



李宗光：下半年，通胀风险有多高？



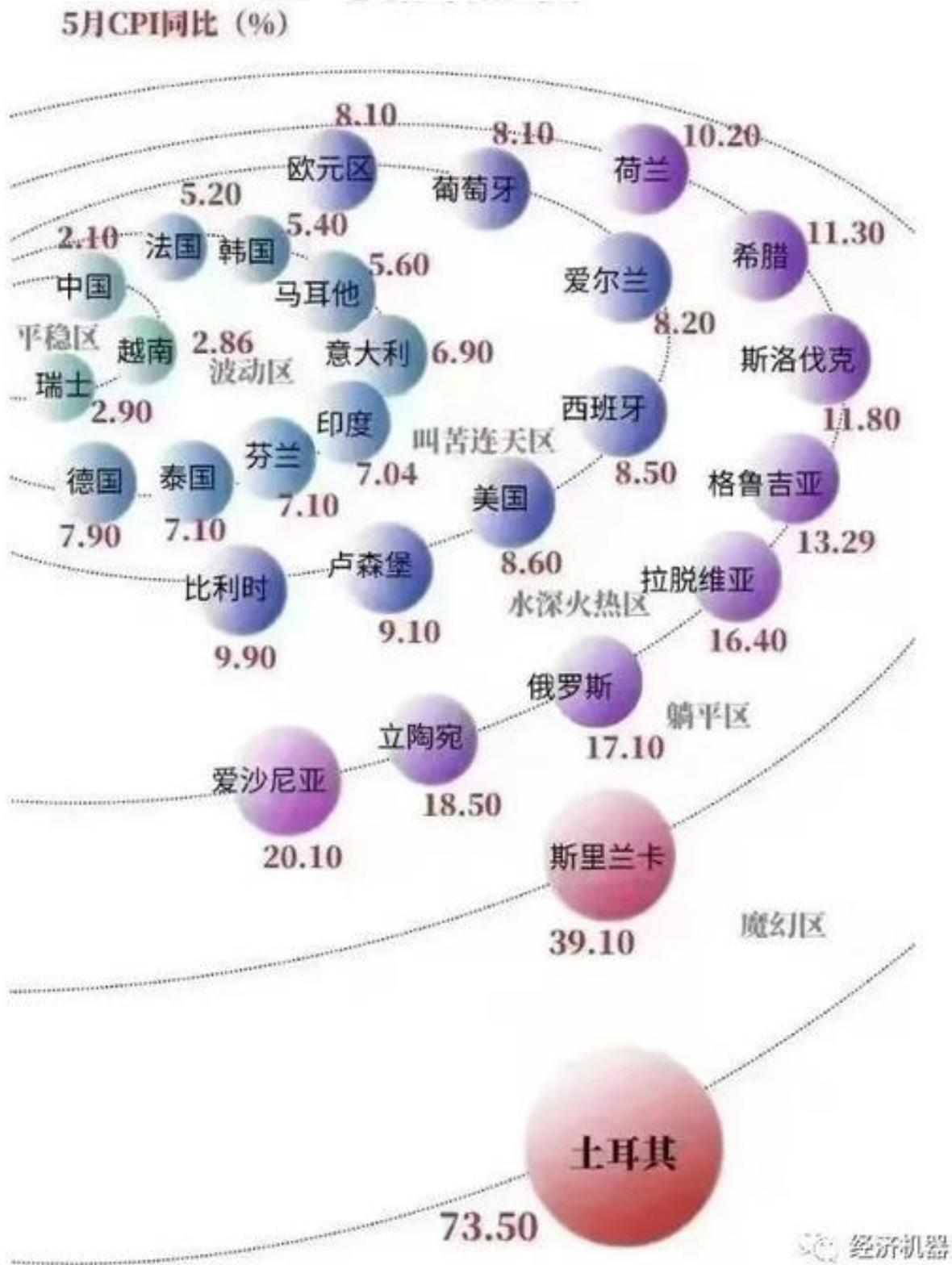
文/意见领袖专栏作家 李宗光



上月，一张全球通胀行星图引发热议。可以看到 5 月，美国、欧元区等主要国家和地区 CPI 同比超 8%。据 6 月最新数据，欧元区通胀仍在继续恶化，确实可谓是叫苦连天。作为对比，国内通胀形势则要好的多，5 月 CPI 同比增速还在 2% 左右。

