

## 总量研究

## CPI 供需两端均有所走弱，PPI 后续需关注回落速度

——2021年6月CPI和PPI数据点评兼债市观点

## 要点

## 事件

2021年7月9日，国家统计局发布2021年6月CPI和PPI数据：2021年6月CPI同比上涨1.1%，5月为上涨1.3%；核心CPI同比增长0.9%，5月为0.9%；PPI同比上涨8.8%，5月为9%。

## 点评

**CPI 供需两端均有所走弱，可能折射消费修复的减速。**6月CPI同比上涨1.1%，增速比5月下降0.2个百分点；环比下降0.4%，降幅比5月扩大0.2个百分点。从结构来看，食品价格是6月CPI走弱的最大原因。从核心CPI的角度来看，6月核心CPI同比为0.9%，离疫情发生前仍有一定距离；环比为-0.1%，而5月为0.1%，连续两个月下降，且6月重新转负。结合食品和核心CPI，可以看到CPI的走弱是供需两端同时走弱带来的，背后可能折射消费修复的减速，需要引起警惕。后续CPI的走势将主要受到需求端的影响，我们认为目前可能需要消费政策适当发力，以更好的支撑消费的修复。

**PPI 高点已过，更需关注后续回落的速度。**6月PPI同比上升8.8%，涨幅比5月下降0.2个百分点；环比上涨0.3%，涨幅比5月下降1.3个百分点，环比回落较快，保供稳价政策效果初步显现。后续对PPI的关注，主要集中在以下两个方面：一是后续PPI的走势，此前需求集中释放带来的供需矛盾进一步减弱，后续大宗商品价格很难出现趋势性向上的走势，可能需要更多关注其回落的速度。二是上游价格向中下游的传导仍然不畅，价格上升仍主要集中在上游（采掘、原材料），而制造业成品端的价格上升较慢，这样的价格格局会侵蚀制造业企业利润，企业亟待多个层面降低成本。

## 债市观点

通胀对债市的影响，取决于后续大宗价格的走势，也取决于大宗商品价格的传导效率，目前来看这两个因素都难以影响到利率的走势。

7日国务院常务会关于降准的说法引发市场广泛关注。我们认为，**货币政策仍是“稳”字当头的。“降准”与“稳”两者并不矛盾，不应简单地将降准理解为总量上的放松。**下半年政府债券供给压力较大，但央行依然会对流动性进行精准调节，熨平短期扰动因素，引导市场利率围绕央行政策利率波动，相信两者的利差将维持在合理的范围内；在这样的流动性格局下，同时考虑到国内经济持续恢复基础仍需巩固、长期向好的基本面未变等因素，10年期国债收益率较可能继续在[3.0%,3.3%]内窄幅震荡，大幅向上和向下的概率均有限。

## 风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

## 作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001  
010-58452066  
zhang\_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001  
010-58452070  
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004  
010-58452065  
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-58452047  
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

maozhenqiang@ebsecn.com

## 相关研报

PPI 虽创新高但难引致政策收紧 ——2021年5月CPI和PPI数据点评兼债市观点 (2021-06-09)

关注两个方面价格传导不畅 ——2021年4月CPI和PPI数据点评兼债市观点 (2021-05-11)  
演变逻辑并没有改变，继续维持温和通胀判断——2021年3月CPI和PPI数据点评兼债市观点 (2021-04-09)

全球再通胀如何影响我国通胀环境——通胀再研究系列之四 (2021-02-26)

我国核心CPI分析方法与后续展望——通胀再研究系列之三 (2020-09-21)

## 1、事件

2021年7月9日，国家统计局发布2021年6月CPI和PPI数据：2021年6月CPI同比上涨1.1%，5月为上涨1.3%；核心CPI同比增长0.9%，5月为0.9%；PPI同比上涨8.8%，5月为9%。

