

6 月通胀点评

价格经受扰动，需求未必好转

猪肉和鲜菜推动 CPI 年内首次上行；生产资料价格环比大幅回升。

- 6 月 CPI 环比-0.1%，较 5 月降幅缩小 0.7 个百分点；6 月 CPI 同比增长 2.5%，较 5 月增速上升 0.1 个百分点，核心 CPI 同比增长 0.9%，较 5 月下降 0.2 个百分点。
- 在 6 月份 2.5% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.3 个百分点，新涨价影响约为-0.8 个百分点。上半年，CPI 比去年同期上涨 3.8%。
- 食品价格主导了 CPI 的波动，猪肉和鲜菜是推动食品价格上升的主要因素。
- 非食品价格中，受疫情影响旅游业价格依然低迷，受居民收入增速较低影响，房租及房地产后周期消费品、交通工具等价格较历史水平偏低。
- 食品价格上涨，可能进一步挤出居民消费能力。6 月 CPI 同比增速较 5 月上升 0.1 个百分点，这也是 2020 年以来 CPI 同比增速第一次上行，但从内部结构看，CPI 的上行主要是食品价格，特别是猪肉和鲜菜推动的，非食品价格和核心 CPI 同比增速继续下行。我们关注真实需求的变化，一方面居民收入增速在上半年较 2019 年大幅下滑，居民消费能力受到较大负面影响，另一方面食品价格上涨对居民消费结构的负面影响从 2019 年食品烟酒占比大幅上升已经可以看出。考虑到局部地区的洪涝灾害可能继续在 7 月影响鲜菜价格，如果猪肉的供给结构得不到改善，则 CPI 进一步下行压力较大，并且可能对居民消费结构造成进一步影响。
- 6 月 PPI 环比增长 0.4%，其中生产资料环比增长 0.5%，生活资料环比增长 0.1%；6 月 PPI 同比增长-3%，较 5 月上升 0.7 个百分点。
- PPIRM 同比增长-4.4%，较 5 月上升 0.6 个百分点，同比较 5 月降幅明显收窄的包括有色金属、燃料动力、化工原料等。
- 在 6 月份 3% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.2 个百分点，新涨价影响约为-2.8 个百分点。上半年，PPI 比去年同期下降 1.9%。
- 生产性需求回复强劲。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 22 个，比上月增加 12 个；下降的 12 个，减少 8 个；持平的 6 个，减少 4 个。
- 中游可能再次受到挤压。6 月 PPI 同比增速回升，较大程度上受到生产资料价格回升的影响，特别是采掘业价格大幅回升，生活资料方面，除了食品类价格环比回升明显，其他品类变动均较小。加之 CPI 非食品价格同比增速继续下行，如果上游原材料价格走强，但下游需求偏弱，则中游可能继续受到挤压。
- 风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇
(8621)2032 8517
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

