

2021年07月09日

固定收益研究

研究所

证券分析师：
021-68930187
联系人：

靳毅 S0350517100001
jiny01@ghzq.com.cn
周子凡 S0350121010075
zhouzf@ghzq.com.cn

通胀压力边际舒缓，政策空间逐渐显现

——6月价格数据点评

投资要点：

■ 事件

7月9日，国家统计局公布今年我国6月份居民消费价格（CPI）和工业生产者出厂价格（PPI）数据。其中6月CPI同比上涨1.10%，同比增速较上月下行0.20个百分点，环比下跌0.40%；6月PPI同比上涨8.80%，同比增速较上月下行0.20个百分点，环比上涨0.30%。

■ 点评

CPI方面，食品项同比下降1.70%，同比增速较上月减少2.00个百分点。食品项中，猪肉依旧是主要拖累项。压栏肥猪持续出栏下，猪肉产能继续改善。目前，能繁母猪存栏已开始见顶回落，预计未来猪肉价格同比增速或将见底，但增速依旧处于负区间，因此猪肉价格跌势在短期内或将持续，进而对CPI食品项保持一定抑制作用；非食品项同比上涨1.70%，增速较上月增加0.10个百分点。受国际原油价格持续上涨影响，用电、燃料项价格涨幅扩大。

■ **PPI方面，生产、生活资料同比增速均有所下滑。**6月，生产资料价格同比增长11.80%，较上月同比降低0.20个百分点；生活资料价格同比增长0.30%，同比增速较上月下降0.20个百分点。**整体来看，PPI数据依旧呈现上下游分化。**6月份，原材料加工相关产业PPI同比增速普遍拐头向下，而开采相关产业PPI同比增速继续小幅上行，整体维持较高增速，由此可见，目前涨价现象依旧多淤积在上游。

■ 预计未来“剪刀差”将逐渐收敛，使工业企业利润继续承压。然而，7月9日，央行宣布全面降准，我们预计接下来货币政策将向“结构性紧信用+宽货币”进行转变。本次降准将在“水不漫灌”的前提下，达到疏解中小企业融资压力的目的，进而对冲来自“剪刀差”的压力。

■ **风险提示** 油价波动风险；“新冠”疫情反复

相关报告

《2021年5月经济数据点评：经济动能将见顶，基建投资来对冲》——2021-06-17

《5月金融数据点评：社融增速下滑换挡》——2021-06-10

《5月价格数据点评：站在“剪刀差”拐点上》——2021-06-10

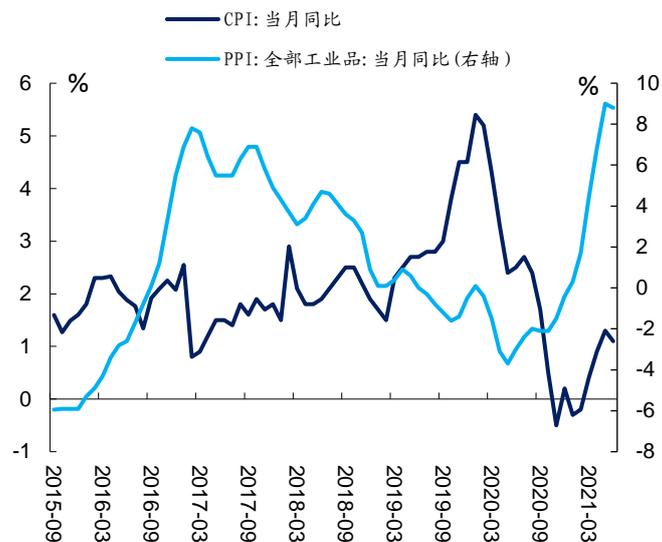
《2021年4月经济数据点评：消费不及预期，工业生产有韧性》——2021-05-18