## 2、点评

### 2.1、CPI 供需两端均有所走弱，可能折射消费修复的减速

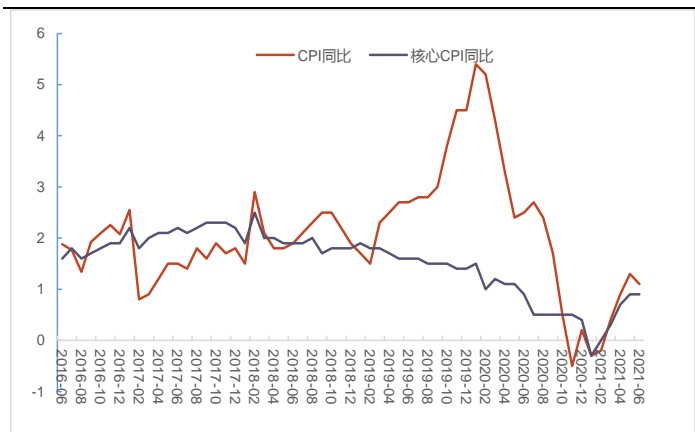
2021年6月CPI同比上涨1.1%，增速比5月（1.3%）下降0.2个百分点；环比下降0.4%，降幅比5月扩大0.2个百分点。

**从季节性来看**，无论环比还是同比，与5月相比，近年来6月CPI的走势均没有出现明显走弱的情况，因此今年6月CPI同比和环比的走弱并不是季节性因素的影响。

**从结构来看**，6月食品价格环比下降2.2%，降幅比5月扩大0.5个百分点，影响CPI下降约0.40个百分点，因此食品价格是6月CPI走弱的最大原因。扣除食品价格下降带来的影响，从环比来看，其他项的价格基本维持不变。另外，从核心CPI的角度来看，6月核心CPI同比为0.9%，离疫情发生前仍有一定距离；环比为-0.1%，而5月为0.1%，连续两个月下降，且6月重新转负。结合食品和核心CPI，可以看到CPI的走弱是供需两端同时走弱带来的，背后可能折射消费修复的减速，需要引起警惕。

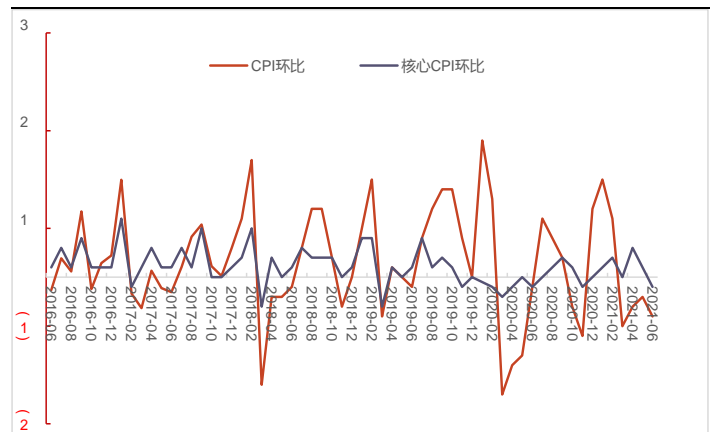
展望后续，从2020年9月开始，由于食品价格走弱，叠加同期基数相对较高，CPI同比持续走弱，进而在当年11月转负，2020年12月CPI同比虽重新转正，但不改CPI整体演变趋势，因此今年1月CPI同比重新转负，2月降幅稍有收窄，3月CPI同比转正，4月走向向上通道，5月CPI食品同比上涨0.3%，而6月食品价格同比下降-1.7%（6月猪肉价格环比下降13.6%），食品端价格给整体CPI带来的下降压力在6月有所加强，但从高频数据来看，似有趋稳态势，供给端给食品端带来的下降压力将趋弱。整体来看，后续CPI的走势将主要受到需求端的影响，而这也是债市更为关心的因素，我们认为目前可能需要适当从政策层面对消费予以支持，以更好的支撑消费的修复。

