

总量研究

通胀剪刀差持续收窄，助力下游企业盈利修复

——2022年6月价格数据点评兼光大宏观周报（2022-07-09）

要点

本周聚焦：

2022年7月9日，国家统计局公布6月价格数据。1) CPI同比2.5%，前值2.1%，市场预期2.4%；CPI环比0.0%，前值-0.2%；2) 核心CPI同比1.0%，前值0.9%；3) PPI同比6.1%，前值6.4%，市场预期6.0%；PPI环比0.0%，前值0.1%。

核心观点：

6月，CPI同比加快上行、PPI同比延续回落，基本符合市场预期。CPI同比上行，指向疫后消费需求正逐步修复，核心CPI呈现低位回升；PPI同比回落，体现的是国内投资需求仍在放缓。整体而言，通胀剪刀差正加快收窄，助力下游企业盈利修复。

向前看，在疫后需求恢复、猪价步入上行周期，油价高位震荡的背景下，CPI仍处在上行通道，9月高点大概率破3%，但不构成对货币政策的约束。随着海外需求逐步回落、国内投资需求偏弱、叠加保供稳价基调延续，工业品价格上涨动能已明显放缓，下半年PPI同比延续下行，企业成本压力迎来持续缓解。

消费需求回暖，核心CPI低位回升。6月CPI同比加快上行至2.5%，与低基数效应、CPI非食品价格环比回升有关。食品方面，随着疫情形势向好，供应链压力消退，鲜菜鲜果等食品价格回落，6月食品CPI环比回落至-1.6%。非食品方面，各地疫情缓解后，居民出行强度逐步恢复，服务类消费需求开始回暖，租房房租、旅游价格环比上行，核心CPI环比自上月的0%回升至0.1%。

投资需求延续疲弱，PPI同比持续回落。6月PPI同比自上月的6.4%回落至6.1%，环比自上月的0.1%回落至0.0%。其中，生产资料价格环比下跌，由上月的0.1%回落至-0.1%，主要与国内投资需求疲弱有关。6月钢铁、水泥价格跌幅加大，而石油、煤炭等能源类价格仍在持续上涨，但在海外经济增长动能回落、国内保供稳价政策基调下，涨幅较前期已经出现明显放缓。

全球央行：

6月美联储会议纪要显示，美联储抗击通胀共识不变，货币政策将更加紧缩，7月大概率加息75bp，与会者担心通胀可能持续比预期更长时间；英央行警告经济前景严重恶化。

海外政策：

俄军称已彻底解放卢甘斯克地区；拜登将很快决定取消部分对华商品加征的关税；鲍里斯宣布辞去首相职务。

国内观察：

7月以来，上游：原油、有色价格环比下跌；中游：水泥、螺纹钢价格环比跌幅收窄；下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪肉、蔬菜价格环比上涨，水果价格环比下跌；货币市场利率下行，债券市场利率多数上行。

国内政策：

发改委召开生猪市场保供稳价专题会议；国务院介绍稳定增加汽车消费有关工作；李克强主持召开东南沿海省份政府主要负责人经济形势座谈会。

风险提示：国内疫情持续反复、全球经济动能加快下行、大宗商品价格超预期回落。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuxc@ebsecn.com

