

6 月通胀点评

三季度国内通胀压力上升

6 月 CPI 和 PPI 同比增速继续小幅超出市场预期；CPI 同比增速中出现猪油共振情况；海外农产品价格上涨的输入性影响仍在；假期出行需求上升；PPI 中生产资料环比下降，但生活资料中食品类和衣着类价格升幅持续超预期。

- 6 月 CPI 环比持平，同比增长 2.5%，核心 CPI 同比增长 1%，服务价格同比上升 1%，消费品价格同比上升 3.5%。
- 从环比看，6 月食品价格下降 1.6%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 下降约 0.30 个百分点，非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点；从同比看，食品价格上涨 2.9%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.51 个百分点，非食品价格上涨 2.5%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.01 个百分点。非食品中，受国际油价上涨影响，国内汽油和柴油价格环比涨幅扩大；服务消费有所恢复，飞机票和旅游价格环比上涨，宾馆住宿价格环比由降转涨。
- 三季度通胀大概率上行。6 月国内疫情防控环比 5 月继续向好，叠加暑期消费需求上升，CPI 同比增速继续小幅超出市场预期。6 月 CPI 中值得关注的点包括：一是猪油共振的影响开始出现，6 月猪肉价格环比上升 2.9%，燃料价格环比上升 6.6%，二是服务消费和出行需求相对较强，表明后续若疫情持续有效控制，国内消费需求有上升可能，三是食用油价格环比上升 1.4%，虽然粮食价格环比持平，但表明国际农产品价格上涨对我国输入型通胀压力依然不减，四是三季度通胀基数较低，市场普遍预期 CPI 同比增速将上行突破 3%，将给货币政策宽松造成掣肘。我们维持此前观点，认为三季度货币市场宽松环境大概率维持，宽信用的力度或有所加大，准备金和利率等传统货币政策工具将明显受到外部环境掣肘难以调整。
- 6 月 PPI 环比持平，同比增长 6.1%，其中生产资料同比增长 7.5%，生活资料同比增长 1.7%，PPIRM 同比增长 8.5%。
- 6 月份，复工复产持续推进，重点产业链供应链逐步畅通稳定，保供稳价政策效果继续显现。调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 37 个，与上月相同。主要行业中，价格同比涨幅扩大的有：石油和天然气开采业，农副食品加工业，石油煤炭及其他燃料加工业；价格涨幅回落的有：煤炭开采和洗选业有色金属冶炼和压延加工业，燃气生产和供应业；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降。
- 关注 PPI 生活资料价格环比上升与向 CPI 价格传导。6 月 PPI 数据的关注点有两个：一是生产资料价格环比小幅下降，同时 CPI 与 PPI 剪刀差继续收敛，叠加 7 月至今国际大宗商品价格下跌，后续工业企业盈利有望持续向好，二是生活资料中食品类价格环比上涨 0.5%，连续四个月超过历史同期平均水平，衣着类价格环比上涨 0.7%，连续两个月走强，需要关注 PPI 向 CPI 非耐用消费品的价格传导。
- 风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300514010002

证券分析师: 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

CPI

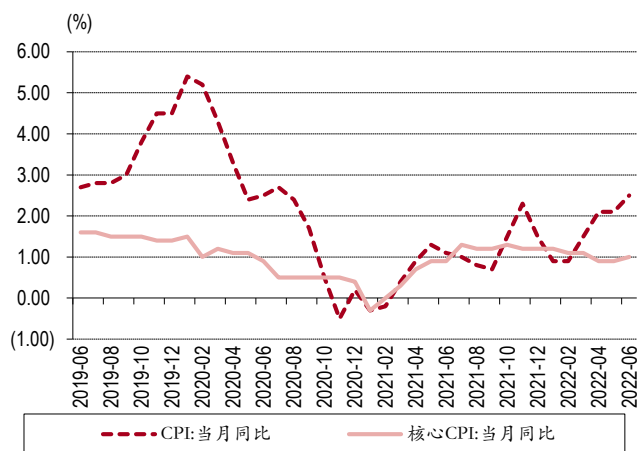
6月CPI同比增速上升幅度超过核心CPI同比增速上升幅度。6月CPI环比持平，增速较5月上升0.2个百分点。从分项看，6月环比增速上升的是交通通信（2.2%）、教育文化娱乐（0.1%）和其他用品及服务（0.1%），环比增速下降的是食品烟酒（-1%）、生活用品及服务（-0.2%）和衣着（-0.1%）；6月分项中较5月环比增速上升较多的是交通通信，环比增速下降较多的是衣着、其他用品和服务和生活用品及服务。6月CPI同比增长2.5%，较5月上升0.4个百分点，核心CPI同比增长1%，较5月上升0.1个百分点，服务价格同比上升1%，较5月上升0.3个百分点，消费品价格同比上升3.5%，较5月上升0.5个百分点。从分项看，6月同比增速较高的依然是交通通信（8.5%），其次是食品烟酒（2.5%），同比增速较5月上升较多的是交通通信、食品烟酒和教育文化娱乐，较5月同比增速下降的是居住和其他用品及服务。据测算，在6月份2.5%的CPI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。