图表 1：6 月 CPI 上升势头有所减慢



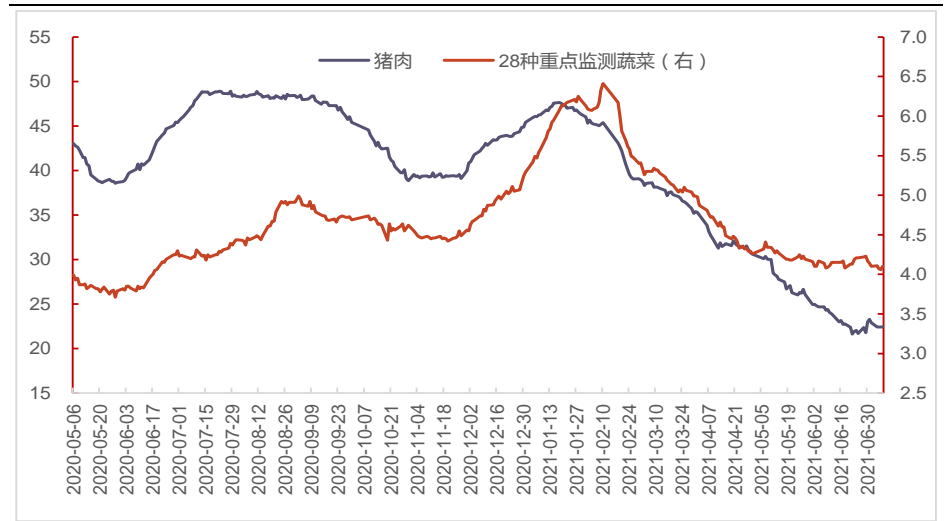
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：6 月核心 CPI 环比增速持续走弱