相关研报

美联储明确紧缩态度，剑指通胀——2022年6月美联储议息会议纪要点评（2022-07-07）

如何看待美国滞胀和美股走势？——美联储观察系列九（2022-07-05）

房地产投资有哪些新变化？——光大宏观周报（2022-07-03）

疫后复苏形势向好，PMI重回扩张区间——2022年6月PMI数据点评（2022-06-30）

LPR下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

盈利边际改善，结构分化缓解——2022年5月工业企业盈利数据点评（2022-06-27）

中期选举：红色浪潮能否席卷美国？——《大国博弈》系列第二十四篇兼光大宏观周报（2022-06-26）

光大投资时钟：从行业景气到市场配置——《光大投资时钟》第二篇（2022-06-21）

金钱永不眠——美国政治游说机制如何运作？——《大国博弈》系列第二十三篇（2022-06-19）

财政收支矛盾加大，增量资金如何补？——5月财政数据点评兼光大宏观周报（2022-06-17）

美联储加速加息，高通胀下经济承压——2022年6月美联储议息会议纪要点评（2022-06-16）

投资率先恢复，消费仍需政策呵护——2022年5月经济数据点评（2022-06-15）

目录

一、6月CPI加快上行，PPI延续回落.....	4
1.1 消费需求回暖，核心CPI低位回升.....	4
1.2 投资需求延续疲弱，PPI同比持续回落.....	5
1.3 通胀剪刀差持续收窄，助力下游企业盈利修复.....	7
二、海外观察.....	9
2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率表现分化.....	9
2.2 全球市场：全球股市多数上涨，大宗商品涨跌分化.....	10
2.3 央行观察：美联储抗击通胀共识不变；英央行警告经济前景严重恶化.....	11
2.4 海外政策：俄军称已彻底解放卢甘斯克地区；拜登将取消部分对华关税；鲍里斯宣布辞去首相职务....	11
三、国内观察.....	12
3.1 上游：原油、有色价格环比下跌.....	12
3.2 中游：水泥价格环比跌幅收窄，螺纹钢价格环比跌幅收窄，库存同比下降.....	13
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪肉、蔬菜价格环比上涨，水果价格环比下跌.....	13
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率多数上行.....	14
3.5 国内政策：发改委召开生猪市场保供稳价专题会议；国务院介绍稳定增加汽车消费有关工作.....	15
四、下周财经日历.....	16
五、风险提示.....	16

图目录

图 1：6月CPI同比加快上行，主要与非食品价格上涨有关.....	5
图 2：6月除猪肉外，多数食品价格环比低于季节性.....	5
图 3：6月核心CPI环比回归至2016-2019年同期水平.....	5
图 4：6月交通通信、衣着、文娱教育高于季节性.....	5
图 5：6月PPI环比增速回落，同比增速延续下行.....	6
图 6：6月PPI生产资料环比转负，生活资料环比持平.....	6
图 7：6月PPI上游价格环比涨幅加大，下游价格环比转负.....	6
图 8：6月石油、煤炭等能源价格上涨，金属类价格普遍回落.....	6
图 9：今年以来PPI生活资料同比涨幅持续扩大.....	7
图 10：6月PPI生活资料中，日用品、耐用品价格环比转弱.....	7
图 11：美国5月实际个人消费支出大幅回落.....	7
图 12：美国制造商库存水平和增速达较高水平，增量空间有限.....	7
图 13：5月起生猪供给逐步减少，带动猪价上涨.....	8
图 14：6月中旬以来，油价下跌主要源于金融属性的弱化.....	8
图 15：今年6月以来，布伦特原油持续处于现货溢价.....	9
图 16：今年二季度以来，通胀剪刀差加快收窄.....	9
图 17：美国10年期国债收益率上行.....	9
图 18：各国国债收益率表现分化.....	9
图 19：美国10y-2y国债收益率利差小幅下行.....	10

图 20: 美国投资级企业债利差下行	10
图 21: 全球股市多数上涨	10
图 22: 大宗商品价格涨跌分化	10
图 23: 原油价格环比下跌	12
图 24: 动力煤、焦煤价格涨跌分化	12
图 25: 铜价环比下跌, 库存同比下降	13
图 26: 铝价跌幅收窄, 库存同比下降	13
图 27: 螺纹钢价格跌幅收窄, 库存同比下降	13
图 28: 水泥价格环比跌幅收窄	13
图 29: 商品房成交面积跌幅扩大	14
图 30: 土地成交面积同比跌幅收窄	14
图 31: 猪肉、蔬菜价格环比上涨, 水果价格环比下跌	14
图 32: 乘用车日均零售销量同比由负转正	14
图 33: 货币市场利率下行	15
图 34: 债券市场利率多数上行	15