6月食品环比增速下行，同比增速上行。从环比看，6月食品价格下降1.6%，降幅比上月扩大0.3个百分点，影响CPI下降约0.30个百分点；从同比看，食品价格上涨2.9%，涨幅比上月扩大0.6个百分点，影响CPI上涨约0.51个百分点。6月我国疫情防控总体形势向稳趋好，重要民生商品供应充足，消费品价格整体平稳：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、鲜果和水产品价格环比下降；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，猪肉价格环比继续上涨，但涨幅较5月有所下降。

服务价格环比上升，能源价格的影响依然显著。从环比看，6月非食品价格上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.3个百分点，影响CPI上涨约0.32个百分点；从同比看，非食品价格上涨2.5%，涨幅比上月扩大0.4个百分点，影响CPI上涨约2.01个百分点。非食品中，受国际油价上涨影响，国内汽油和柴油价格环比涨幅扩大；服务消费有所恢复，飞机票和旅游价格环比上涨，宾馆住宿价格环比由降转涨。

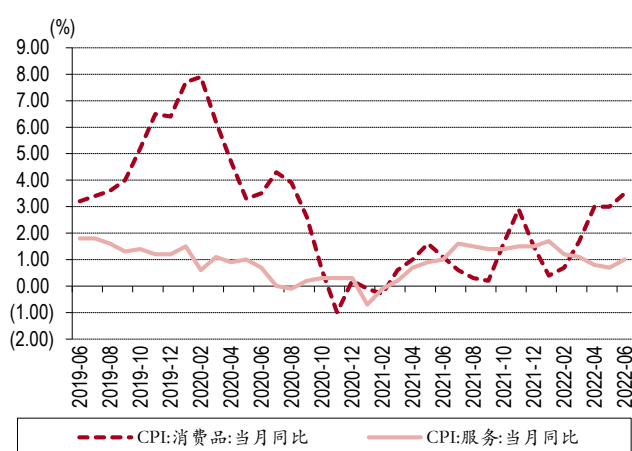
三季度通胀大概率上行。6月国内疫情防控环比5月继续向好，叠加暑期消费需求上升，CPI同比增速继续小幅超出市场预期。6月CPI中值得关注的点包括：一是猪油共振的影响开始出现，6月猪肉价格环比上升2.9%，燃料价格环比上升6.6%，二是服务消费和出行需求相对较强，表明后续若疫情持续有效控制，国内消费需求有上升可能，三是食用油价格环比上升1.4%，虽然粮食价格环比持平，但表明国际农产品价格上涨对我国输入型通胀压力依然不减，四是三季度通胀基数较低，市场普遍预期CPI同比增速将上行突破3%，将给货币政策宽松造成掣肘。我们维持此前观点，认为三季度货币市场宽松环境大概率维持，宽信用的力度或有所加大，准备金和利率等传统货币政策工具将明显受到外部环境掣肘难以调整。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



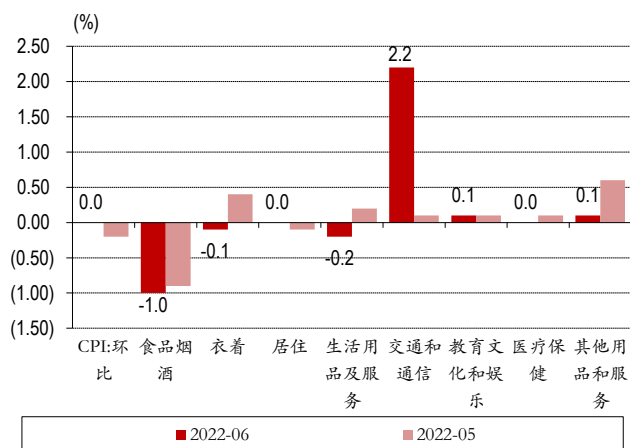
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