《4月金融数据点评：增速回落与结构韧性共存》——2021-05-13

1、事件

7月9日，国家统计局公布今年我国6月份居民消费价格（CPI）和工业生产者出厂价格（PPI）数据。其中6月CPI同比上涨1.10%，同比增速较上月下行0.20个百分点，环比下跌0.40%；6月PPI同比上涨8.80%，同比增速较上月下行0.20个百分点，环比上涨0.30%。

图1：CPI、PPI同比增速走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

2、点评

CPI方面，6月份同比增速小幅收敛，**食品项**依然受猪肉价格拖累；**非食品项**中，受国际原油价格持续上涨因素，用电、燃料项价格涨幅扩大。**PPI方面**，6月份同比增速小幅回落，符合增速高点已过的一致预期。

预计未来PPI与CPI“剪刀差”将逐渐收敛，进而使得工业企业利润继续承压。7月9日，央行宣布全面降准，将于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。我们在《货币政策的意图究竟是什么？》中提出，接下来货币政策将向“结构性紧信用+宽货币”进行转变。本次降准依旧将在“水不漫灌”的前提下，达到疏解中小企业融资压力的目的，进而对冲来自“剪刀差”的压力。

2.1、猪肉价格跌幅扩大

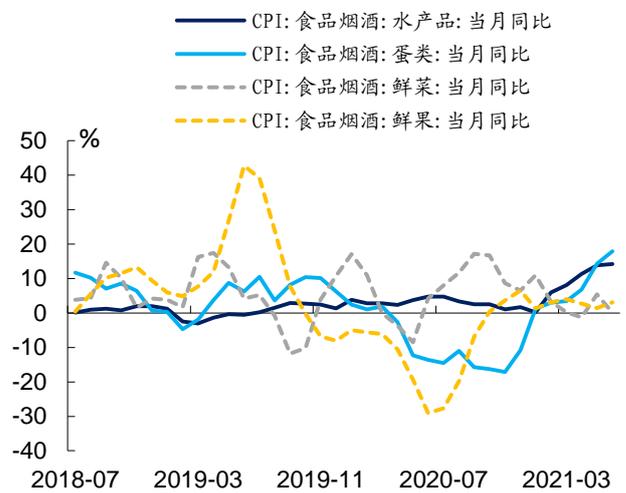
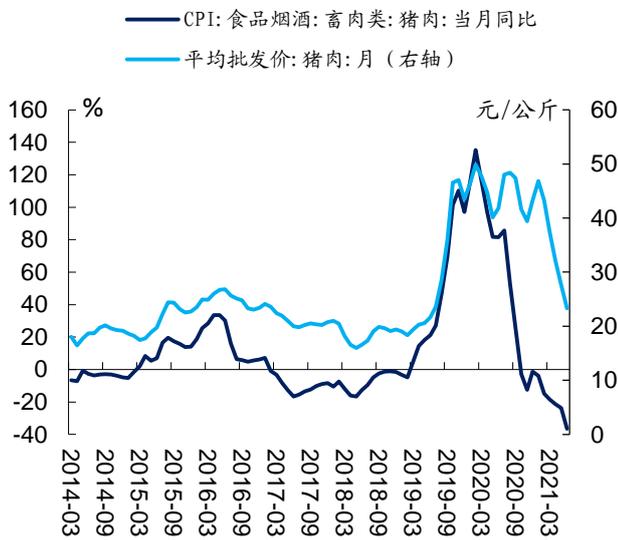
6月CPI食品项同比下降1.70%，同比增速较上月减少2.00个百分点。食品项中，猪肉依旧是主要拖累项。压栏肥猪持续出栏下，猪肉产能继续改善。6月份，猪肉价格的继续下跌，同比下降36.50%，跌幅较上月扩大12.70个百分点。