表目录

表 1: 6 月 CPI 同比加快上行, PPI 同比延续回落	4
表 2: 美欧日央行官员表态	11
表 3: 下周全球经济数据热点	16

一、6月CPI加快上行，PPI延续回落

2022年7月9日，国家统计局公布6月价格数据：

- 1) CPI 同比 2.5%，前值 2.1%，市场预期 2.4%；CPI 环比 0.0%，前值 -0.2%；
- 2) 核心 CPI 同比 1.0%，前值 0.9%；
- 3) PPI 同比 6.1%，前值 6.4%，市场预期 6.0%；PPI 环比 0.0%，前值 0.1%。

表 1：6月CPI 同比加快上行，PPI 同比延续回落

月份 (2022 年)	CPI 同比	CPI 环比	核心 CPI 同比	PPI 同比	PPI 环比
1 月 实际值	0.9%	0.4%	1.2%	9.1%	-0.2%
2 月 实际值	0.9%	0.6%	1.1%	8.8%	0.5%
3 月 实际值	1.5%	0.0%	1.1%	8.3%	1.1%
4 月 实际值	2.1%	0.4%	0.9%	8.0%	0.6%
5 月 实际值	2.1%	-0.2%	0.9%	6.4%	0.1%
6 月 实际值	2.5%	0.0%	1.0%	6.1%	0.0%
6 月 市场预期	2.4%			6.0%	

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.1 消费需求回暖，核心 CPI 低位回升

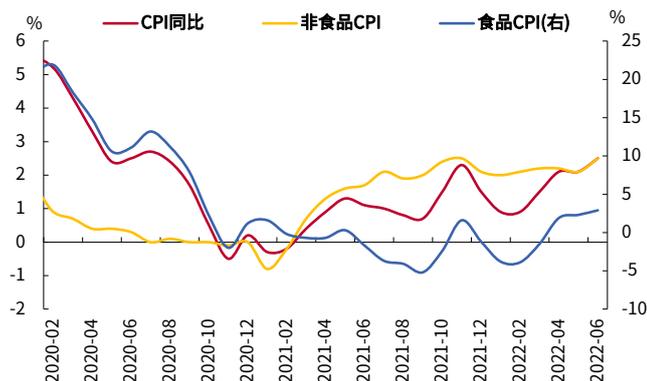
6月CPI 同比加快上行至 2.5%，与低基数效应、CPI 环比回升有关。拆分 6 月 CPI 同比涨幅，去年价格变动的翘尾影响约为 1.2 个百分点，高于上月的 0.8 个百分点，新涨价影响约为 1.3 个百分点，与上月持平。6 月 CPI 环比自 5 月的 -0.2% 回升至 0%，高于 2016-2019 年季节性均值 -0.1%，CPI 环比回升主要与非食品价格上涨有关，食品价格连续两个月环比回落。

食品方面，随着疫情形势向好，供应链压力消退，鲜菜鲜果等食品价格明显回落。6 月，食品 CPI 环比回落至 -1.6%，上月为 -1.3%。其中，供应增加、物流好转和囤货需求减少等因素影响，鲜菜、鸡蛋、鲜果和水产品价格环比分别下降 9.2%、5.0%、4.5% 和 1.6%；随着前期生猪产能去化的逐步兑现，5 月后，生猪出栏开始回落，叠加部分养殖户压栏惜售、疫情趋稳、消费需求增加等因素影响，6 月猪肉价格继续上涨，环比涨幅为 2.9%，比上月回落 2.3 个百分点。

非食品方面，各地疫情缓解后，居民出行强度逐步恢复，服务类消费需求开始回暖，核心 CPI 呈现低位回升，租房房租、旅游价格环比普遍回升。6 月，非食品 CPI 环比回升至 0.4%，上月为 0.1%；核心 CPI 环比回升至 0.1%，上月为 0%；服务价格环比回升至 0.2%，上月为 0%，飞机票和旅游价格环比分别上涨 19.2% 和 1.2%，涨幅比上月分别扩大 15.0 和 0.8 个百分点，宾馆住宿价格由上月下降 0.7% 转为上涨 0.3%。