那么，最新的国内通胀情况怎么样？未来能否继续保持稳定？是大家十分关注的，某种程度上是影响市场走势的关键变量。如果通胀压力加速上升，则会挤压稳增长和货币宽松的空间，这对政策宽松驱动的股市反弹来说，是一个“致命”的打击。反之，如果我们通胀可控，则政策空间打开，在这个“比烂”的世界，我们的相对优势被大幅放大，风景这边独好。

图 1、通胀行星图



今天，统计局公布了 6 月份最新通胀数据，我们在解读数据的同时，

也希望借此机会阐述一下对下半年通胀形势的判断。

6月数据：当内生性通缩遭遇

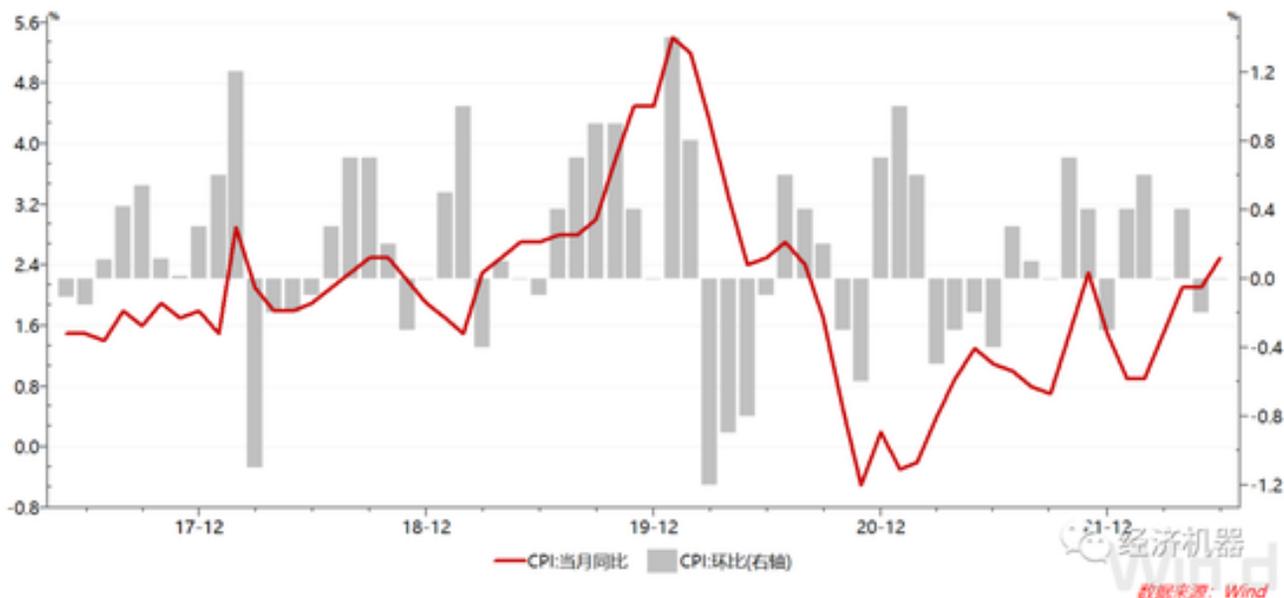
输入性通胀

6月CPI同比上涨2.5%，高于预期的2.4%，较前值2.1%有一个明显的回升；PPI同比增长6.1%，略微高于预期的6%，较前值的6.4%略有回落。具体来看：

1) CPI整体运行平稳，同比上行，主要受基数效应影响。6月，CPI同比增速2.5%，较上月提升0.4个百分点。在这2.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.2个百分点；新涨价影响约为1.3个百分点。翘尾效应较上月提升0.4个百分点，是6月CPI同比上行的主要影响因素。

这主要是由于去年上半年猪肉持续回落，6月单月跌幅超15%。主要受此影响，食品CPI同比上涨2.9%，增速较上个月提升0.6个百分点，是通胀同比上行的主要因素之一。往后看，去年7-10月，猪肉价格持续回落，其他不变情况下，低基数效应仍会助推CPI在未来3个月内走高。

图2、CPI当月同比与环比



2) CPI 环比上月持平，其中食品价格环比回落较大，能源、服务价格回升。6月，CPI 环比持平。从分项看，6月食品 CPI 下降回落 1.6%，降幅较上月扩大 0.3 个百分点，主要受鲜菜价格下降影响。受供应增加、物流好转等因素影响，6月鲜菜价格下滑 9.2%。鲜菜价格有较强的季节性，环比有回升的趋势。不过由于去年基数较大，同比将继续回落。

6月，非食品价格上涨 0.4%，涨幅较上月扩大 0.3 个百分点。其中能源价格上涨明显。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%，涨幅较上月分别扩大 6.1 和 6.6 个百分点。同时，随着疫情防控政策的优化，服务消费也均有所恢复。飞机票和旅游价格分别上涨 19.2% 和 1.2%，涨幅较上月分别扩大 15.0 和 0.8 个百分点。