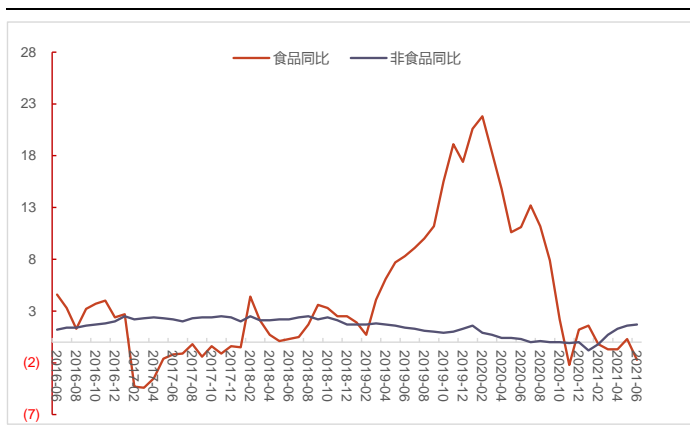


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

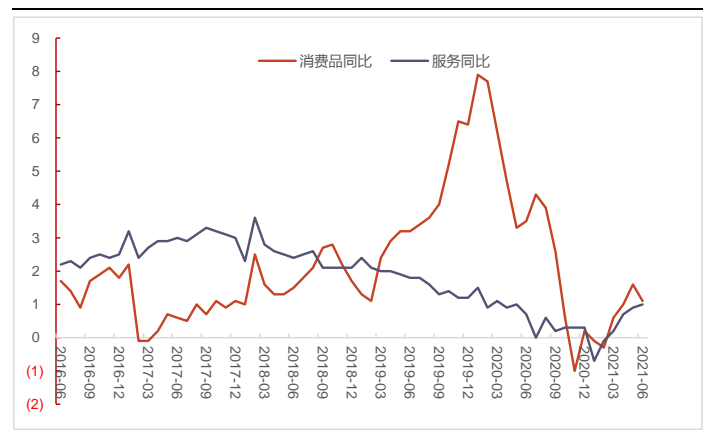
图表 3：2 月中旬以来猪肉和蔬菜价格均持续向下，目前稍稳



图表 4：6 月 CPI 食品同比下降明显



图表 5：6 月消费品同比增速收窄，服务价格同比增速稍有提升



## 2.2、 PPI 高点已过，更需关注后续回落的速度

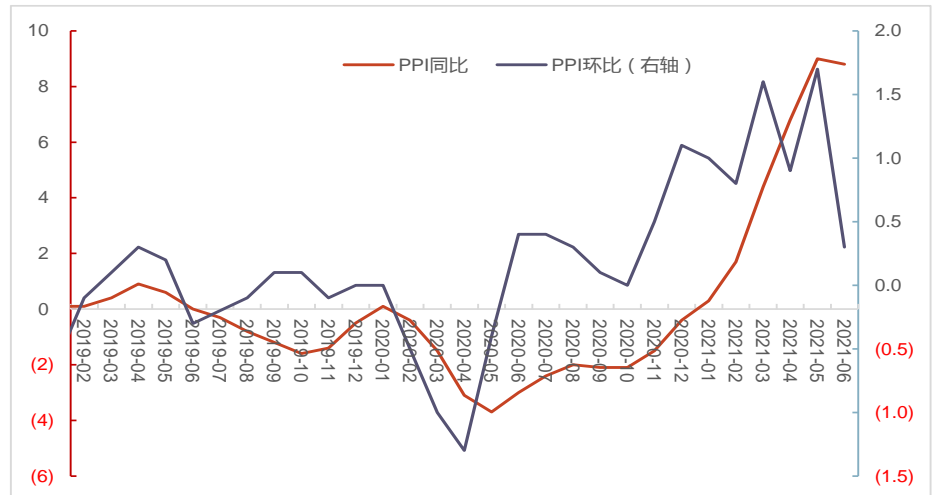
6 月 PPI 同比上升 8.8%，涨幅比 5 月下降 0.2 个百分点；环比上涨 0.3%，涨幅比 5 月下降 1.3 个百分点，环比回落较快，保供稳价政策效果初步显现。从数据表现来看，在 5 月 PPI 同比和环比均创近年来新高后，6 月 PPI 环比、同比增速的下降应在预料之中。根据统计局的测算，在 6 月份 8.8% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 2.4%，新涨价影响约为 6.4 个百分点（比 5 月扩大 0.4 个百分点）。

从债市的角度来看，后续对 PPI 的关注，主要集中在以下两个方面：

**一是后续 PPI 的走势。**一系列保供稳价政策作用下，目前大宗商品的价格已经较 5 月出现了明显回调，螺纹、热卷、铜等商品的价格较 5 月中旬的高点回落超过了 10%，较年初涨幅收窄到 20% 左右。随着疫苗接种范围的进一步扩大，生产的进一步放开，此前需求集中释放带来的供需矛盾也进一步减弱，后续大宗商品价格很难出现趋势性向上的走势，可能需要更多关注其回落的速度。

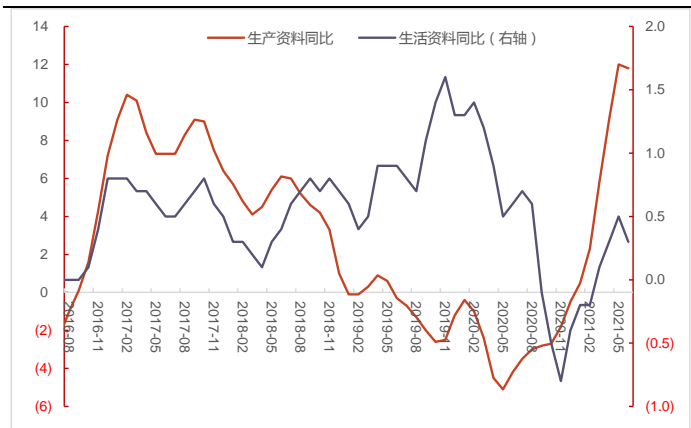
**二是上游价格向中下游的传导。**1-6月，PPI中生产资料价格同比上涨6.8%，生活资料上升只有0.1%；6月当月分别为11.8%、0.3%。PPI中生产资料价格向生活资料的传导并不顺差，这个情况也体现在当前PPI和CPI走势的分化。在生产资料内部，1-6月，采掘、原材料、加工三项分别上升18.5%、10.4%和4.3%；6月当月同比则分别为35.1%、18%和7.4%，环比则分别为3.9%、0.2%和0.3%。采掘业无论从同比还是环比增速仍高于其他两项，原材料年内增速也较加工高出不少。**这均说明，当前工业品价格上升仍主要集中在上游（采掘、原材料），而制造业成品端的价格上升较慢，这样的价格格局会侵蚀制造业企业利润，企业亟待多个层面降低成本。**

