

宏观点评

那些年 CPI 站上 3% 的故事—兼评 6 月物价

事件: 6 月 CPI 同比 2.5%，预期 2.4%，前值 2.1%；PPI 同比 6.1%，预期 6.0%，前值 6.4%。
核心观点: 6 月 CPI 超预期上行，低基数外，主因能源、服务价格上涨，猪价降幅收窄；核心 CPI 时隔 7 个月首度回升，指向需求边际恢复；PPI 回落速度趋缓，有 3 大结构特征。往后看，CPI 三季度有望站上 3%（最快 8 月），我们详细梳理了 2000 年以来 5 轮 CPI 升破 3% 的情形。

1、6 月 CPI 同比 2.5%，高于预期 2.4% 和前值 2.1%，主因能源、服务价格上涨，猪价降幅收窄，基数走低；环比由降 0.2% 转为持平，非食品价格创 2001 年以来同期新高，是主要支撑；核心 CPI 涨幅扩大 0.1 个百分点至 1%，时隔 7 个月首度回升，指向需求有所好转。

> **同比看，6 月 CPI 翘尾、新涨价因素分别影响 1.2、1.3 个百分点，其中能源、服务消费、猪肉价格是 CPI 超预期上行的支撑。**由于国际油价大涨，6 月汽油、柴油价格涨幅分别扩大 5.8、6.2 个百分点至 33.4%、36.3%；由于疫情好转，机票价格上涨 28.1%，前值为降 2.4%，教育、医疗服务价格分别上涨 2.5%、0.9%，涨幅与前值持平；猪肉价格同比降 6.0%，降幅收窄 15.1 个百分点；此外，2021 年同期基数偏低，也对同比读数有支撑。

> **环比看，食品项降幅扩大、非食品项涨幅扩大。**6 月 CPI 食品项降幅扩大 0.3 个百分点至 1.6%，弱于季节性（2016-2019 年同期均值为降 0.9%），主因蔬菜、鸡蛋、鲜果价格分别环比下跌 9.2%、5.0%、4.5%，猪肉价格环比涨幅回落 2.3 个百分点至 2.9%，背后体现的是疫情好转、供应增加、囤货需求减少的影响。非食品项涨幅扩大 0.3 个百分点至 0.4%，创有数据以来同期新高（2016-2019 年同期均值涨 0.1%），油价上涨、服务消费恢复是主要支撑。

> **核心 CPI 有所改善。**6 月核心 CPI 同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 1.0%，结束此前连续 7 个月的持平或回落，服务消费恢复是主要支撑，指向随着疫情好转、需求有所改善。

2、6 月 PPI 同比 6.1%，低于前值 6.4%，但高于预期 6%，其中翘尾、新涨价分别影响 3.8、2.3 个百分点；环比由上涨 0.1% 转为持平，主因钢材等生产资料价格转跌。其中：

> **分生产&生活资料看：**生产资料价格由涨转跌，但绝对值仍高，生活资料价格环比续创新高，上游价格向下游传导仍在继续。6 月生产资料价格环比由涨 0.1% 转为降 0.1%，主因钢材、水泥等价格回落，背后体现的是投资下行、需求偏弱的影响；生活资料价格环比持平 0.3%，续创 2011 年有数据以来同期新高，表明上游价格仍在向下游传导。

> **分七大产业看：**上游采掘、原材料价格环比涨幅扩大，中下游产业多数环比涨幅收窄。具体看，上游采掘、原材料价格环比涨幅分别较前值扩大 2.0、0.2 个百分点至 1.9%、0.3%，中游加工工业、下游耐用消费品价格降幅扩大 0.5、0.2 个百分点至 -0.4%、-0.1%，食品、一般日用品价格环比均收窄 0.1 个百分点至 0.5%、0.1%，衣着价格环比扩大 0.2 个百分点至 0.7%。

