



# 张瑜：3%近在眼前，然后呢？ ——6月通胀数据点评





### CPI 同比为何跳升至 2.5%?

从同比看，6 月 CPI 同比上行 0.4 个百分点，虽然幅度较大，但全是翘尾因素贡献。6 月翘尾因素从 0.8% 上行至 1.2%，新涨价因素则持平于 5 月的 1.3%。实际上，今年 3、4 月 CPI 同比跳升也与翘尾因素有关，2-4 月 CPI 同比分别为 0.9%、1.5%、2.1%，同期翘尾因素分别为 -0.1%、0.4%、0.7%。但从 7 月开始，翘尾因素将逐渐回落，对 CPI 同比的影响将由边际拉动转为边际拖累。

从环比来看，食品价格下跌、能源价格上涨，两者对 CPI 的影响大致相互抵消；疫情缓解背景下，出行、旅游和宾馆住宿等服务消费修复带动

服务价格上涨，对冲了核心商品价格的下跌，核心 CPI 小幅上涨 0.1%，基本符合季节性走势。

### PPI 同比回落速度偏慢

同比来看，6 月 PPI 同比仅较上月回落 0.3 个百分点，完全来自翘尾因素的影响。6 月翘尾因素从 4.1% 回落至 3.8%，新涨价因素持平 5 月的 2.3%。往后看，翘尾因素将继续回落至 11 月的 -1.2%，仍是今年后期 PPI 同比下行的主导因素。

环比来看，供给和需求因素的影响相互抵消，PPI 环比零增长。供给层面，一是国际油价上行继续带动相关行业价格上涨；二是猪粮价格带动农副食品加工业价格上涨。需求层面，一是“迎峰度夏”使得备煤需求增加，煤炭采选业价格上涨；二是受投资增速放缓因素影响，钢材、水泥等行业需求相对较弱，黑色系和非金属矿物制品业价格下跌。

### CPI 同比何时破 3%？再之后呢？

猪肉价格回升以及核心价格修复是下半年乃至明年一季度 CPI 同比继续上行的主要推动力量。关于猪肉价格，后续回升趋势是确定的，但不宜高估其影响（四点考虑）；关于核心 CPI，即使假设后续消费修复带动价格上行，核心 CPI 同比年内也无忧，到 Q4 可能上行至 1.5%，只有到明年 1 季度才可能上行至 2% 左右。中性预期下，今年 Q3、Q4 的 CPI 同比均值约为 2.7%、2.6%，预计今年 9 月 CPI 同比可能破 3%；到明年 Q1，CPI

同比均值可能达到 3.4%。

### 今年国内通胀特征与政策取舍

仅就今年国内通胀形势来看，有三个特征：一是消费通胀上行、工业通胀下行；二是供给冲击推动通胀向上，体现为油价和猪周期的扰动；三是需求疲软对核心通胀形成拖累，核心 CPI 同比年内难以突破 2%。进一步地，今年经济要“突围”，但在疫情反复且要保持“动态清零”政策背景下，消费修复始终存在天花板效应，叠加出口难改回落趋势，最可能、最有效的路径仍是以“投资为抓手，政府为旗手”加码投资，来稳住经济大盘。为了稳经济、保就业，在增长和物价的取舍中，至少就今年来看，我们要更侧重于增长，尤其是在通胀存在明显的供给侧（猪）和输入性（油）特点背景下。

当然，我们强调，这同时也是我们对货币政策的重要观察点——即，未来 CPI 同比基本稳定 3% 以上后，关注央行对通胀的“定性”，如“暂时性”、“供给侧”措辞出现，或意味着从需求侧主动收紧货币的概率较低。如没有相关定性，那么货币政策的微调风险就需要警惕。

无论如何，在经济修复+流动性边际回归正常化+外围加息掣肘宽松+CPI 同比上 3% 的综合背景下，预计三季度债市整体将进入风险大于收益的环境，我们维持对三季度债市谨慎的观点。