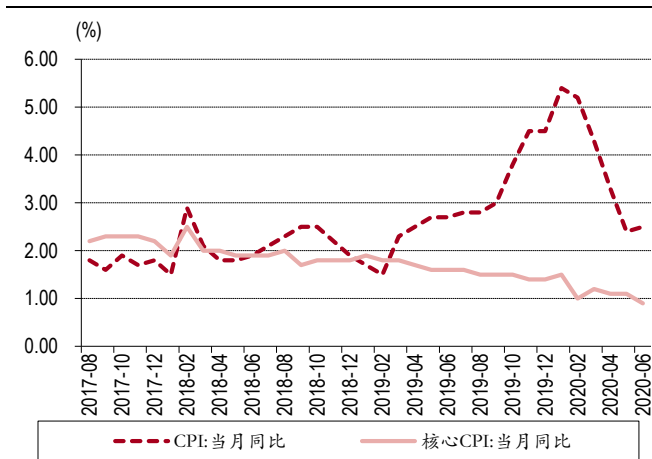
CPI 增速向上，核心 CPI 增速向下。6 月 CPI 环比-0.1%，较 5 月降幅缩小 0.7 个百分点，虽然环比依然负增长，但幅度明显收窄。从分项看，环比增速上升的仅有食品烟酒和其他服务，环比增长分别为 0.1% 和 0.4%，环比增速下降的类别较多，包括交通通信 (-0.3%)、教育文化娱乐 (-0.3%)、居住 (-0.2%)、衣着 (-0.2%) 和生活用品及服务 (-0.1%)。6 月 CPI 同比增长 2.5%，较 5 月增速上升 0.1 个百分点，核心 CPI 同比增长 0.9%，较 5 月下降 0.2 个百分点，服务价格同比增长 0.7%，较 5 月下降 0.3 个百分点，消费品价格同比增长 3.5%，较 5 月同比增速上升 0.2 个百分点。从分项看，依然是食品烟酒同比增长 8.8% 最高，交通通信同比增长 -4.6% 最低。在 6 月份 2.5% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.3 个百分点，新涨价影响约为 -0.8 个百分点。上半年，CPI 比去年同期上涨 3.8%。

食品价格主导了 CPI 的波动。从环比看，食品价格上涨 0.2%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点，是月环比增速上升幅度最大的一项。从同比看，食品价格上涨 11.1%，影响 CPI 上涨约 2.24 个百分点，非食品价格上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.24 个百分点。

剔除食品的影响，非食品价格表现疲弱。6 月国内北京局部疫情和部分地区洪涝灾害，一定程度上影响了物价走势。食品中，猪肉和鲜菜是推动食品价格上涨的主要因素。受生猪出栏减缓、防疫调配要求从严及进口量减少等因素影响，猪肉供应偏紧，同时餐饮和团体消费需求有所回升，猪肉价格从环比下跌转而上涨；受洪涝灾害影响，鲜菜价格由跌转涨。非食品价格中，受疫情影响旅游业价格依然低迷，受居民收入增速较低影响，房租及房地产后周期消费品、交通工具等价格较历史水平偏低。

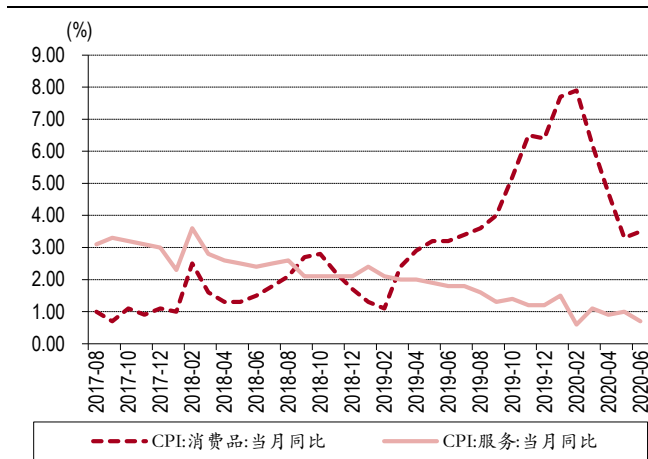
食品价格上涨，可能进一步挤出居民消费能力。6 月 CPI 同比增速较 5 月上升 0.1 个百分点，这也是 2020 年以来 CPI 同比增速第一次上行，但从内部结构看，CPI 的上行主要是食品价格，特别是猪肉和鲜菜推动的，非食品价格和核心 CPI 同比增速继续下行。我们关注真实需求的变化，一方面居民收入增速在上半年较 2019 年大幅下滑，居民消费能力受到较大负面影响，另一方面食品价格上涨对居民消费结构的负面影响从 2019 年食品烟酒占比大幅上升已经可以看出。考虑到局部地区的洪涝灾害可能继续在 7 月影响鲜菜价格，如果猪肉的供给结构得不到改善，则 CPI 进一步下行压力较大，并且可能对居民消费结构造成进一步影响。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