图表6：6月PPI同比仍维持在很高水平，环比增速下降较快



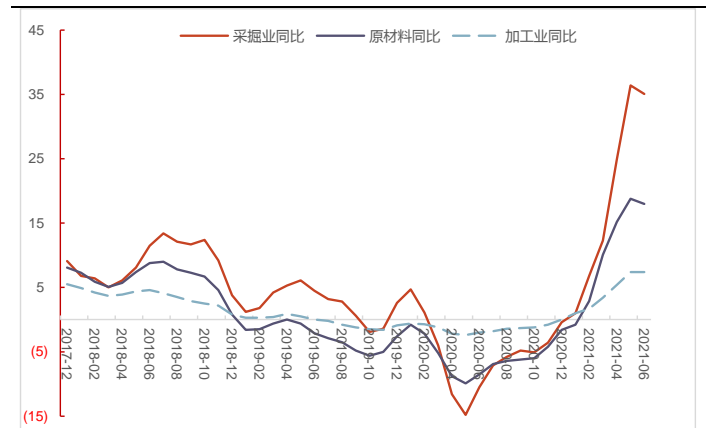
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表7：6月生产、生活资料价格同比增速均稍有下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表8：6月生产资料中三个分项的同比增速均稍有回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

整体来看，在5月PPI同比环比均近年来创新高后，6月同比和环比均现回落，均预示年内PPI的高点已过，在一系列政策作用下，掉头向下的概率可能更大，后续需要关注回落的速度；而目前上游产品的价格很难传导到下游，供给端带来的价格变化很难影响需求层面的价格变化，当前PPI层面的变化对债市的影响程度有限。

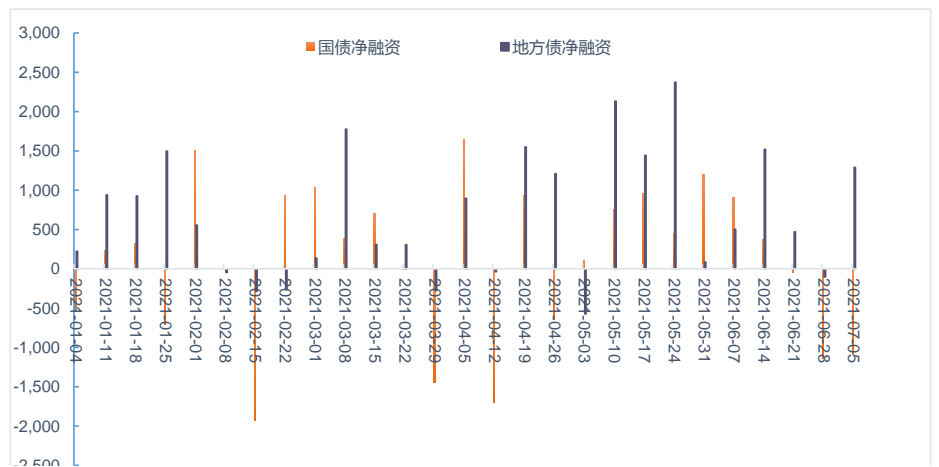
### 3、债市观点

我们在多篇报告中提到，利率很少会响应供给端带来的价格变化；后续通胀对债市的影响，取决于后续大宗价格的走势，也取决于大宗商品价格的传导效率，从目前数据表现来看，这两个因素都难以影响到利率的走势。

7月7日国务院常务会提到，“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性，适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降”的说法，引发市场广泛关注。我们认为，**货币政策仍是“稳”字当头的。“降准”与“稳”两者并不矛盾，不应简单地将降准理解为总量上的放松**，而应清醒地意识到本次降准是为了对冲大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，而不是为了进一步推高大宗商品价格，因此其具有明显的结构性属性，且很可能不会释放太多的流动性。二季度将有 1.7 万亿元的 MLF 到期，降准与 MLF 到期相配合，可以做到在不大水漫灌的基础上实现加强对实体经济特别是中小微企业支持的目标。

下半年政府债券供给压力较大，但央行依然会对流动性进行精准调节，熨平短期扰动因素，引导市场利率围绕央行政策利率波动，相信两者的利差将维持在合理的范围内；在这样的流动性格局下，同时考虑到国内经济持续恢复基础仍需巩固、长期向好的基本面未变等因素，10年期国债收益率较可能继续在[3.0%,3.3%]内窄幅震荡，大幅向上和向下的概率均有限。

图表 9：5 月中下旬以来，政府债尤其是地方政府债供给提速



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\\_20622](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20622)

