

CPI 有阶段性冲高风险

——6 月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

6 月 CPI 在预期之内，7 月有阶段性冲高风险。6 月 CPI 同比增长 2.5%，环比持平，其上升幅度全部来自于基数因素，基本符合市场预期。6 月 CPI 有以下结构性特征：第一，能源价格是通胀上行的重要动力。6 月国际油价冲高回落，在此影响下国内成品油价格也相应调升。第二，服务价格开始回暖。这背后是国内疫情形势转好之后的服务类消费开始复苏，加之 6、7 月份暑假期间本就是服务业旺季，相关需求有季节性上升。第三，猪周期开始上行，不过 6 月尚不显著。第四，核心 CPI 基本稳定。6 月核心 CPI 环比及同比分别上涨 0.1% 及 1%，符合季节性规律，这是疫情解封后的合理结果，并无迹象显示通胀正在扩散，无需过度解读。三季度 CPI 会存在阶段性压力。我们预计 7 月 CPI 同比会上升至 2.8% 左右。主要拉动因素有两个：一是猪肉价格近期出现飙升，对 7 月 CPI 将有非常强的向上拉动力；二是 7 月份是出游旺季，服务类消费价格会有较为明显的上升。

PPI 延续下行趋势。6 月 PPI 同比上涨 6.1%，环比持平，基本符合预期。6 月 PPI 有两个特点：第一，石油——化纤产业链价格坚挺，是推动 PPI 的主要动力。这本质上还是输入性通胀的影响，价格上涨属于成本推动型，而非需求拉动型。第二，石油之外的行业 PPI 大多下跌。这背后是国际上除原油外的工业品价格普遍下跌，源自于海外市场对经济前景的悲观预期。我们预计未来 PPI 将加速下滑。一方面，大宗商品包括油价在近期大幅下跌，随着海外经济逐步下行，商品价格难以重回高位。另一方面，三季度 PPI 翘尾迅速下降，将引导 PPI 下行趋势。

通胀尚不至影响货币政策。6 月 CPI 加速上升，三季度可能达到甚至小幅突破 3%，引发了市场对货币政策空间的担忧。央行在上半年曾频繁提及通胀问题，我们认为如今的通胀读数早在央行的框架范围之内。未来 CPI 虽有阶段性压力，但不会对货币政策有明显的边际影响。经济复苏和信用扩张的速度才是核心矛盾。观察央行历史上对通胀的反应可以看出，通胀是“结构性的”还是“全面性的”非常重要。在 1993-1994 年、2007-2008 年、2011 年几次全面性通胀之时，央行均实施了紧缩性政策。而在 2019 年猪周期造成的“结构性通胀”期间，央行依然采取降息等宽松政策。即中国货币政策会淡化结构性通胀，重视全

面性通胀。目前来看本轮通胀上行驱动力仍是结构性的，猪价和油价是未来的主要波动项。“猪油共振”是以往高通胀时期的重要特征，但需注意“猪油共振”本质上反映的工业品和农产品价格共同上涨而引发的全面通胀。目前猪价和油价虽高，但通胀并未扩散，由于终端需求疲软、产能过剩等原因，上游价格向下游传导的动力目前来看并不足，核心 CPI 依然疲软。未来观察核心 CPI 的走势较为关键，如果核心 CPI 不出现明显上升，则只由猪周期和油价驱动的 CPI 上行难以促使货币政策转向。

风险提示：通胀向核心 CPI 扩散。

目录

1. 数据	5
2. 6 月 CPI 在预期之内，7 月有阶段性冲高风险	5
3. PPI 延续下行趋势	6
4. 通胀尚不至影响货币政策	8

图表目录

图表 1: CPI 同比上行.....	5
图表 2: 油价上涨是 CPI 上行的主要动力.....	6
图表 3: 近期猪肉价格飙升.....	6
图表 4: PPI 继续下行.....	7
图表 5: 石油——化纤产业链外的行业价格大多下跌.....	7
图表 6: 货币政策与通胀的关系.....	8

1. 数据

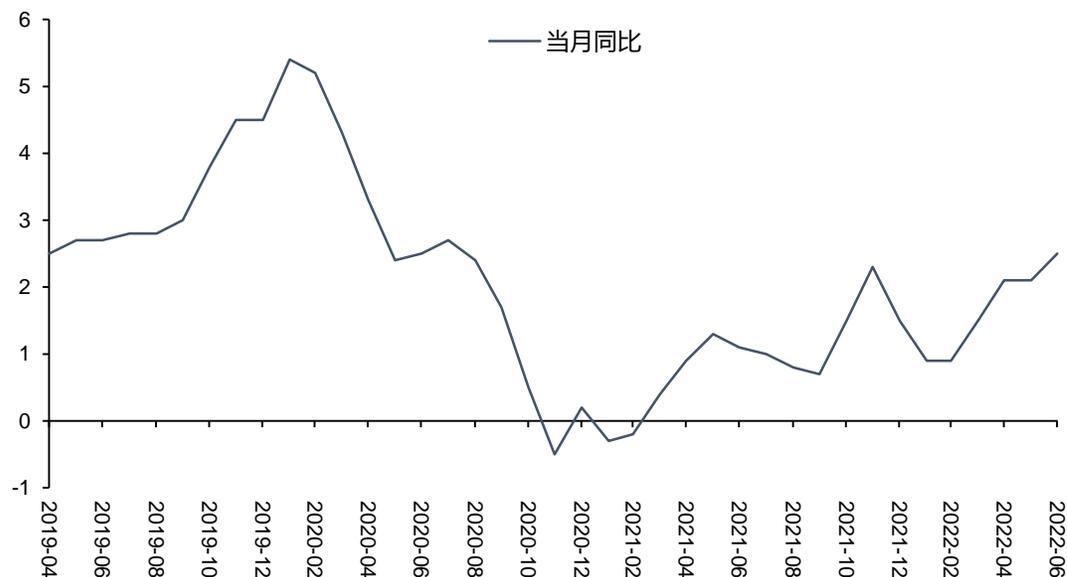
中国 6 月 CPI 同比上涨 2.5%，市场预期（Wind）2.4%，前值 2.1%。