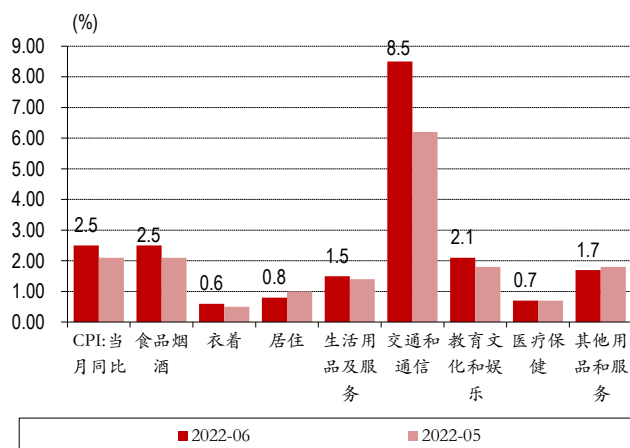
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



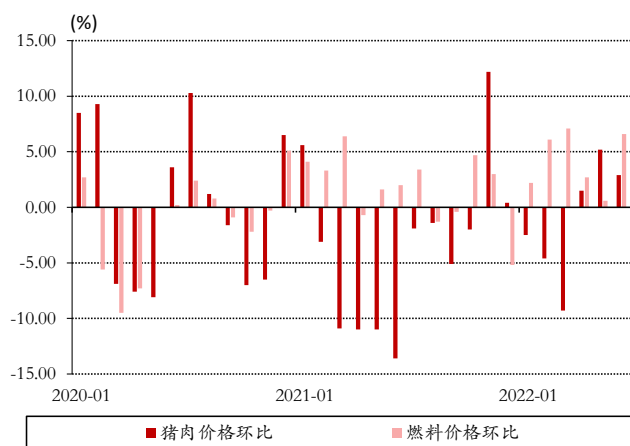
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 6 月 CPI 中已出现猪油共振



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 输入价格压力依然较大



资料来源：万得，中银证券

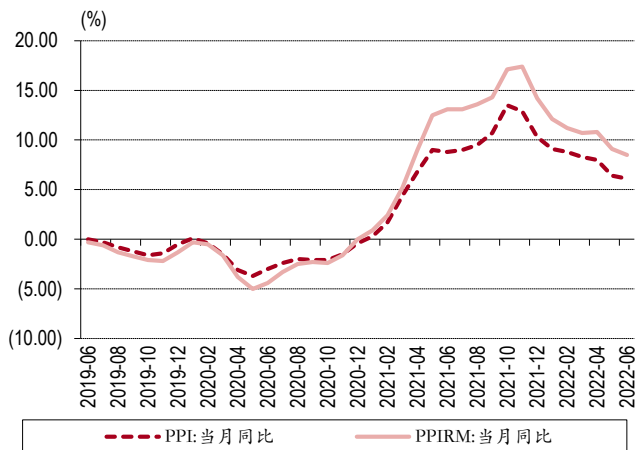
PPI

PPI 同比增速持续小幅超预期。6 月 PPI 环比持平，其中生产资料环比下降 0.1%，生活资料环比上升 0.3%。6 月 PPI 同比增长 6.1%，较 5 月下降 0.3 个百分点，其中生产资料同比增长 7.5%，较 5 月下降 0.6 个百分点，生活资料同比增长 1.7%，较 5 月上升 0.5 个百分点。PPIRM 同比增长 8.5%，较 5 月下降 0.6 个百分点，从构成来看，6 月同比增速较高的产品分别是燃料动力 (29.4%)、化工原料 (11.2%)、纺织原料类 (7.8%)、有色金属 (7.6%)，同比增速下降的是黑色金属 (-3.2%)，同比增速较 5 月上升的是农副产品、化工原料和木材纸浆类，较 5 月下降较多的则是黑色金属、燃料动力、建筑材料和有色金属类。据测算，在 6 月份 6.1% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.8 个百分点，新涨价影响约为 2.3 个百分点。

生活资料价格环比持续上行。6 月生产资料价格中，采掘业环比上升 1.9%，原材料业环比上升 0.3%，加工业环比下降 0.4%。6 月份，复工复产持续推进，重点产业链供应链逐步畅通稳定，保供稳价政策效果继续显现。国际原油价格变动带动国内相关行业价格环比上涨，“迎峰度夏”备煤需求增加，煤炭价格环比上涨，受投资增速放缓等因素影响，钢材、水泥等行业需求相对较弱。调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 37 个，与上月相同。主要行业中，价格同比涨幅扩大的有：石油和天然气开采业，农副食品加工业，石油煤炭及其他燃料加工业；价格涨幅回落的有：煤炭开采和洗选业有色金属冶炼和压延加工业，燃气生产和供应业；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降。