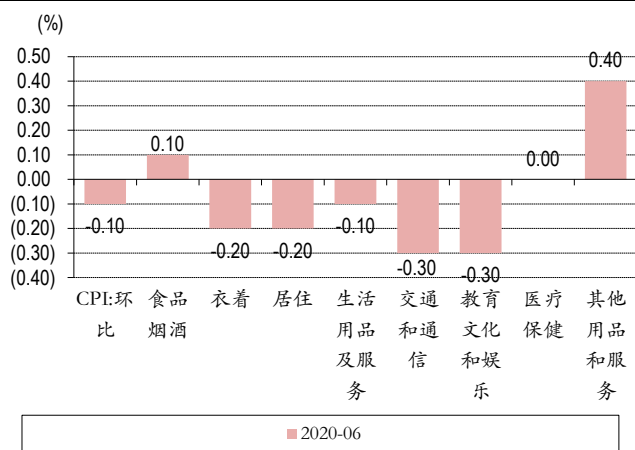
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



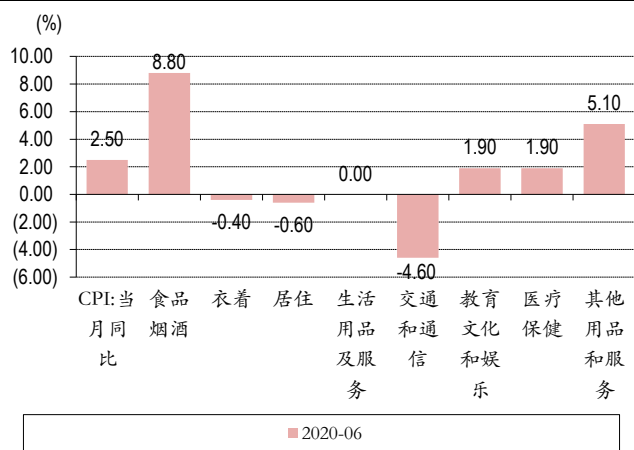
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



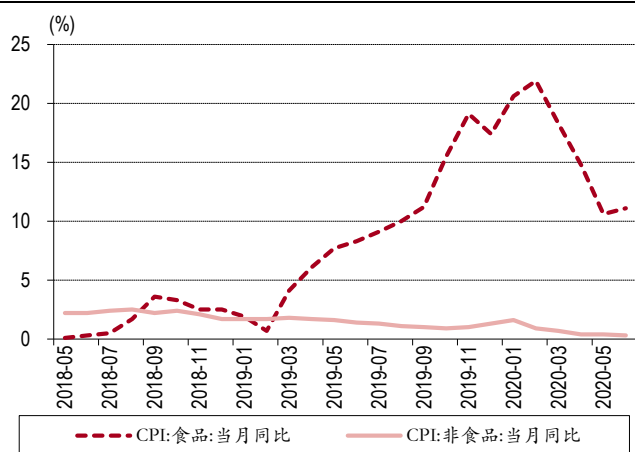
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



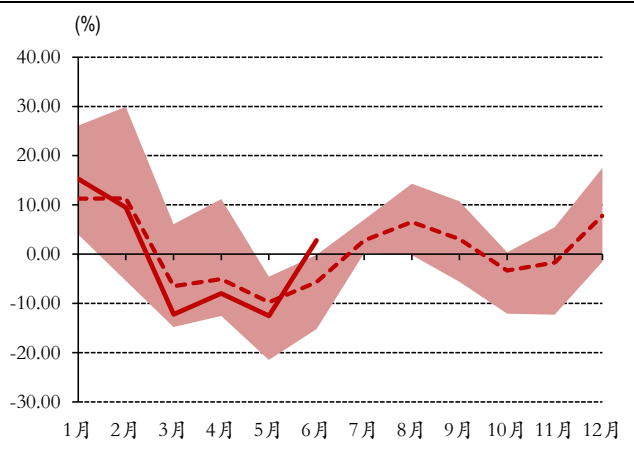
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 食品价格增速回升



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 鲜菜价格明显高于历史同期平均水平



资料来源：万得，中银证券

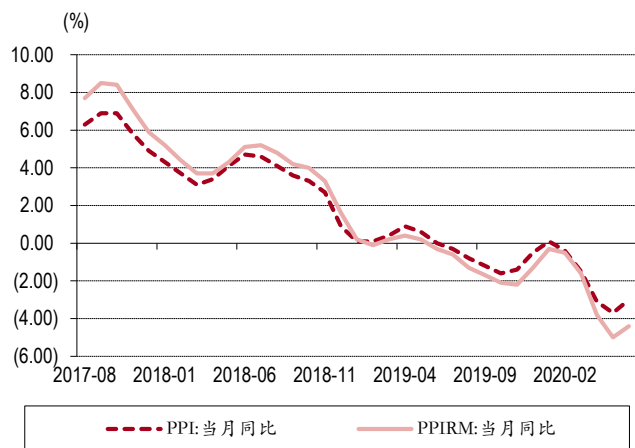
PPI

PPI 增速回升。6 月 PPI 环比增长 0.4%，其中生产资料环比增长 0.5%，生活资料环比增长 0.1%。6 月 PPI 同比增长-3%，较 5 月上升 0.7 个百分点，其中生产资料同比增长-4.2%，较 5 月上升 0.9 个百分点，生活资料同比增长 0.6%，较 5 月上升 0.1 个百分点。PPIRM 同比增长-4.4%，较 5 月上升 0.6 个百分点，从构成来看，上涨的产品仅包括农副产品（5.8%），下跌的产品包括燃料动力（-14.2%）、化工原料（-9.4%）、纺织原料（-4%）、有色金属（-3.3%）、木材纸浆（-2.9%）、黑色金属材料（-2.2%）等，但价格同比较 5 月降幅明显收窄的包括有色金属、燃料动力、化工原料等。在 6 月份 3% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.2 个百分点，新涨价影响约为-2.8 个百分点。上半年，PPI 比去年同期下降 1.9%。

生产性需求回复强劲。6 月生产资料价格中，采掘业环比 4.9%，原材料业环比 0.7%，加工业环比 0.2%，各项环比增速均较 5 月明显上升。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 22 个，比上月增加 12 个；下降的 12 个，减少 8 个；持平的 6 个，减少 4 个。受国际原油价格大幅度上涨影响，石油相关行业产品价格止降转涨。

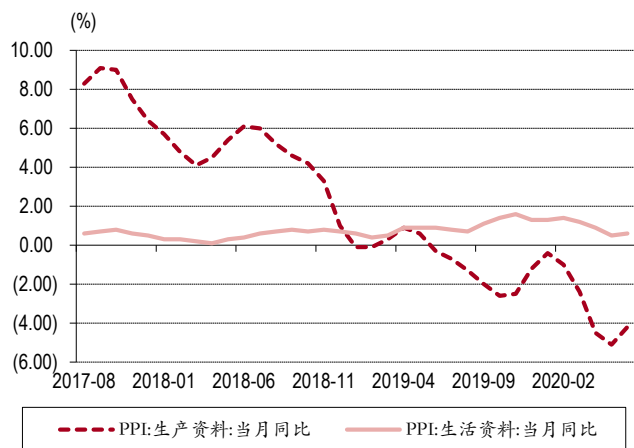
中游可能再次受到挤压。6 月 PPI 同比增速回升，较大程度上受到生产资料价格回升的影响，特别是采掘业价格大幅回升，生活资料方面，除了食品类价格环比回升明显，其他品类变动均较小。加之 CPI 非食品价格同比增速继续下行，如果上游原材料价格走强，但下游需求偏弱，则中游可能继续受到挤压。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



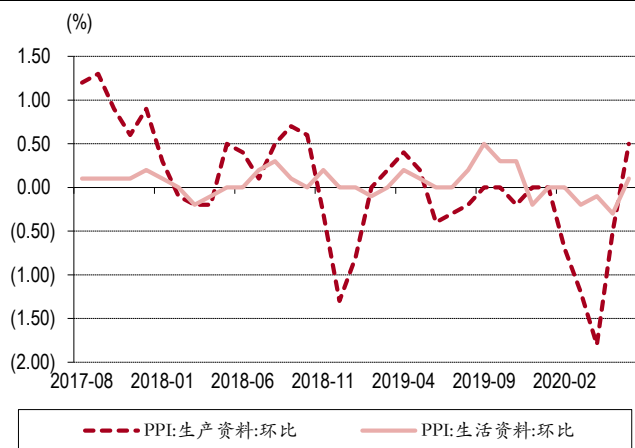
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



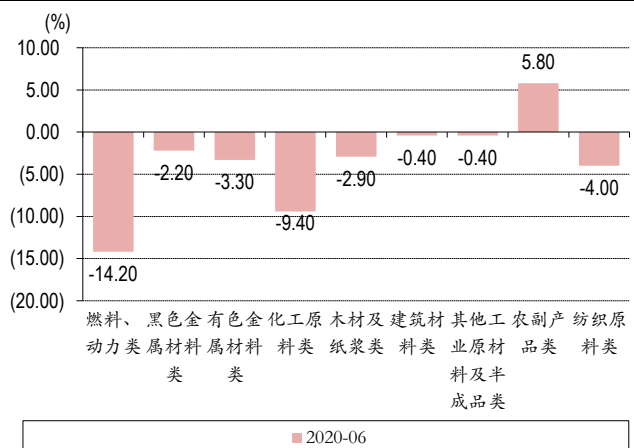
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



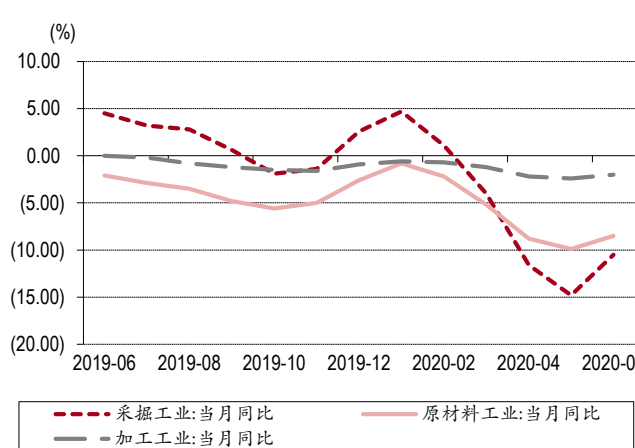
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



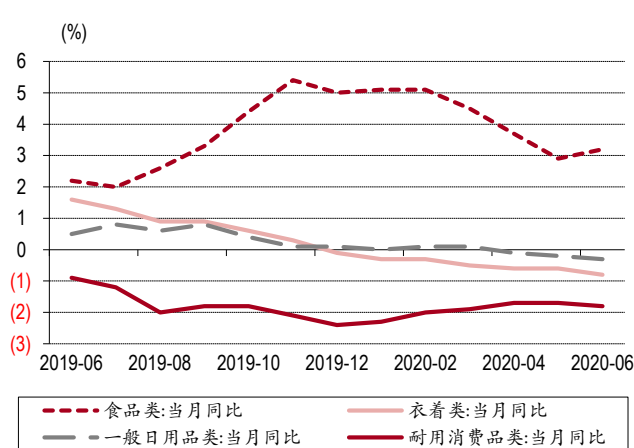
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比止跌回升



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 食品类价额同比增速回升



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_4035

