.2%上行至6.4%。下半年PPI翘尾因素继续下行，11月将下行至1.1%附近。新涨价因素方面，在国内保供稳价等政策调控以及经济动能或基本见顶影响下，预计国内工业品价格后续涨幅有限。根据彭博一致预测，2021年布油预测中枢在69美元/桶附近，Q3和Q4分别在73美元/桶和71美元/桶附近，目前布油已经上涨至74美元/桶附近，对PPI环比的后续拉动可能不会太高。

图 1：在全年油价中枢 67 美元/桶和 70 美元/桶左右假设¹下，PPI 同比走势测算（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

没有明显猪周期，且服务业修复力度偏弱使得近期 CPI 与 PPI 持续背离。近几个月 PPI 和 CPI 持续背离，一方面是由于当前没有明显的猪周期，猪肉价格连续 5 个月下跌。另一方面，服务业领域并没有表现出通货膨胀，且修复力度偏弱。当前 CPI 服务同比在 1%，仍然低于疫情前 2% 附近的中枢水平。CPI 服务业环比在疫情后持续低于历史同期水平，今年 3-5 月服务业价格环比上升至略高于历史同期水平，6 月服务业环比再度下行至 -0.1%，低于 15-19 年同期均值 0.2%，服务业修复再度放缓。

考虑到中国制造业供给约束强于服务业，CPI 弹性显著小于 PPI 可能是一个较好印证，在没有明显猪周期，且服务业修复力度偏弱情况下，预计海外通胀对国内 CPI 的影响有限。PPI 高点可能已经出现，下半年 CPI 或小幅抬升，但对货币政策不构成制约。

图 2：PPI 和 CPI 服务同比之差维持历史高位（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

3. 制造业仍面临较高成本压力，货币政策仍需降低融资成本

本月工业生产者购进价格同比与出厂价格同比之差升至历史高位，制造业仍然面临较高的成本压力。本月 PPI 同比自 9% 降至 8.8%，但 PPIRM 同比自 12.5% 回升至 13.1%，PPIRM 同比与 PPI 同比之差升至历史高位。PPIRM 主要分项中燃料动力类 6 月环比比较 5 月回升，

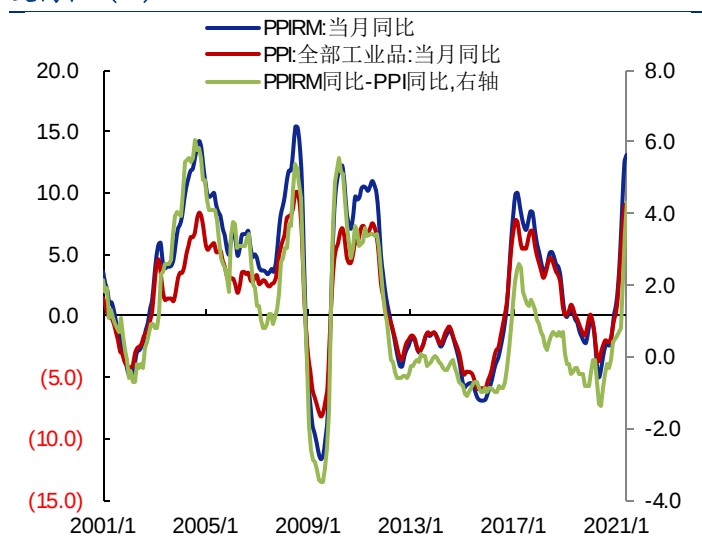
¹ 假设螺纹钢价格维持当前水平。

反映出海外输入性通胀抬升国内制造业成本压力。

从 PPI 上中下游同比变化来看，国内大宗商品价格上涨压力边际缓和，但制造业下游成本压力仍然较高。上游 PPI 同比自 5 月的 40.6% 降至 37.4%，中游 PPI 同比自 24.5% 降至 23.3%，下游 PPI 同比自 1.5% 降至 1.1% 附近。国内大宗商品价格上涨压力有所缓和，但价格仍维持在相对高位，PPI 上游和中游相对下游同比之差仍处于历史高位，制造业下游成本压力仍然较高。

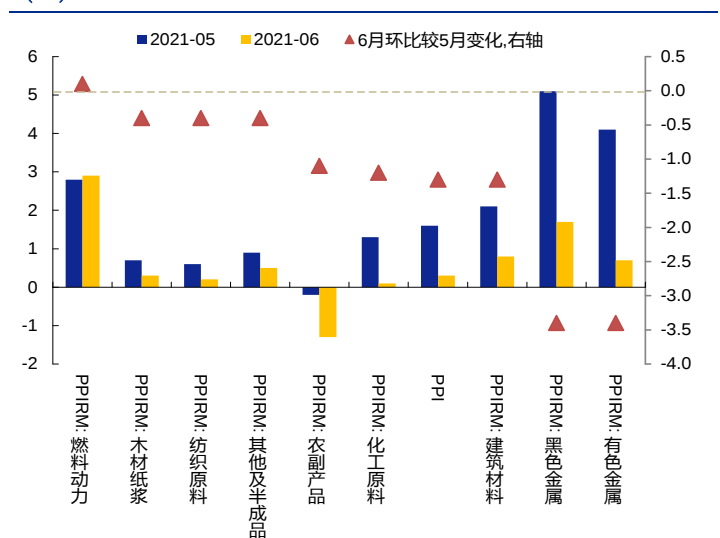
6 月国内大宗商品价格上涨压力边际缓和，但制造业下游成本压力仍然较高，因此我国在积极调控大宗商品价格的同时，货币政策仍需进一步降低融资成本来缓解制造业企业成本压力。

图 3：工业生产者购进价格同比与出厂价格同比之差升至历史高位 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：PPIRM 主要分项中，燃料动力类 6 月环比较 5 月回升 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：PPI 上中下游²同比均有所下行，但中上游相对下游之差处在历史高位 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

总的来说，6 月 PPI 和 CPI 均有所回落，PPI 高点可能已经出现，下半年 CPI 或小幅抬升，但对货币政策不构成制约。6 月国内大宗商品价格上涨压力边际缓和，但制造业下游成本

² 上游为采矿业 5 个子行业，中游为造纸、石化、化工、化纤、非金属矿物制品、黑色金属和有色金属冶炼 7 个子行业，下游行业包括制造业剩余的 24 个子行业，截至 7 月 9 日，5 月下游仅公布了 18 个子行业 PPI 数据，我们使用这 18 个子行业估计 6 月下游 PPI 同比。

本压力仍然较高，因此我国在积极调控大宗商品价格的同时，货币政策仍需进一步降低融资成本来缓解制造业企业成本压力。

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_20708