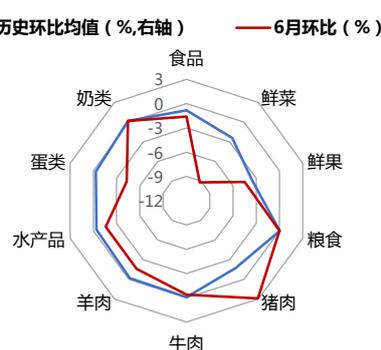
此外，海外输入性通胀压力仍在向 CPI 传导，但重心转变为以油价为主，而有色价格上涨带来的家电涨价潮开始消退。6 月，受国际油价上涨影响，国内汽油和柴油价格分别上涨 6.7% 和 7.2%，涨幅比上月分别扩大 6.1 和 6.6 个百分点，交通工具用燃料价格环比上涨 6.6%，高于上月的 0.6%。相比之下，6 月，家用器具价格环比自上月的 0% 大幅回落至 -0.8%，同比自上月的 1.9% 回落至 1.3%，我们认为这可能与“618”电商大促有关，考虑到 6 月后海外有色价格已明显回落，预计原材料成本下降也有助于抑制家电价格涨幅。

图 1：6 月 CPI 同比加快上行，主要与非食品价格上涨有关



资料来源：Wind，光大证券研究所

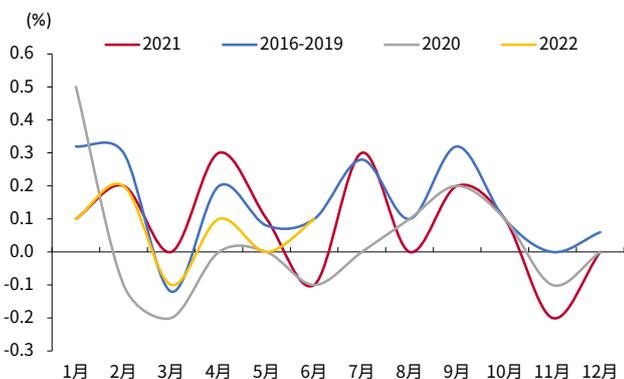
图 2：6 月除猪肉外，多数食品价格环比低于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

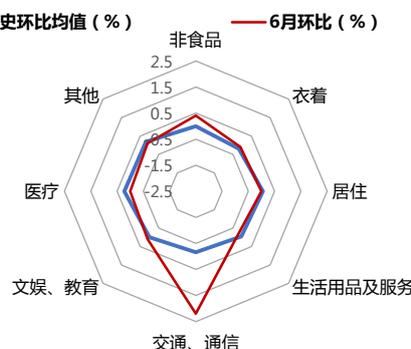
注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 6 月环比均值

图 3：6 月核心 CPI 环比回归至 2016-2019 年同期水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：6 月交通通信、衣着、文娱教育高于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 6 月环比均值

1.2 投资需求延续疲弱，PPI 同比持续回落

6 月 PPI 环比涨幅进一步收敛，同比增速延续回落。6 月 PPI 同比自上月的 6.4% 回落至 6.1%，环比自上月的 0.1% 回落至 0.0%。其中，生产资料价格环比转负，自上月的 0.1% 回落 -0.1%，生活资料价格环比持平于上月的 0.3%。

PPI 生产资料价格下跌，主要与国内投资需求疲弱有关，6 月钢铁、水泥价格跌幅加大，而石油、煤炭等能源类价格仍在持续上涨，但在海外需求逐步回落、国内保供稳价政策基调下，涨幅较前期已经出现明显放缓。