—

## 6月通胀数据点评

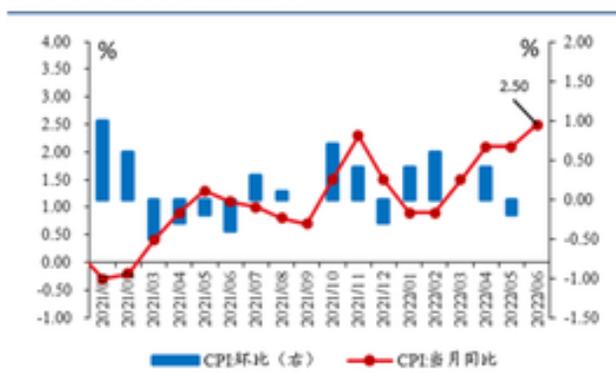
## (一) 消费通胀上行、工业通胀下行的格局延续

6月物价数据延续今年以来的消费通胀上行、工业通胀下行的格局：

6月CPI同比2.5%，前值2.1%；CPI环比0%，前值-0.2%，走势基本符合季节性。

6月PPI同比6.1%，前值6.4%；PPI环比0%，前值0.1%，环比涨幅连续四个月收窄。

图表 1 CPI 同比继续上行



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 PPI 同比继续下行



资料来源：Wind，华创证券

## (二) CPI 同比为何跳升至 2.5%?

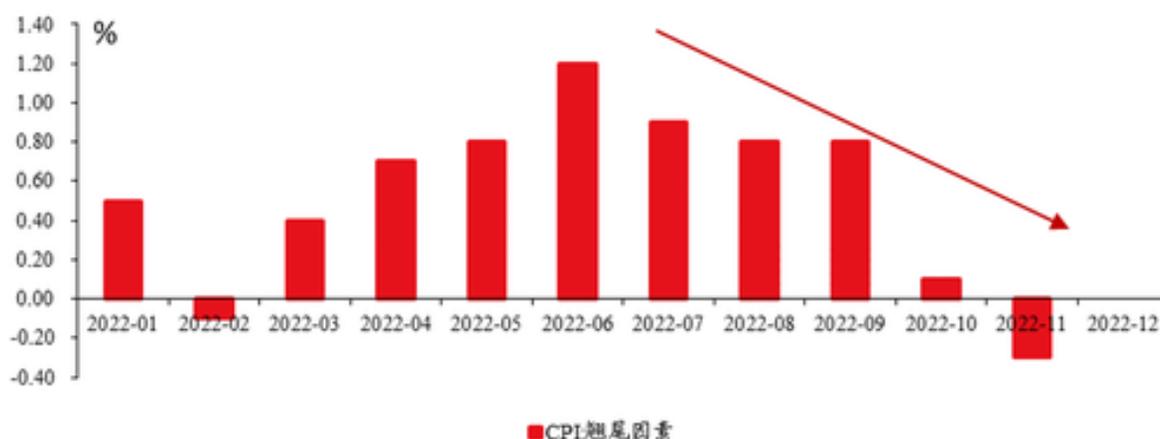
从同比看，6月CPI同比从2.1%跳升至2.5%，上行幅度较大，但主要是翘尾因素贡献。6月翘尾因素从0.8%上行至1.2%，新涨价因素则持平于5月的1.3%。实际上，今年3月和4月CPI同比的跳升也与翘尾因素有关，2-4月CPI同比分别为0.9%、1.5%、2.1%，同期的翘尾因素分

别为-0.1%、0.4%、0.7%。

翘尾因素体现的是去年价格变化的影响。去年上半年猪肉价格大幅下跌，而随着时间的推移，其对今年价格的影响逐渐减弱，体现为翘尾因素的回升。去年3-6月，CPI猪肉价格环比跌幅超过两位数，分别为-10.9%、-11%、-11%、-13.6%。

往后看，今年后期翘尾因素将逐渐回落，对CPI同比的影响将由边际拉动转为边际拖累。

图表3 今年后期CPI翘尾因素将逐渐回落



资料来源: Wind, 华创证券

从环比来看，食品价格下跌、能源价格上涨，两者对CPI的影响大致相互抵消；疫情缓解带来的服务价格上涨对冲核心商品价格的下跌，核心CPI小幅上涨0.1%。

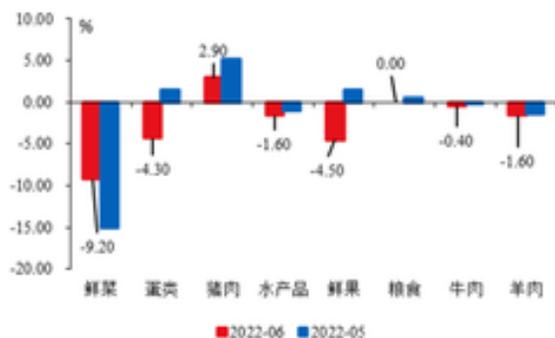
1) 食品方面。一方面，受供应增加、物流好转和囤货需求减少等因素影响，鲜菜、鸡蛋、鲜果和水产品价格分别下跌9.2%、5.0%、4.5%和1.6%；