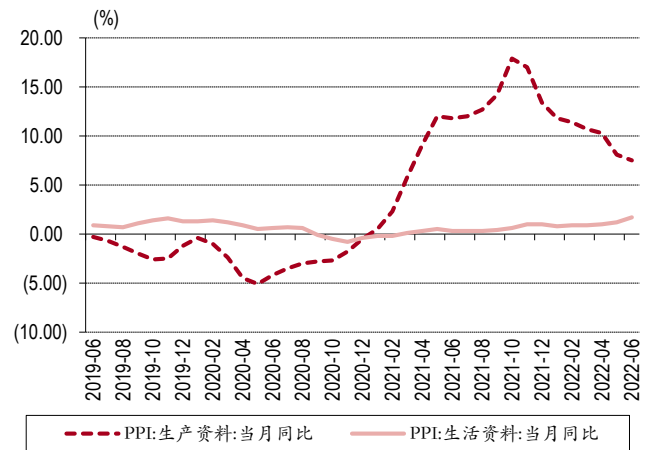
关注 PPI 生活资料价格环比上升与向 CPI 价格传导。6 月 PPI 数据的关注点有两个：一是生产资料价格环比小幅下降，同时 CPI 与 PPI 剪刀差继续收敛，叠加 7 月至今国际大宗商品价格下跌，后续工业企业盈利有望持续向好，二是生活资料中食品类价格环比上涨 0.5%，连续四个月超过历史同期平均水平，衣着类价格环比上涨 0.7%，连续两个月走强，需要关注 PPI 向 CPI 非耐用消费品的价格传导。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



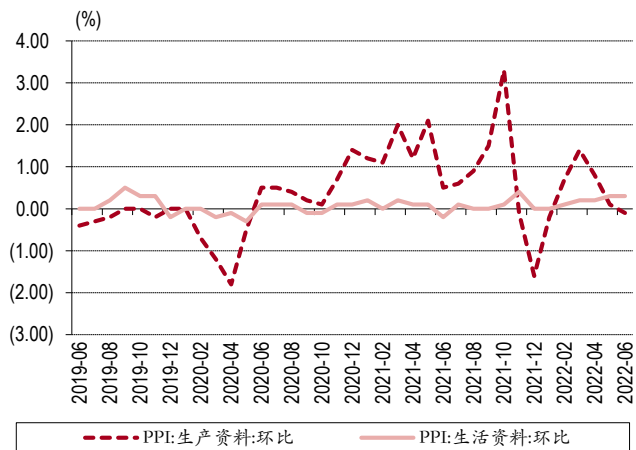
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



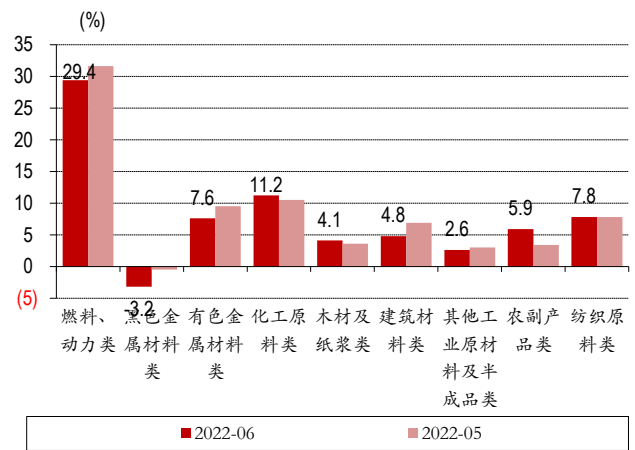
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



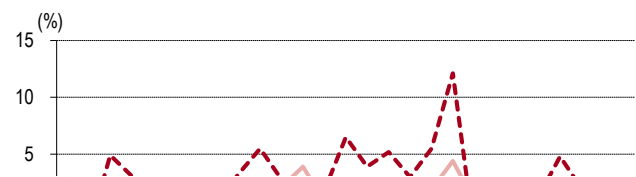
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比

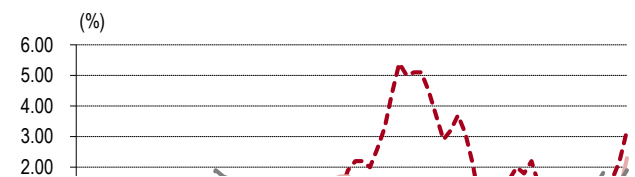


资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 生产端持续复苏带动采掘产品价格环比上涨



图表 12. 部分生活资料价格同比增速有上行趋势



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_43724