3) 内生性通缩压力仍大。这里所说的内生性通缩压力是指经济增长动能不强，需求不旺对通胀的压制，主要体现为核心 CPI 相对疲弱。2021 年 10 月以来，核心 CPI 便趋势性回落，当前维持在 1% 左右的水平，远低于

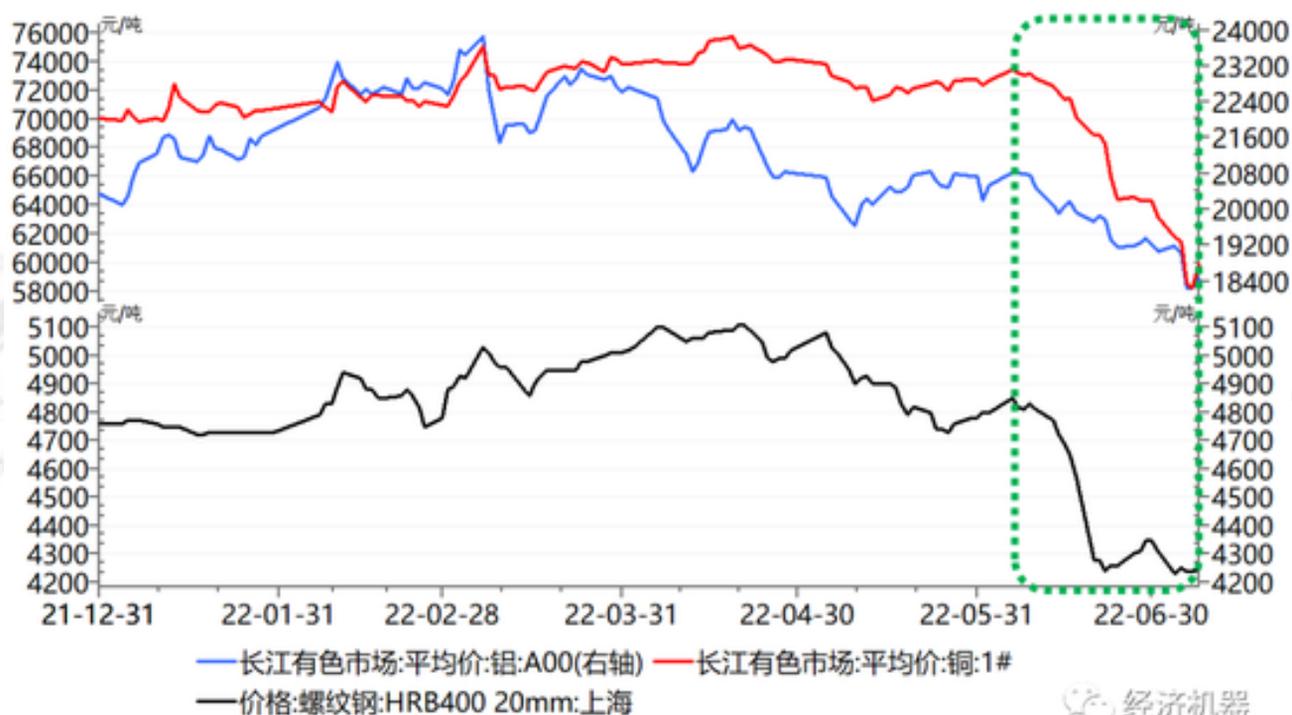
疫情前 2019 年 1.5%的水平。同时，根据我们的测算，预计下半年核心 CPI 中枢仍将在 1%左右。

图 3、核心 CPI 当月同比与环比



PPI 的持续回落和工业企业亏损额同比上升也显示了经济下行压力下，内生性通缩的压力。近期，钢铁、铜、铝等企业生产原料价格有一个明显回落，一个重要原因是房地产等行业回暖力度不及预期，

图 4、需求抑制下，部分大宗商品价格近期加速回调



经济机器
数据来源: Wind

下半年 CPI 走势：三大变量，几个情景

接下来是对未来 CPI 走势的一个展望。CPI 指数涵盖了 8 大类、262 个基本分类的商品与服务价格，若每一项都拿出来讨论便过于繁琐。所以我们选取了最重要，也是大家最关注的 3 个分项进行情景模拟，包括猪肉价格、原油价格和粮食价格。

1) 食品。能源价格是影响 CPI 波动的主要因素。从历史上看，CPI

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_43795