6 月份，除猪肉外其他食品项同比增速均有所增长，但增速上行斜率有所放缓。其中，水产品受需求增加以及饲料成本上涨影响，涨幅继续扩大，6 月份同比增加 14.20%，增速较上月增加 0.40 个百分点；蛋类产品价格除了受饲料成本增加、蛋鸡存栏下降影响外，还受去年低基数影响，6 月份同比增长 17.90%，增速较上月增加 3.60 个百分点。另外，6 月份鲜果、鲜菜集中上市影响，其中鲜菜价格同比增加 0.10%，增速较上月下降 5.30 个百分点；鲜果价格受低基数影响，价格同比增加 3.10%，增速较上月增加 1.70 个百分点。

整体来看，食品项中，猪肉依旧是本月 CPI 食品项中的主要拖累项。食品项对 CPI 同比增速拉动为-0.12%，较上月下降 0.36 个百分点。疫情后，能繁母猪存栏变化率向猪肉价格传导时滞似乎有所加快，目前为 4 个月左右。能繁母猪存栏已开始见顶回落，预计未来猪肉价格同比增速或将见底，但增速依旧处于负区间，因此猪肉价格跌势在短期内或将持续，进而对 CPI 食品项维持一定抑制作用。

图 2: 猪肉价格跌幅扩大

图 3: 水产品、蛋类、鲜果、鲜菜价格增速上行趋缓

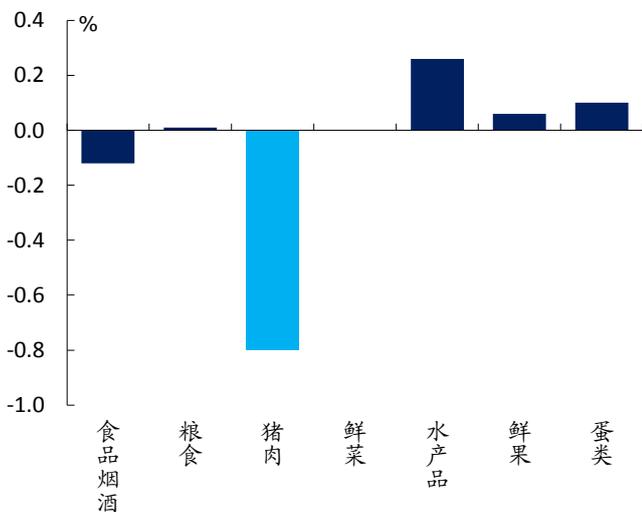


资料来源: Wind、国海证券研究所

资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 猪肉依然是食品项中的主要拖累项

图 5: 猪肉价格同比增速或将见底



资料来源: Wind、国海证券研究所

资料来源: Wind、国海证券研究所

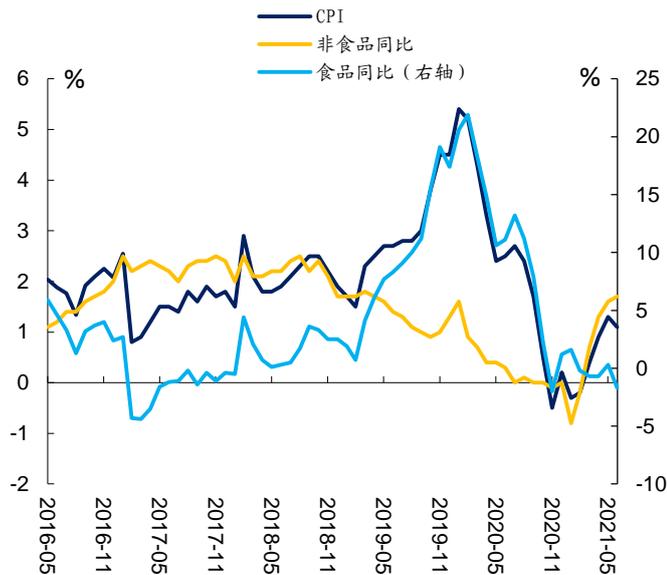
2.2、交通出行价格涨幅扩大

6月份CPI非食品项同比上涨1.70%，增速较上月增加0.10个百分点。服务项价格方面，6月同比增加1.00%，增速较上月增加0.10个百分点。“五一”小长假过后，旅游项价格同比增速放缓，6月份CPI旅游项价格同比降低1.10%，增速较上月下降0.10个百分点。6月份交通通信价格涨幅扩大，同比增加5.80%，增速较上月增加0.30个百分点。