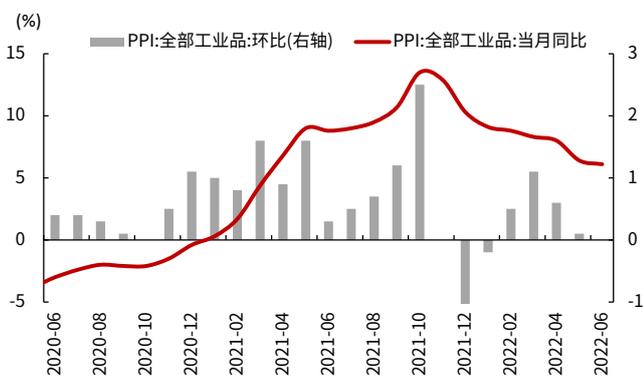
从内部结构来看，6 月受益于需求回升，上游煤炭、石油价格环比涨幅扩大，带动中游化工品价格小幅上涨。其中，6 月，煤炭开采和洗选业价格环比上涨 0.8%，上月为 -1.1%，与“迎峰度夏”备煤需求增加有关。原油方面，随着国内疫情影响逐步消退，欧美迎来消费旺季，原油需求整体回升，5 月至 6 月中旬，国际原油价格持续上涨，带动国内石油、化工行业价格上涨，6 月石油和

天然气开采业价格环比上涨 7.0%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨 3.6%，化学纤维制造业价格环比上涨 2.2%。

而下游加工品，如钢材、水泥、有色等价格环比跌幅加大，主要与国内投资需求延续疲弱、海外原材料价格下跌有关。6 月，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 3.1%，上月为-0.5%；非金属矿物制品业价格环比下降 1.5%，上月为-0.5%；有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 2.1%，上月为-1.3%。

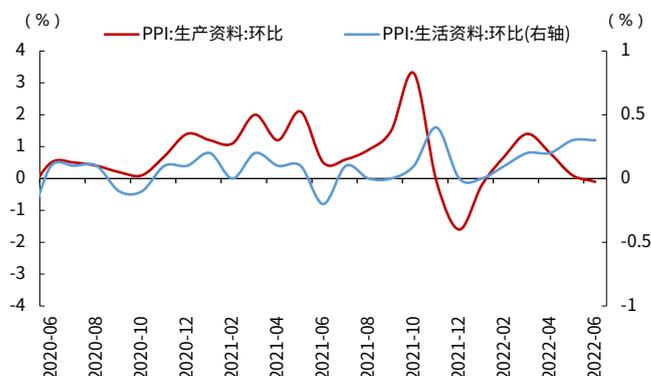
PPI 生活资料环比与上月持平，表明前期原材料价格上涨仍在向下游传导，但涨价重心集中在原油、食品价格领域，与金属价格相关的涨价动能在逐步消退。6 月，PPI 生活资料中，受原油、猪肉价格上涨影响，衣着类价格环比涨幅扩大至 0.7%，上月为 0.5%；食品类价格环比涨幅为 0.5%，上月为 0.6%；随着工业金属价格涨幅回落，6 月一般日用品价格环比自上月的 0.2%回落至 0.1%，耐用消费品价格环比转负至-0.1%，上月为 0.1%。

图 5：6 月 PPI 环比增速回落，同比增速延续下行



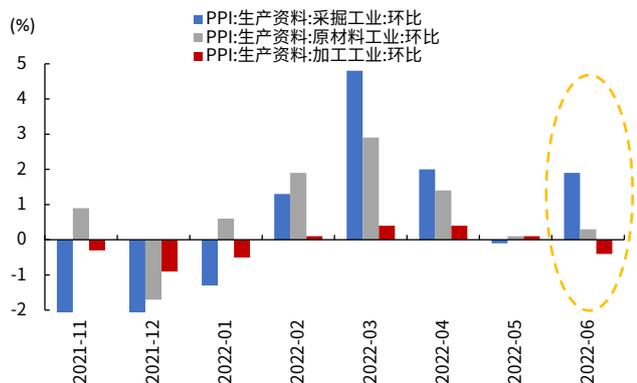
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：6 月 PPI 生产资料环比转负，生活资料环比持平



