



报告日期：2022年7月15日

7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调

——6月通胀数据点评

宏观研究员：郑后成 研究所所长

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

风险因素

1. 大宗商品价格上行幅度超预期；
2. 国内外新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

1. 英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下
2. 英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
3. 英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
4. 英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
5. 英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
6. 英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
7. 英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
8. 英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
9. 英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
10. 英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
11. 英大宏观评论（20220406）3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
12. 英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
13. 英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 6月CPI当月同比2.50%，预期2.40%，前值2.10%；6月PPI当月同比6.10%，预期6.0%，前值6.40%；6月PPIRM当月同比8.50%，前值9.10%。我们点评如下：
- 一、6月CPI当月同高于前值且高于预期，上行具有较强的系统性；
- 二、四因素共同推动6月CPI当月同比上行，7月CPI当月同比大概率继续上行；
- 三、6月PPI当月同比下行幅度低于预期，生产资料与生活资料PPI走势发生背离；
- 四、7月PPI当月同比大概率较6月下行，且下行幅度大于0.30个百分点；
- 五、原油系PPIRM走势出现分化，黑色金属材料类PPIRM连续2个月位于负值区间；
- 六、下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调，3季度M2同比还将维持高位。

目录

一、6 月 CPI 当月同高于前值且高于预期，上行具有较强的系统性	3
二、四因素共同推动 6 月 CPI 当月同比上行，7 月 CPI 当月同比大概率继续上行	5
三、6 月 PPI 当月同比下行幅度低于预期，生产资料与生活资料 PPI 走势发生背离	6
四、7 月 PPI 当月同比大概率较 6 月下行，且下行幅度大于 0.30 个百分点	7
五、原油系 PPIRM 走势出现分化，黑色金属材料类 PPIRM 连续 2 个月位于负值区间	8
六、下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调，3 季度 M2 同比还将维持在高位	9

事件：6月CPI当月同比2.50%，预期2.40%，前值2.10%；6月PPI当月同比6.10%，预期6.0%，前值6.40%；6月PPIRM当月同比8.50%，前值9.10%。

点评：

一、6月CPI当月同高于前值且高于预期，上行具有较强的系统性

6月CPI当月同比为2.50%，高于预期0.10个百分点，较前值上行0.40个百分点，创2020年8月以来新高。**从结构上看：**一是6月食品CPI当月同比为2.90%，较前值上行0.60个百分点，创2020年10月以来新高，但是居于历史中位偏低区间，与此同时，6月非食品CPI当月同比为2.50%，较前值上行0.40个百分点，持平于2021年11月、2018年8月、2018年2月、2017年11月以及2017年1月，为2011年12月以来高点，居于历史高位区间；二是6月消费品CPI当月同比为3.50%，较前值上行0.50个百分点，创2020年9月以来新高，居于历史中位区间，与此同时，6月服务CPI当月同比为1.0%，较前值上行0.30个百分点，总体而言较为疲弱，居于历史中低位区间。以上数据的特征有两点：**一**是不论是食品CPI、非食品CPI，还是消费品CPI与服务CPI，均较前值上行，表明6月CPI当月同比的上行具有较强的系统性；**二**是6月食品CPI的边际上行幅度大于非食品CPI，与此同时，6月消费品CPI的边际上行幅度大于服务CPI，此外，我们对比6月食品CPI与消费品CPI，可以发现6月食品CPI的边际上行幅度大于消费品CPI，可见，食品CPI是6月CPI当月同比上行的主要推动因素。

图1：6月CPI当月同高于前值且高于预期，核心CPI当月同比出现小幅反弹（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

6月核心CPI当月同比为1.0%，较前值上行0.10个百分点，居于历史中位偏低区间。在2021年5月、6月持平于0.90%的背景下，2022年6月核心CPI当月同比出现小幅反弹的原因主要有两点。**第一**，新冠肺炎疫情在6月进一步得到有效控制，体现为6月全国新冠肺炎新增确诊病例数为1541例，较5月少增6006例，居民生活基本恢复正常。**第二**，

在复商复市政策的推动下，宏观经济需求端出现较大程度修复，而在复工复产政策的推动下，宏观经济生产端也得到较大程度修复。从CPI的8大分项月度边际增幅的角度看，“5上1平2下”：一是“5上”，6月交通和通信、食品烟酒、教育文化和娱乐、生活用品及服务、衣着CPI当月同比分别为8.50%、2.50%、2.10%、1.50%、0.60%，分别较前值上行2.30、0.40、0.30、0.10、0.10个百分点；二是“1平”，6月医疗保健CPI当月同比为0.70%，持平于前值；三是“2下”，6月居住、其他用品和服务CPI当月同比分别为0.80%、1.70%，分别较前值下行0.20、0.10个百分点。我们具体分析如下。