受国际原油价格持续上涨影响，6月份国内汽油价格同比增加23.49%，增速较上月增加2.99个百分点。在此格局下，6月份交通工具燃料价格同比增加23.60%，增速较上月增加2.30个百分点；6月份水电燃料同比增加1.30%，增速较上月增加0.10个百分点。

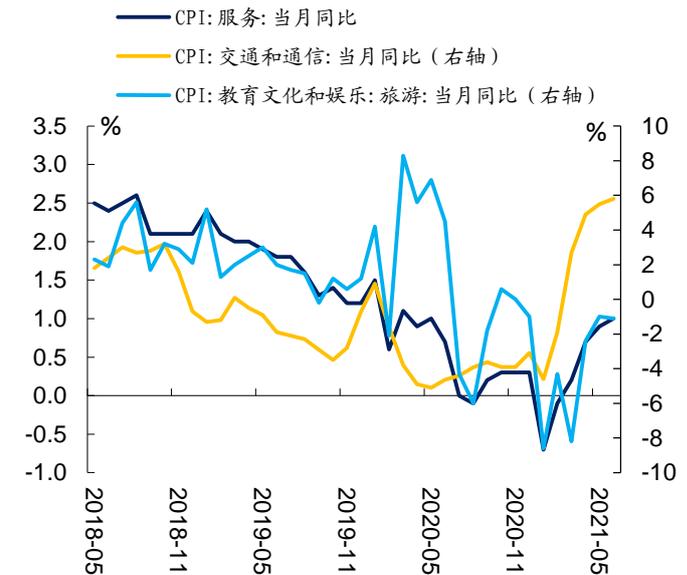
整体来看，受猪肉价格跌幅扩大以及国际原油价格上涨影响，6月份非食品项表现继续优于CPI食品项，其中交通通信、教育文化和娱乐和居住对CPI同比增速拉动最大，分别拉动CPI同比增加0.62、0.20个百分点。