> **分 40 个工业行业看：**6 月多数行业环比涨幅收窄，其中：涨幅扩大的行业主要集中在煤炭、原油产业链，涨幅回落较多的行业主要是黑色、有色、非金属矿物等。具体看：1) 原油：6 月国际油价续涨 5.0%，带动 PPI 油气开采、燃料加工、燃料加工环比扩大 5.7、2.7、1.4 个百分点至 7.0%、3.6%、2.2%，但 PPI 化工制造涨幅收窄 0.2 个百分点至 0.4%；2) 煤炭：由于迎峰度夏、煤炭需求增加，PPI 煤炭采选环比由 5 月的下降 1.1% 转为上涨 0.8%；3) 钢铁：螺纹钢现货价环比跌幅扩大 3.3 个百分点至 7.0%，带动 PPI 黑色冶炼行业环比降幅由 0.5% 扩大至 3.1%，产业链上游的 PPI 黑色采矿环比由上涨 0.3% 转为下跌 1.9%；4) 有色：相比 5 月，6 月铜价跌幅扩大、铝价跌幅收窄，带动 PPI 有色冶炼行业环比跌幅扩大 0.8 个百分点至 2.1%，产业链上游的 PPI 有色采矿环比由上涨 0.4% 转为下跌 0.8%；5) 燃气：6 月国内液化天然气价格降幅扩大 7.6 个百分点至 12.2%，带动 PPI 燃气生产供应行业环比由持平转为下跌 0.3%。

3、往后看，CPI 三季度有望站上 3%（最快 8 月）；以史为鉴，过去 5 轮有何特征？

1) **物价走势：**CPI 三季度有望上破 3%，PPI 四季度可能下近 0%，关注猪价/粮价/油价的扰动

> **CPI：**高频数据看，7 月首周猪价环比涨幅扩大至 26.2%，菜价由跌转涨，鸡蛋价格降幅收窄，水果价格跌幅略有扩大，预计 7 月 CPI 食品项环比可能明显回升；非食品项中油价不确定性增加，服务价格大概率延续回升。因此，预计 7 月 CPI 环比可能小升，同比预计仍将延续 2.0% 以上高位。全年看，维持此前判断，CPI 同比可能震荡上行，全年中枢可能升至 2.4% 左右，高点可能突破 3.0%，甚至摸到 3.5%（最快 8 月或 9 月）。

> **PPI：**高频数据看，7 月首周工业品价格普跌：CRB、南华工业品指数、商务部生产资料价格指数分别环比跌 5.2%、7.7%、2.5%，油价环比跌 9.2%。往后看，考虑季节性、大宗价格等，预计 7 月 PPI 环比小降或持平，同比继续回落。全年看，PPI 同比可能延续震荡回落，全年中枢上调至 5.4% 左右，节奏上 7、8 月 PPI 下行斜率可能偏缓，9、10 月将进一步回落，年底略有反弹。

> **关注猪价、粮价、油价 3 大扰动。**猪价方面，按照当前市场主流预期，本轮生猪价格顶点可能在 22-24 元/千克，对 CPI 同比的拉动约为 0.6-0.8 个百分点；粮价方面，俄乌冲突久拖未决，海外粮食价格波动可能对国内粮食价格形成扰动，但对通胀的影响有限；油价方面，如果未来 2-3 个月油价维持 110-120 美元/桶，年底回落至 90 美元/桶左右，则 Q2-Q4 油价对 CPI 的拉动约 0.6 个百分点、0.5-0.6 个百分点、0.1 个百分点；对 PPI 的拉动约 2.4 个百分点、1.9-2.4 个百分点、0.5 个百分点。（详见中期策略《形势比人强—2022 年中期宏观经济与资产展望》）