6月交通和通信项CPI当月同比录得8.50%，较前值上行2.30个百分点，创1994年6月以来新高。交通和通信项下有6个细项，其中，有4项持平于前值，分别是交通工具、交通工具使用和维修、通信服务、邮递服务。此外，6月通信工具CPI当月同比录得-4.30%，较前值下行0.60个百分点，持平于2021年12月，创2020年1月以来新低，与此同时，6月交通工具用燃料CPI当月同比录得32.80%，较前值上行5.70个百分点，创2021年12月以来新高。二者对冲，拉动交通和通信CPI当月同比上行2.30个百分点。

6月食品烟酒项CPI当月同比录得2.50%，较前值上行0.40个百分点，创2020年10月以来新高。食品烟酒项下有12个细项，其中：4项较前值上行，6月猪肉、食用油、羊肉、酒类CPI当月同比分别录得-6.00%、5.00%、-6.00%、1.60%，分别较前值上行15.10、1.20、0.20、0.10个百分点；3项持平于前值，6月鲜果、粮食、奶类CPI当月同比分别录得19.00%、3.20%、0.90%，均持平于前值；5项较前值下行，6月牛肉、烟草、水产品、蛋类、鲜菜CPI当月同比分别录得0.90%、1.50%、-3.30%、6.50%、3.70%，分别较前值下行0.10、0.10、1.70、4.10、7.90个百分点。其中，猪肉CPI当月同比是6月食品烟酒项CPI当月同比上行的主要拉动力量，因其月度边际上行幅度高达15.10个百分点。

6月教育文化和娱乐项CPI当月同比录得2.10%，较前值上行0.30个百分点。教育文化和娱乐项下有2个细项，具体看，6月教育服务录得2.50%，持平于前值，而6月旅游CPI当月同比录得4.10%，较前值上行3.20个百分点，是6月教育文化和娱乐项CPI当月同比上行的主要推动力量。6月旅游CPI当月同比大幅上行的原因有两点：一是2021年同期基数小幅下行0.10个百分点；二是在3月、4月、5月疫情封控力度较大，且6月疫情得到有效控制，居民旅游需求较为旺盛。

6月生活用品及服务项CPI当月同比录得1.50%，较前值上行0.10个百分点，持平于2019年1月与2018年10月，为2018年10月以来高点。生活用品及服务项下有2个细项：6月家用器具CPI当月同比录得1.30%，较前值下行0.60个百分点，而家庭服务CPI当月同比录得2.70%，持平于前值。在家用器具CPI当月同比较前值下行，而家庭服务CPI当月同比持平于前值的背景下，6月生活用品及服务项CPI当月同比却较前值上行0.10个百分点，针对这一点我们打一个问号。当然，类似情况也曾出现过，最近一次发生在5月：5月家用器具CPI当月同比录得1.90%，较前值下行0.30个百分点，而家庭服务CPI当月同比

录得 2.70%，较前值下行 0.20 个百分点，但是 5 月生活用品及服务项 CPI 当月同比却较前值上行 0.20 个百分点，也就是说，在两个分项均较前值下行的背景下，合成的总体却较前值上行。基数效应是解释这一现象可能的原因之一：2021 年 6 月生活用品及服务项 CPI 当月同比较前值下行 0.10 个百分点，家用器具 CPI 当月同比持平于前值，而家庭服务 CPI 当月同比较前值上行 0.20 个百分点。