图 6: CPI 非食品项继续上涨



资料来源: Wind、国海证券研究所

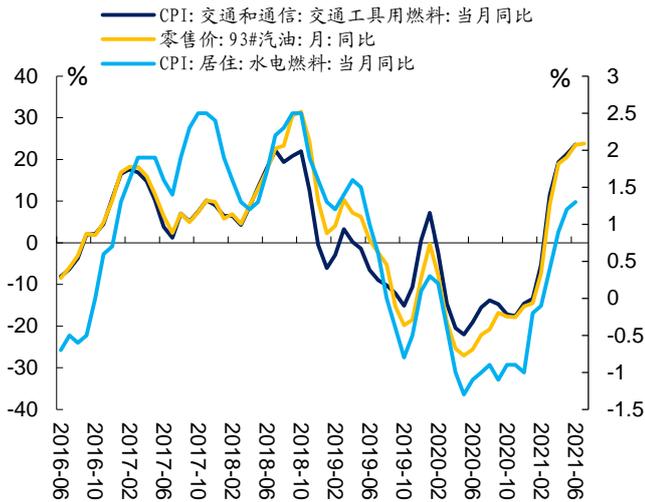
图 7: CPI 服务项修复斜率放缓



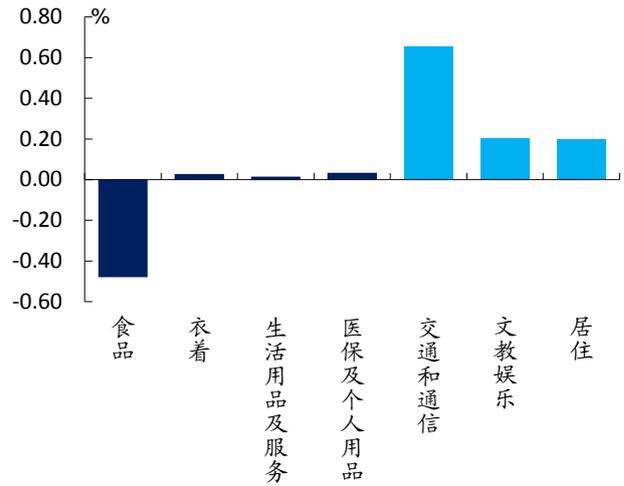
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 8: 交通燃料项价格上行显著

图 9: 6月份交通出行依旧是CPI的主要支撑项



资料来源: Wind、国海证券研究所



资料来源: Wind、国海证券研究所

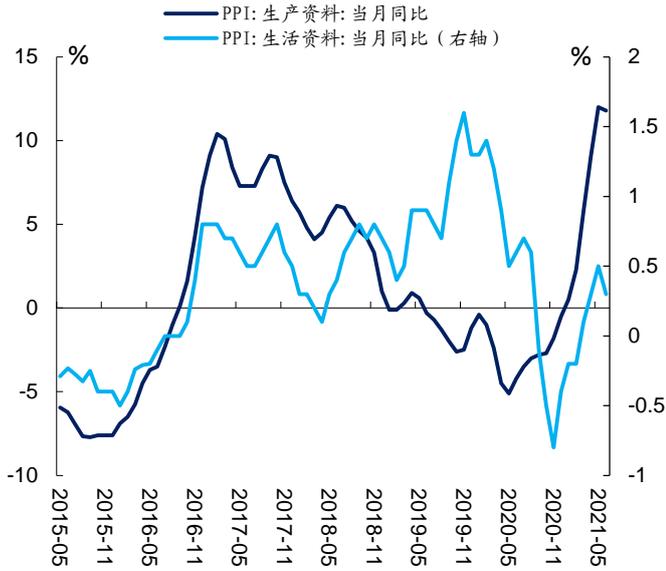
2.3、PPI 增速高点已过，上下游价格走势分化

PPI 方面，生产、生活资料同比增速均有所下滑。6月，生产资料价格同比增长 11.80%，较上月同比降低 0.20 个百分点；生活资料价格同比增长 0.30%，同比增速较上月下降 0.20 个百分点。6 月份以来，以黑色及有色金属为代表的大宗商品价格增速纷纷引来拐点，在此格局下，采掘工业及原材料价格同比增速上行趋缓，同比增长分别为 35.10%和 18.00%较上月降低 1.30 和 0.80 个百分点。加工工业生产资料价格同比增长 7.40%，增速与上月持平。

整体来看，PPI 数据依旧呈现上下游分化。6 月份，原材料加工相关产业 PPI 同比增速普遍拐头向下，而开采相关产业 PPI 同比增速继续小幅上行，整体维持较高增速，由此可见，目前涨价现象依旧多淤积在上游。其中，黑色金属采选及加工业同比增速分别为 52.60%、34.40%，增速分别较上月上升 4.60、下降 3.70 个百分点；有色金属采选及加工业同比增速分别为 16.80%，27.80%，增速分别较上月上升 0.10、下降 2.60 个百分点。