另一方面，受部分养殖户压栏惜售、疫情趋稳消费需求有所增加等因素影响，猪肉价格上涨 2.9%。

2) 能源方面，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。

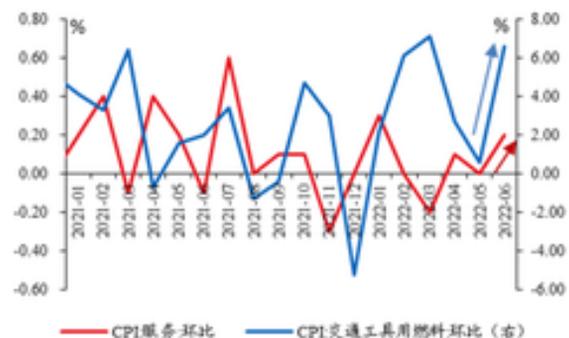
3) 核心价格方面，一方面，疫情缓解背景下，出行、旅游和宾馆住宿等服务消费修复带动服务价格上涨 0.2%，6 月飞机票和旅游价格分别上涨 19.2%和 1.2%，涨幅比上月分别扩大 15.0 和 0.8 个百分点，宾馆住宿价格上涨 0.3%，较上月回升 1 个百分点。另一方面，核心商品价格继续下跌，家用器具、交通工具、通信工具等耐用品价格分别下跌 0.8%、0.3%、0.9%，非耐用品中的衣着、鞋类价格均下跌 0.1%。

图表 4 除猪肉外的食品分项价格环比普跌



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 能源和服务价格环比上涨



资料来源: Wind, 华创证券

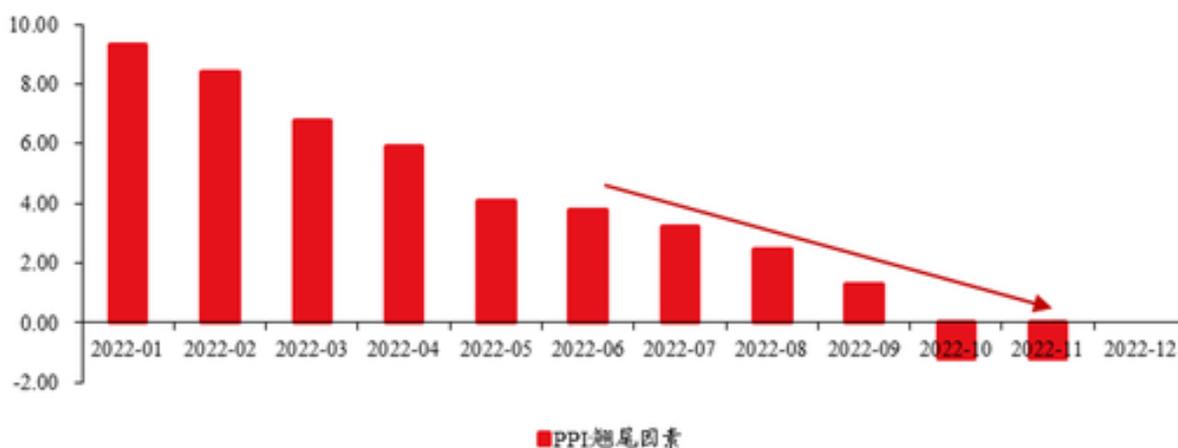
### (三) PPI 同比回落速度偏慢

同比来看，6 月 PPI 同比 6.1%，较上月回落 0.3 个百分点，主要来自翘尾因素的回落。6 月翘尾因素从 4.1%回落至 3.8%，新涨价因素则持平于 5 月的 2.3%。往后看，翘尾因素将继续回落至 11 月的-1.2%，仍是今

年后期 PPI 同比下行的主导因素。

分行业看，40 个工业行业大类中，价格同比上涨的有 37 个，与上月相同。涨幅回落的主要行业有：煤炭采选（31.4%，前值 37.2%）、黑色金属采选（-17.9%，前值 -11.8%）、黑色金属冶炼及加工（-3.7%，前值 -1.3%）、有色金属冶炼及加工（8.2%，前值 10.4%）、非金属矿物制品（3.1%，前值 4.7%）。涨幅扩大的主要行业有：油气开采（54.4%，前值 47.8%）、化纤制造（8.8%、前值 5.7%）、农副食品加工（5.6%，前值 3.7%）、石油及煤炭加工（34.7%，前值 34%）。

图表 6 今年后期 PPI 翘尾因素将持续回落



资料来源：Wind，华创证券

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\\_43788](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43788)