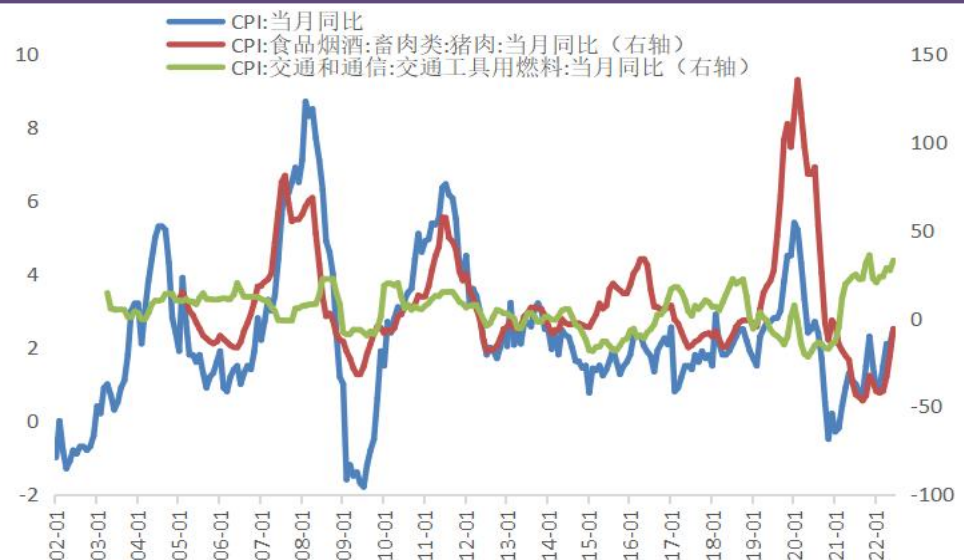
6 月衣着项 CPI 当月同比录得 0.60%，较前值上行 0.10 个百分点。总体看，衣着项 CPI 当月同比走势较为平稳。衣着项下有 3 个细项，其中，衣着加工服务费数据缺失。6 月服装 CPI 当月同比录得 0.70%，较前值上行 0.10 个百分点，而 6 月鞋类 CPI 当月同比录得 0.50%，较前值上行 0.30 个百分点。

6 月医疗保健项 CPI 当月同比录得 0.70%，持平于前值，且连续 4 个月录得 0.70%。医疗保健项下有 3 个细项：6 月中药 CPI 当月同比录得 2.70%，较前值上行 0.10 个百分点；6 月西药 CPI 当月同比录得 -0.40%，较前值上行 0.10 个百分点；6 月医疗服务 CPI 当月同比录得 0.90%，持平于前值。

6 月居住项 CPI 当月同比录得 0.80%，较前值下行 0.20 个百分点，创 2021 年 6 月以来新低。居住项下有 2 个细项：6 月租房房租 CPI 当月同比录得 -0.30%，较前值下行 0.10 个百分点；6 月水电燃料 CPI 当月同比录得 4.0%，较前值下行 0.10 个百分点。

二、四因素共同推动 6 月 CPI 当月同比上行，7 月 CPI 当月同比大概率继续上行

图 2：猪肉 CPI 当月同比是 6 月食品烟酒项 CPI 当月同比上行的主要拉动力量（%；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

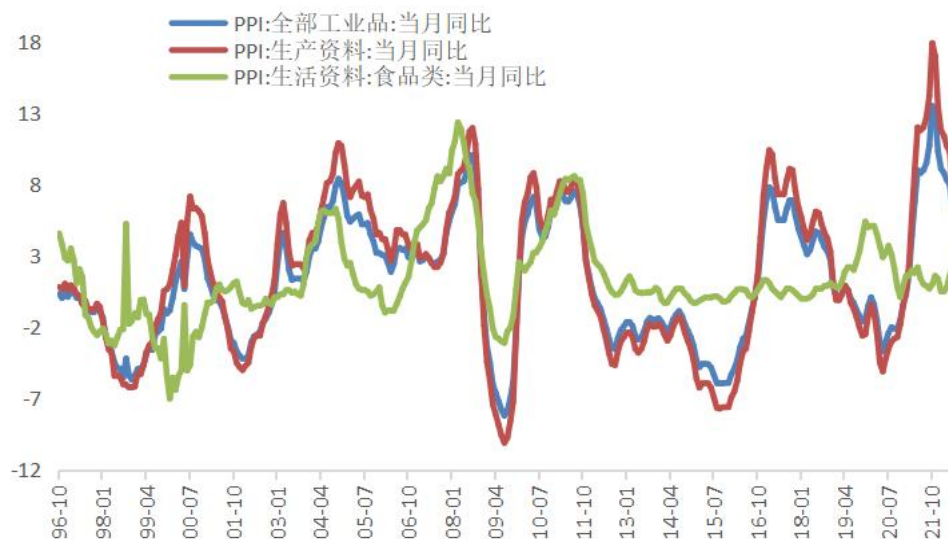
6 月 CPI 当月同比高于预期 0.10 个百分点，且较前值上行 0.40 个百分点。我们认为，四因素共同推升 6 月 CPI 当月同比。**第一**，能繁母猪存栏在 2021 年 6 月触顶以来总体持续下行，以及猪肉进口数量自 2021 年 6 月以来持续下行，此外，从周期时长角度看，市场对