中国 6 月 PPI 同比上涨 6.1%，市场预期（Wind）6.0%，前值 6.4%。

2. 6 月 CPI 在预期之内，7 月有阶段性冲高风险

6 月 CPI 同比增长 2.5%，环比持平，其上升幅度全部来自于基数因素，基本符合市场预期。

图表 1：CPI 同比上行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

6 月 CPI 有以下结构性特征：

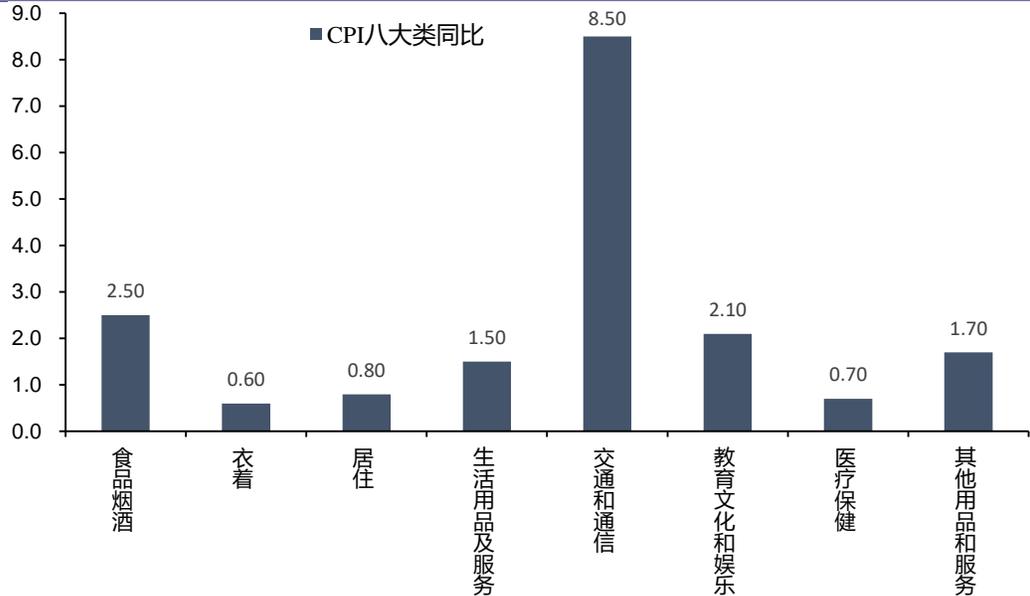
第一，能源价格是通胀上行的重要动力。6 月国际油价冲高回落，整体中枢较 5 月明显抬升，在此影响下国内成品油价格也相应调升。汽油和柴油价格分别环比上涨 6.7%和 7.2%，CPI 交通通信大类 CPI 环比上涨 2.2%，可以明显看出这一影响。

第二，服务价格开始回暖。飞机票和旅游价格分别上涨 19.2%和 1.2%，宾馆住宿价格由上月下降 0.7%转为上涨 0.3%。这背后是国内疫情形势转好之后的服务类消费开始复苏，加之 6、7 月份暑假期间本就是服务业旺季，相关需求有季节性上升。

第三，猪周期开始上行，不过 6 月尚不显著。猪肉 CPI 环比上涨 2.9%，拉动 CPI 环比 0.04 个百分点。

第四，核心 CPI 基本稳定。6 月核心 CPI 环比及同比分别上涨 0.1%及 1%，符合季节性规律，这是疫情解封后的合理结果，并无迹象显示通胀正在扩散，无需过度解读。

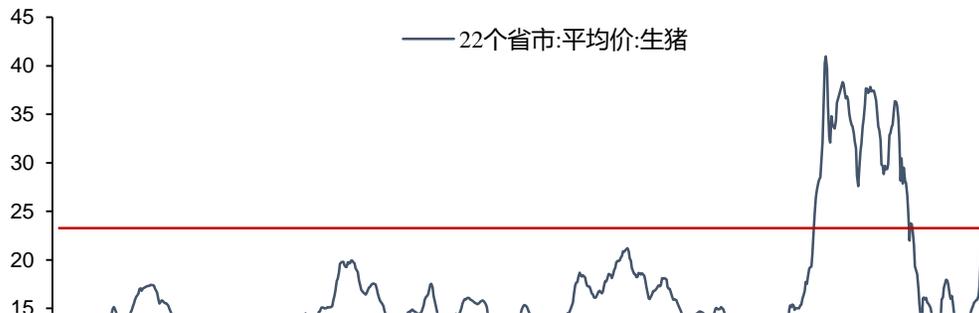
图表 2：油价上涨是 CPI 上行的主要动力



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

三季度 CPI 会存在阶段性压力。我们预计 7 月 CPI 同比会上升至 2.8% 左右。主要拉动因素有两个：一是猪肉价格近期出现飙升，对 7 月 CPI 将有非常强的向上拉动力；二是 7 月份是出游旺季，服务类消费价格会有较为明显的上升。

图表 3：近期猪肉价格飙升



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/云报告?reportId=1_43739