2) **历轮 CPI “破 3%” 的影响。**我们在中期报告中，详细梳理 2000 年以来 5 次 CPI 突破 3% 的情形（详见图表 8、图表 9），分别是 2003 年 11 月-2005 年 3 月、2007 年 3 月-2008 年 10 月、2010 年 5 月-2012 年 5 月、2013 年 9 月-2013 年 11 月、2019 年 9 月-2020 年 4 月。其中：前 3 次 CPI 走高主要源于流动性、需求、供给等多重因素共同作用，期间《货币政策执行报告》均强调要“控制通胀预期，保持物价基本稳定”，并多次提高存款准备金率、基准利率；后 2 次中第 4 次持续时间偏短（仅 3 个月），货币政策未明显收紧；第 5 次主要由供给因素驱动（猪肉），叠加疫情影响，央行只是强调“防止通胀预期发散”、“保持物价水平基本稳定”，期间多次降准、降息，稳定宏观经济大盘。当前看，下半年 CPI 可能阶段性“破 3%”，但对货币政策影响预计有限，主因有三：

> **时间&高点：**本轮 CPI 破 3% 持续时间可能偏短、且向上幅度有限，基准假设下在 6 个月内；

> **宏观环境：**2022 年下半年经济可能边际恢复、但仍将偏弱，跟前 3 轮的经济过热存在差异；

> **驱动因素：**本轮 CPI 破 3% 主要源于供给因素（猪周期、原油价格），需求端仍然偏弱。

风险提示：疫情变化、政策力度等超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘安林

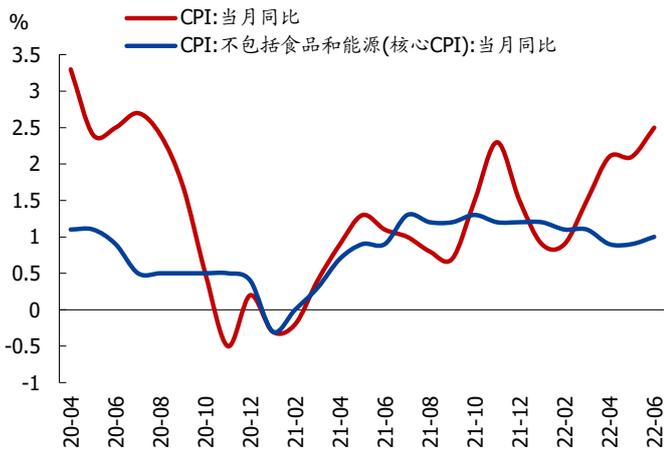
执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

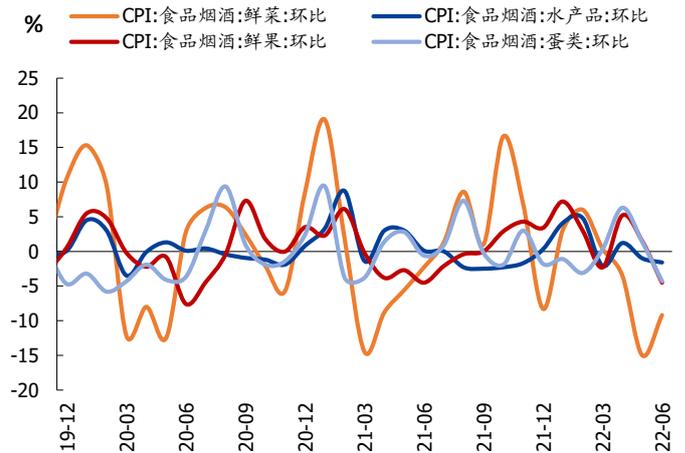
- 《形势比人强—2022 年中期宏观经济与资产展望》2022-07-08
- 《把握相对确定性—2022 年中期海外宏观展望》2022-07-05
- 《如何看待服务业和地产的快速修复？—6 月 PMI5 大信号》2022-06-30
- 《当前经济环境处于“四期叠加”》2022-06-26
- 《下半年通胀有三大扰动—兼评 5 月物价》2022-06-10
- 《美国“胀而不滞”，中国“滞而不胀”，欧洲“大滞胀”》2022-05-11