猪周期即将到来的预期较为强烈，在此背景下，企业压栏惜售以及二次育肥推迟出栏，推升猪肉平均批发价，使得6月猪肉CPI当月同比录得-6.0%，较前值大幅上行15.10个百分点，创2021年2月以来新高。**第二**，受“俄乌冲突”持续存在的影响，6月国际油价位于历史高位，在此背景下，6月交通工具用燃料CPI当月同比录得32.80%，较前值上行5.70个百分点，创近6个月新高。**第三**，在新冠肺炎疫情得到实质性控制的背景下，居民生活恢复正常，核心CPI当月同比录得1.00%，较前值上行0.10个百分点。**第四**，2021年5月、6月CPI当月同比分别录得1.30%、1.10%，基数下行对6月CPI当月同比形成利多。

展望7月CPI当月同比：**基数效应方面**，2021年6月、7月CPI当月同比分别录得1.10%、1.0%，基数下行0.10个百分点小幅利多7月CPI当月同比；**猪肉CPI当月同比方面**，进入7月，猪肉平均批发价在短时间内接连突破25元/公斤、26元/公斤、27元/公斤、28元/公斤、29元/公斤、30元/公斤大关，预计7月猪肉CPI当月同比大概率在6月的基础上上行，且大概率“转正”；**核心CPI方面**，虽然新冠肺炎疫情已经得到实质性控制，但是“境外输入”以及“境内反弹”时有发生，在“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针指引下，叠加考虑2021年同期基数大幅上行0.40个百分点，预计7月核心CPI当月同比大幅上行概率较低；**与原油相关的交通工具用燃料CPI当月同比方面**，在国际油价下行概率大于上行概率的背景下，叠加考虑6月28日与7月12日国内成品油价格两次按机制下调，预计7月交通工具用燃料CPI当月同比大概率较6月下行。**综上**，虽然7月核心CPI当月同比大幅上行概率较低，以及7月交通工具用燃料CPI当月同比大概率较6月下行，但是考虑到猪肉CPI当月同比大幅拉升概率较大，以及2021年同期基数走低，预计7月CPI当月同比大概率在6月的基础上上行。

三、6月PPI当月同比下行幅度低于预期，生产资料与生活资料PPI走势发生背离

图3:6月PPI当月同比下行幅度低于预期,生产资料与生活资料PPI走势发生背离(%)



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

6月PPI当月同比为6.10%，较前值下行0.30个百分点，创2021年4月以来新低；6月PPI累计同比为7.70%，较前值下行0.40个百分点，创2021年11月以来新低。从结构的角度看，生产资料PPI当月同比与生活资料PPI当月同比走势发生背离：**一是**6月生产资料PPI当月同比为7.50%，较前值下行0.60个百分点，创2021年4月以来新低；**二是**6月生活资料PPI当月同比为1.70%，较前值上行0.50个百分点，创2012年2月以来新高。

从生产资料PPI的3个分项来看，6月采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为27.30%、15.20%、2.40%，较前值分别上行-2.40、0.10、-0.80个百分点。通常情况下，采掘工业、原材料工业、加工工业三者的总体走势是一致的，但是在具体月份，三者的走势也会发生背离，如6月采掘工业、加工工业较前值下行，但是原材料工业较前值上行。预计7月三者大概率全部向下运行。**从生活资料PPI的4个分项来看**，6月食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI当月同比分别为3.20%、2.30%、1.90%、-0.20%，较前值分别上行1.00、1.10、0.40、-0.10个百分点。生活资料PPI的4个分项走势反映了宏观经济的三条主线。**第一**，食品类上行的原因是猪肉平均批发价上行。**第二**，衣着类、一般日用品类上行的原因是新冠肺炎疫情在6月得到了较好的控制。**第三**，耐用消费品类下行的原因是全球宏观经济进入衰退“前夜”，以及我国宏观经济依旧面临“三重压力”。

四、7月PPI当月同比大概率较6月下行，且下行幅度大于0.30个百分点

6月PPI当月同比较前值下行0.30个百分点，但是高于预期0.10个百分点。6月PPI当月同比较前值下行，但是下行幅度低于预期，主要原因有以下三点。**第一**，从结构看，6月生产资料PPI当月同比下行0.60个百分点，利空6月PPI当月同比，但是6月生活资料PPI当月同比较前值上行0.50个百分点，部分对冲6月生产资料PPI当月同比下行带来的利空。**第二**，2022年6月PPI翘尾因素下行0.31个百分点，利空6月PPI当月同比，但是2021年同期基数下行0.20个百分点，利多6月PPI当月同比。**第三**，从新涨价因素看，6月有色系价格与黑色系价格均较5月下行，利空6月PPI当月同比，但是6月国际油价依旧位于历史相对高位，对6月PPI当月同比形成支撑。

展望7月PPI当月同比，翘尾因素下行，2021年6月、7月PPI当月同比分别为

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_44069