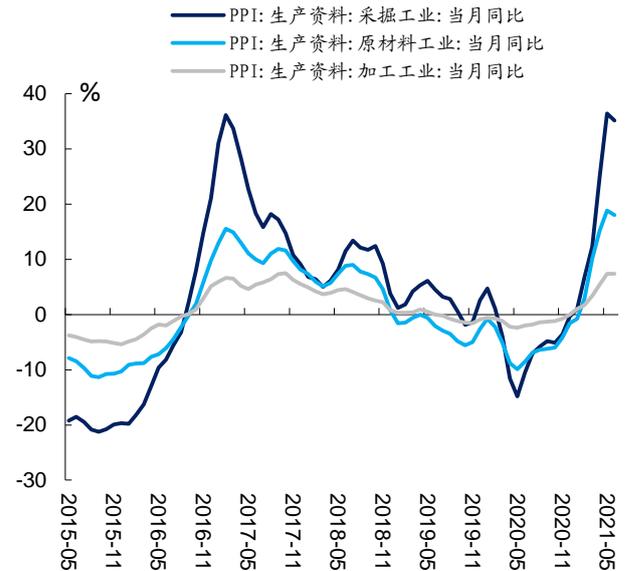
图 10: 生活、生产资料价格增速放缓

图 11: 各环节生产资料价格增速上行趋缓



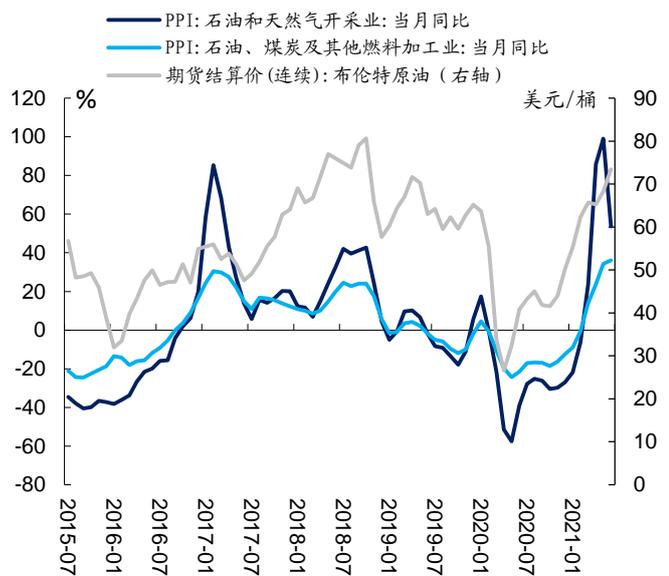
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12: 石油和天然气开采价格增速大幅下降



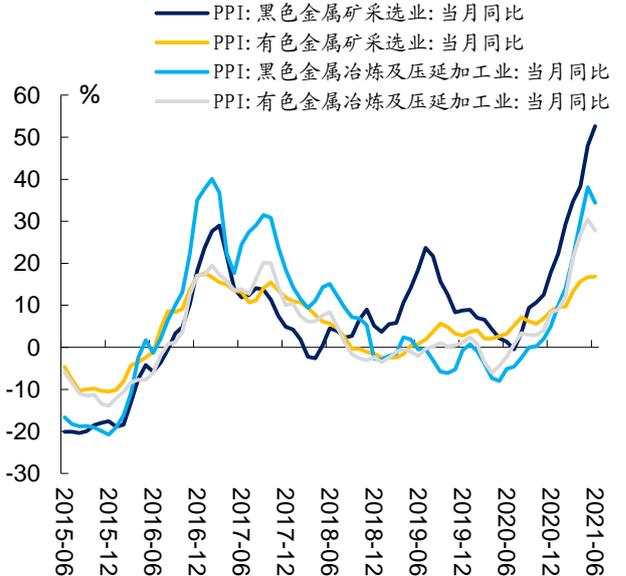
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 13: 黑色、有色采选加工价格增速普遍拐头向下