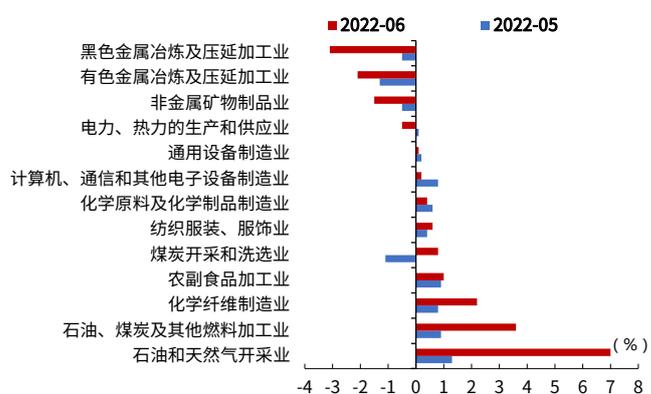
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：6 月 PPI 上游价格环比涨幅加大，下游价格环比转负



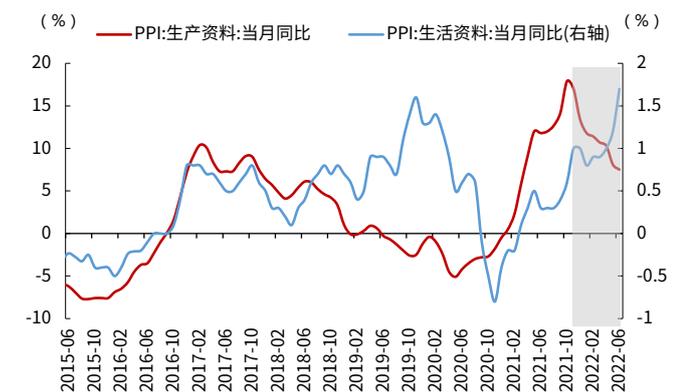
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：6 月石油、煤炭等能源价格上涨，金属类价格普遍回落



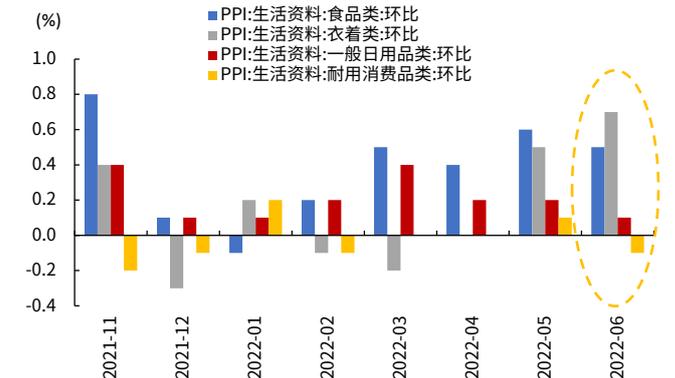
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：今年以来 PPI 生活资料同比涨幅持续扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：6 月 PPI 生活资料中，日用品、耐用品价格环比转弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3 通胀剪刀差持续收窄，助力下游企业盈利修复

向前看，PPI 方面，由于国内投资需求偏弱、输入性通胀压力缓和，预计下半年工业品价格上涨动能明显放缓，PPI 同比延续下行，企业成本压力迎来持续缓解。

一则，随着海外刺激政策退出、美联储大步加息抑制通胀，海外经济增长动能将持续放缓，美国居民消费、制造业补库需求已然不足，经济衰退概率加大，以铜为代表等工业金属价格已经出现明显回落，步入下行周期。

二则，受前期地产销售疲弱等因素影响，房地产投资恢复动能偏弱，预计年内反弹空间有限，与建筑业相关的水泥、螺纹钢等价格预计维持相对弱势。

三则，由于外需走弱，今年国内出口增速面临趋势性回落，工业用电需求增幅放缓，有助于部分缓解煤炭供需偏紧问题。

图 11：美国 5 月实际个人消费支出大幅回落

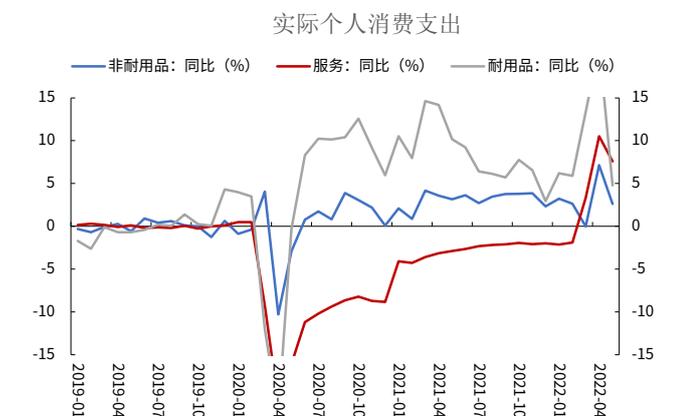
资料来源：Fred，光大证券研究所
注：数据截至 2022 年 5 月

图 12：美国制造商库存水平和增速达较高水平，增量空间有限

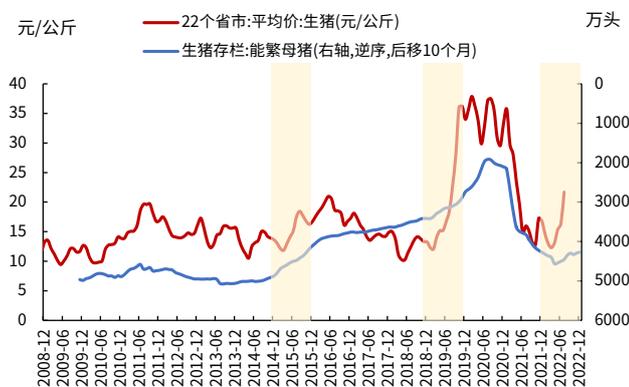
资料来源：Wind，光大证券研究所
注：数据截至 2022 年 4 月

CPI 方面，下半年在疫后需求逐步修复，猪价步入上行周期，油价高位运行的背景下，CPI 同比仍处在上行通道，高点大概率破 3%。但考虑 CPI 同比走高，主要与低基数、供给不足等因素有关，需求仍处在修复阶段，因此下半年 CPI 走高不构成对货币政策的约束。

一则，新一轮猪周期已于 4 月开启，下半年处在上行通道内。4 月起，在密集收储、疫情扰动等多重因素下，猪价呈现触底回升，开启新一轮猪周期，5 月起随着前期产能去化的逐步兑现，猪价迎来持续上涨。6 月底以来，由于市场看涨预期强烈，养殖户存在压栏惜售等现象，导致短期内生猪供应明显减少，猪价迎来快速上涨，接近 2011、2016 年两轮猪周期的高点，这也导致发改委通过释放猪肉储备的方式稳定猪价。但是考虑到去年 7 月到今年 4 月，能繁母猪产能持续去化，意味着今年下半年生猪供应持续回落，尽管短期内出栏节奏会导致猪价波动加大，但从周期角度而言，仍处于上行阶段。（详见 2022 年 3 月 24 日外发报告《新一轮猪周期的起点何时出现？》）

二则，预计下半年高油价环境延续。6 月中旬后，布伦特原油价格出现明显回落，自 130 美元/桶高点跌至最低 100 美元/桶。我们认为下跌原因主要为美联储大步加息带来的衰退预期催化，导致原油的金融属性减弱。由于近期原油持续呈现现货溢价，表明原油本身的供需平衡格局并未真正改变，导致油价呈现出“弱预期”与“强现实”的对照。我们认为，当市场情绪企稳后，原油价格大概率回归基本面定价。展望下半年，我们认为原油市场仍处于需求回升、供给有限的阶段，原油价格大概率维持 100 美元/桶附近高位震荡，下行空间有限。（详见 2022 年 7 月 7 日外发报告《油价展望：俄乌冲突与美国运动式减碳》）

图 13：5 月起生猪供给逐步减少，带动猪价上涨



资料来源：Wind, 光大证券研究所
 注：猪价数据截至 2022 年 7 月 8 日

图 14：6 月中旬以来，油价下跌主要源于金融属性的弱化



资料来源：Wind, 光大证券研究所
 注：数据截至 2022 年 7 月 5 日

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_43757