图表 1: 6月CPI超预期上行, 核心CPI小幅改善



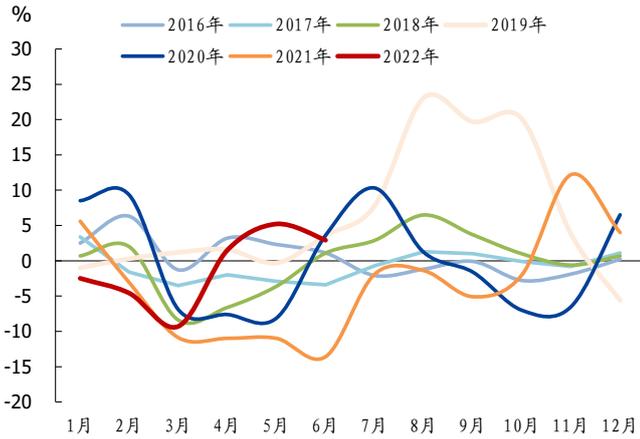
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 6月食品价格环比均有所回落



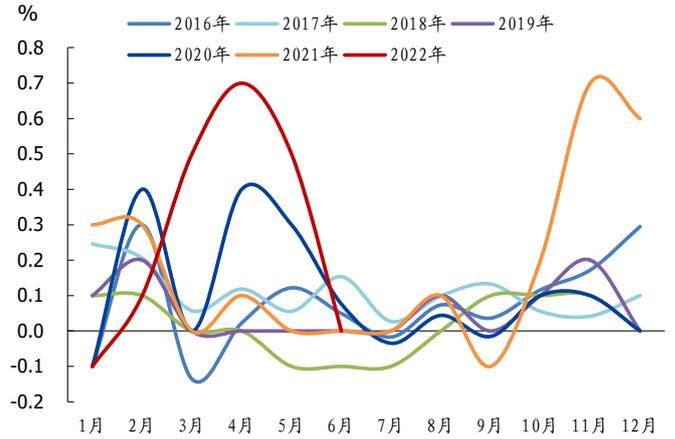
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 6月猪肉价格环比涨幅回落2.3个百分点至2.9%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 6月粮食价格环比由上涨0.5%转为持平



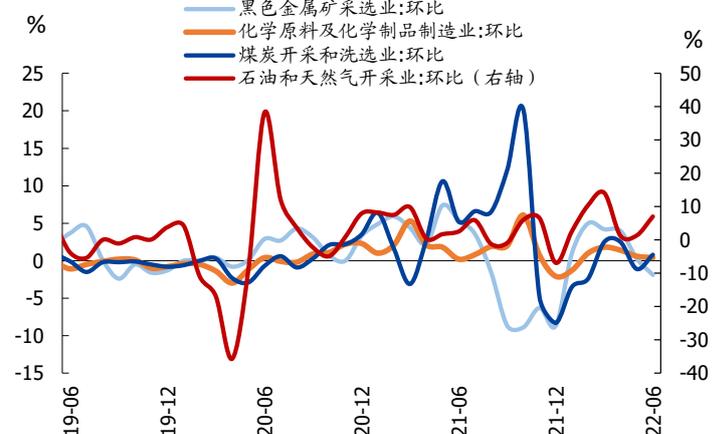
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: PPI 同比延续回落



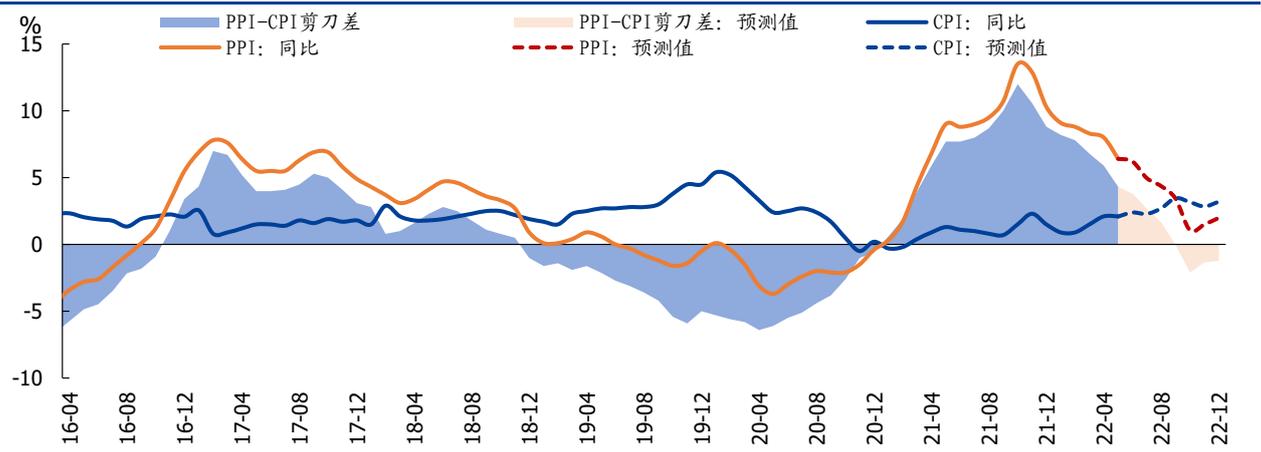
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 6月煤炭、石油产业链PPI 环比涨幅扩大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: CPI、PPI以及PPI-CPI剪刀差预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表8: 猪肉价格上涨10%，对CPI同比的拉动约为0.2个百分点

猪肉价格涨幅	CPI猪肉价格同比涨幅	对CPI同比的拉动 (百分点)
10%	9.5%	0.2
20%	17.6%	0.4
30%	25.7%	0.6
40%	33.8%	0.7
50%	41.9%	0.9
60%	50.0%	1.1
70%	58.1%	1.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 具体测算分两步: ①采用CPI猪肉价格和猪肉价格进行回归, 关系式为: $CPI_{猪肉价格同比} = 0.808 * 猪肉价格同比涨幅 + 1.459$; ②CPI猪肉价格同比乘以权重即为对CPI的拉动, 权重取2021年以来均值2.2%)

图表9: 油价上涨10%，影响国内CPI约0.09个百分点

布伦特原油价格同比	对应布伦特原油价格: 以2021全年均价为基准, 美元/桶	CPI居住水电燃料分项: 同比	CPI交通工具燃料分项: 同比	对CPI同比的拉动 (百分点)
0%	70.9	0.0%	0.0%	0.0
10%	78.0	0.8%	2.3%	0.1
20%	85.1	1.6%	4.6%	0.2
30%	92.2	2.4%	6.9%	0.3
40%	99.3	3.2%	9.2%	0.4
50%	106.4	4.0%	11.5%	0.5
60%	113.5	4.8%	13.8%	0.5
70%	120.6	5.6%	16.1%	0.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 油价上涨 10%，影响国内 PPI 约 0.4 个百分点

布伦特原油价格同比	对应布伦特原油价格：以 2021 全年均价为基准，美元/桶	PPI 油气开采分项：同比	PPI 燃料加工分项：同比	PPI 化工制造分项：同比	PPI 化纤制造分项：同比	油价对 PPI 同比的拉动（百分点）
0%	70.9	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0
10%	78.0	7.3%	4.1%	2.0%	2.2%	0.4
20%	85.1	14.6%	8.2%	4.0%	4.5%	0.8
30%	92.2	21.9%	12.3%	6.1%	6.7%	1.1
40%	99.3	29.3%	16.5%	8.1%	9.0%	1.5
50%	106.4	36.6%	20.6%	10.1%	11.2%	1.9
60%	113.5	43.9%	24.7%	12.1%	13.5%	2.3
70%	120.6	51.2%	28.8%	14.1%	15.7%	2.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 11: 2000 年以来 5 轮 CPI “破 3%” 对比

	2003年11月-2005年3月	2007年3月-2008年10月	2010年5月-2012年5月	2013年9月-2013年11月	2019年9月-2020年4月
持续时间	17	20	25	3	8
高点时间	2004年7月、8月	2008年2月	2011年7月	2013年10月	2020年1月
CPI 高点	5.3	8.7	6.5	3.2	5.4
CPI 主要驱动	宽货币宽财政的滞后影响+“非典”滞后报复性消费。其中：食品分项是主要驱动，特别是粮食、猪肉、蛋类价格均大幅上涨，2004 年食品分项上涨 9.9%，拉动 CPI 约 3.3 个百分点。	流动性充裕+猪周期上行+自然灾害。其中：2007 年食品分项上涨 12.3%，拉动 CPI 约 4 个百分点；2007 年 5 月开始，猪肉价格大幅上行，2008 年南方雪灾、随后汶川地震导致食品供应受阻，价格大幅上行。	“四万亿”滞后影响+海外输入型通胀。其中：2010 年食品、居住价格上涨较快；2011 年由于生产要素价格上涨、国内需求增长较快等影响，国内消费品价格迅速上涨。	食品分项是主要驱动。2013 年 9-11 月期间，CPI 食品分项涨幅均超 6%，对 CPI 的拉动约为 1.8-2.0 个百分点；特别是受台风天气影响，运输难度增加、南方鲜菜价格上涨较快。	非洲猪瘟导致猪肉供给锐减、猪肉价格大幅抬升。其中 2020 年猪肉价格同比上涨 42.5%，同时牛、羊肉价格分别上涨 12.1%、11.9%，CPI 畜肉分项对 CPI 的拉动 2020 年初接近 4.0 个百分点。
宏观环境	整体经济运行偏过热。“非典”疫情之后，积极财政政策与宽松货币政策带动投资快速增长，工业需求、房地产投资与疫情后报复性消费拉动价格快速上涨。	整体经济运行偏过热。居民收入快速增长带动国内消费需求较旺，企业利润大幅增加使得固定资产投资继续保持高位运行，贸易顺差继续扩大。	“四万亿”刺激效应显现，消费和投资维持高速增长，特别是固定资产投资增速持续超过 20%；对外贸易同时大幅增长，2010、2011 年出口增速分别为 31.3%、20.3%；工农业生产稳定增长。	农业生产形势良好，工业生产增速企稳回升，投资、消费稳定增长，消费价格涨幅和就业基本平稳。	增速换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”影响持续深化。新冠疫情冲击导致企业投资、居民消费及进出口贸易受到严重影响，经济下行压力较大。
政策相关	2004Q1：下一阶段稳健货币政策的取向是适度从紧，但要防止急刹车，避免大起大落。 2004Q2：并根据经济金融运行的变化适时加以完善，落实好已出台的货币政策措施。 2004Q3：执行稳健的货币政策； 2004Q4：继续执行稳健的货币政策，既要支持经济平稳发展，又要注意防止通货膨胀和防范系统	2007Q1：加强货币政策调控的预见性，及时采取一系列综合措施加大金融宏观调控力度。 2007Q2：保持必要的调控力度，控制通货膨胀预期，保持物价基本稳定。 2007Q3：实行适度从紧的货币政策，适当加大调控力度。 2007Q4：实行从紧的货币政策。 2008Q1：把控制物价上涨、抑制通货膨胀放在更加突出的位置，坚持实施从紧的货币政策。	2010Q2：处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系。 2010Q3：保持货币政策连续性和稳定性的同时，前瞻、灵活地调整政策重点、力度和节奏，对保持经济平稳较快发展、管理好通货膨胀预期发挥了重要作用。 2010Q4：更加积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，把稳定价格总水平放在更加突出的位置。 2011Q1：在满足经济发展合理资金需求的同时，消除通货膨胀的货币条件。另一方面，要处理好促进经济增长和抑制通货膨胀的关系。定物价和管好通胀预期是关键，也是宏观调控的首要任务。	2013Q4：继续实施稳健的货币政策，坚持“总量稳定、结构优化”的取向，保持政策的连续性和稳定性，增强调控的前瞻性、针对性、协同性，统筹稳增长、调结构、促改革和防风险，适时适度预调微调，继续为结构	2019Q3：妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”。注重预期引导，防止通胀预期发散。 2019Q4：继续加强逆周期调节、结构调整和改革的力度，保持物价水平基本稳定。 2020Q1：稳健的货币政策要更加灵活适度。处理好稳增长、

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_43701