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 14: 年内CPI仍将缓步上行



资料来源：Wind、国海证券研究所

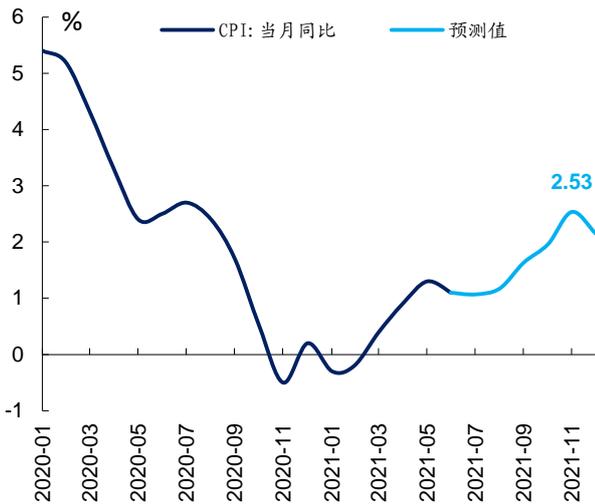
图 15: 年内PPI将高位运行

3、货币政策或将对冲“剪刀差”压力

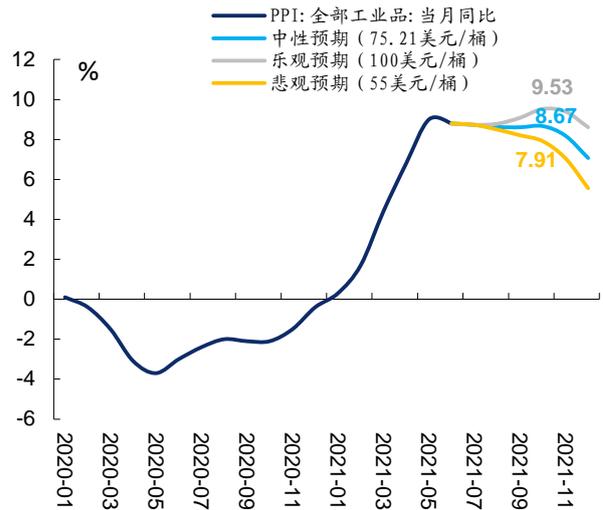
我们曾在《中美通胀分析合集》中提出了预测国内CPI和PPI同比增速的模型。根据模型预测结果显示，CPI方面，年内仍将继续稳步上行，阶段顶点将出现在11月份，达2.53%；PPI方面，6月份PPI同比增速高点已过，年内将会逐步回落，中性预期下，将在7%以上高位运行。

图 14: 年内CPI仍将缓步上行

图 15: 年内PPI将高位运行



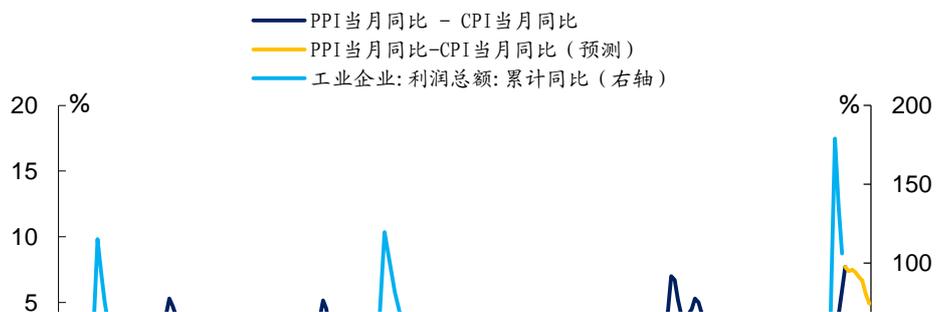
资料来源: Wind、国海证券研究所



资料来源: Wind、国海证券研究所

本月 PPI 与 CPI “剪刀差”录得 7.70%，与上月持平。预计未来“剪刀差”将逐渐收敛，进而使得工业企业利润继续承压。7月9日，央行宣布全面降准，将于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。我们在《货币政策的意图究竟是什么？》中提出，接下来货币政策将向“结构性紧信用+宽货币”进行转变。本次降准将在“水不漫灌”的前提下，达到疏解中小企业的融资压力目的，进而对冲来自“剪刀差”的压力。

图 16: “剪刀差”将迎来拐点，工业企业利润有进一步下滑风险



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_20704



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn