

翘尾因素推动 PPI 回升，通胀水平环比走弱—6

2024 年 7 月 10 日

月通胀数据点评

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

李席丰

lixif@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

主要内容：

一、数据

6 月 CPI 同比增长 0.2%，低于 wind 市场预期（0.4%），低于前值（0.3%）；6 月 PPI 同比增长-0.8%，持平 wind 市场预期（-0.8%），高于前值（-1.4%）。

二、具体分析

（1）6 月 CPI 同比回落，环比弱于季节性，核心 CPI 同比持平，环比弱于季节性。6 月 CPI 同比增速较上月回落 0.1pct，CPI 环比-0.2%，略弱于季节性（-0.16%）。分项来看，6 月 CPI 内部分化小幅扩大，其中食品项同比-2.1%，较上月下降 0.1pct，非食品项同比 0.8%，持平上月。6 月核心 CPI 同比上涨 0.6%，持平上月；环比-0.1%，弱于季节性（约 0.0%），高于前一月环比（-0.2%）。CPI 食品项环比继续强于季节性，猪价是主要支撑；非食品项中交通通信、教育文娱等均弱于季节性，居民商品和服务需求均偏弱。

（2）PPI 同比降幅收窄主要受到基数走低的影响，环比转跌反映部分工业品市场需求不足。6 月 PPI 价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响-0.1 和-0.7 个百分点，较上月分别上升 0.7pct、下降 0.2pct，翘尾因素拖累减弱是 PPI 同比降幅收窄的主要原因。国际定价的原油、有色金属延续上月走势，国内定价的煤炭季节性上涨，与地产基建密切相关的黑色金属环比走弱，新能源行业继续以价换量。产业链中上游采掘业继续上涨，原材料价格下跌，中下游价格仍然偏弱。

三、展望

（1）6 月 CPI 弱于预期，PPI 符合预期，预计后续 CPI 将低位波动，PPI 抬升速度可能放缓。在总需求没有明显改善和翘尾支撑因素减弱等影响下，后续 CPI 同比预计主要在 0-1% 的区间低位波动。对于 PPI，国际定价的有色金属、原油走势偏强，而设备更新和房地产组合政策效果边际递减下，黑色系商品出现回落，总体来看 PPI 环比动能有待强化。从基数来看，PPI 同比度过基数效应最有利的阶段，三季度抬升速度可能放缓。

（2）6 月通胀水平分化，可以看出：1）CPI 和 PPI 环比均下跌，实体需求边际回落。6 月 PPI 同比主要受到翘尾因素的影响，新涨价因素和 PPI 环比再次转入下跌；CPI 同比明显弱于预期，CPI 和核心 CPI 环比均弱于季节性，反映工业需求和居民消费需求有所走弱。2）CPI 和 PPI 的翘尾因素均呈现三季度走弱、四季度再度走强的趋势。三季度 CPI 和 PPI 的翘尾因素均走弱，对同比增速形成拖累，可能在三季度 CPI 和 PPI 同比出现反复。3）对债市影响：基本面无明显改善，对债市利多。6 月通胀数据、PMI 数据、高频数据等显示实体经济疲弱，而且 6 月经济有环比走弱的迹象。在经济未明显改善的情况下，债市调整空间比较有限，短期关注央行调控力度和持续时间。

1. 数据

6月CPI同比增长0.2%，低于wind市场预期（0.4%），低于前值（0.3%）；

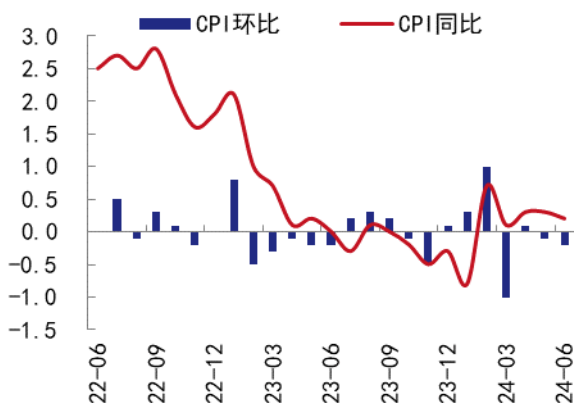
6月PPI同比增长-0.8%，持平wind市场预期（-0.8%），高于前值（-1.4%）。

2. 具体分析

6月CPI同比回落，环比弱于季节性，核心CPI同比持平，环比弱于季节性。6月CPI同比增速较上月回落0.1pct，低于wind市场预期（0.4%）；CPI环比-0.2%，略弱于季节性（-0.16%），低于前一月环比（-0.1%）。分项来看，6月CPI内部分化小幅扩大，其中食品项同比-2.1%，较上月下降0.1pct，非食品项同比0.8%，持平上月，食品项和非食品项同比差距扩大。剔除食品和能源后，6月核心CPI同比上涨0.6%，持平上月；环比-0.1%，弱于季节性（0.0%），高于前一月环比（-0.2%）。

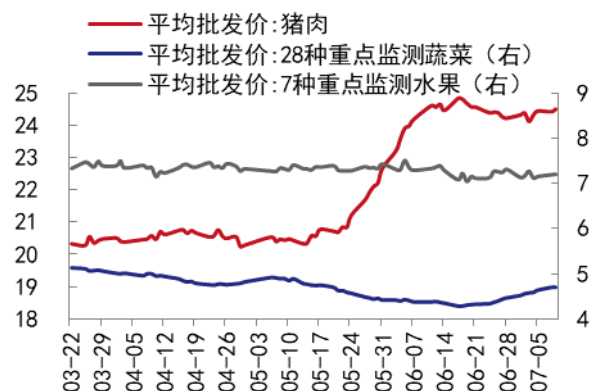
CPI食品项环比继续强于季节性，猪价是主要支撑；非食品项中交通通信、教育文娱等均弱于季节性，居民商品和服务需求均偏弱。
(1) 食品分项，CPI食品环比-0.6%，强于季节性（-0.9%），较前一月环比下降0.6pct。食品中各品种涨跌不一，鲜菜、鲜果价格环比跌幅靠前，畜肉、蛋类环比涨幅居前。畜肉、蛋类、奶类和烟草环比均强于季节性，其他食品分项均弱于季节性。具体来看，天气回暖后，部分应季蔬果和水产品集中上市，鲜菜、薯类、鲜果和虾蟹类价格分别季节性下降7.3%、4.8%、3.8%和2.4%，合计影响CPI环比下降约0.25个百分点；产能去化下供求关系改善，猪肉价格环比上涨11.4%，显著强于季节性，影响CPI环比上涨约0.14个百分点。
(2) 非食品分项，CPI非食品价格环比-0.2%，持平上月，影响CPI环比下降约0.13个百分点。具体来看，受国际油价波动影响，国内汽油价格下降2.0%；受“618”促销等影响，汽车、家用器具、文娱耐用消费品价格降幅在0.8%—1.3%之间，相应CPI分项中生活用品和教育文化娱乐环比均弱于季节性；临近暑假出行增多，交通工具租赁费和飞机票价格分别上涨6.4%和2.5%，但是CPI分项中交通通信环比-0.6%，显著弱于季节性（0.2%），较前一月环比上升0.2pct。

图1 6月CPI环比和同比



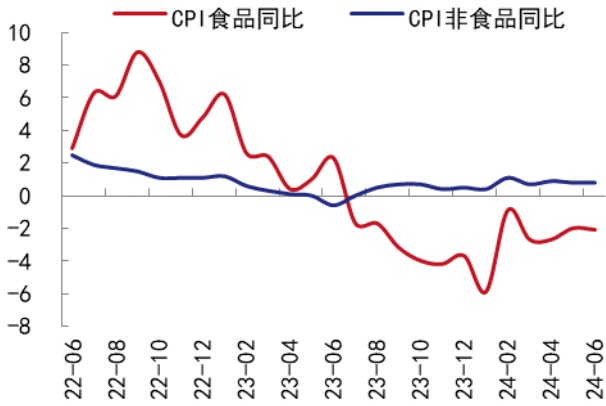
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图2 CPI重点分项相关价格近期走势



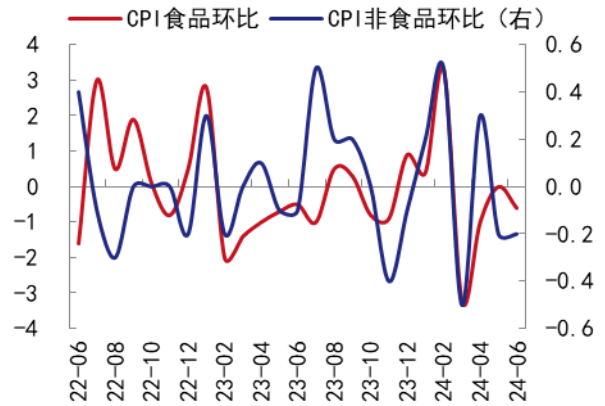
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图3 6月CPI分项同比



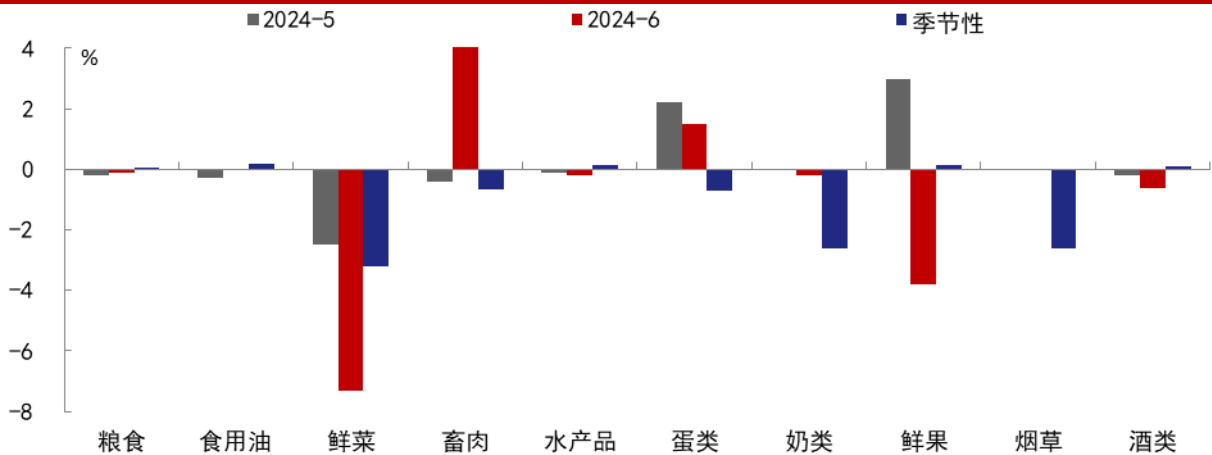
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图4 6月CPI分项环比



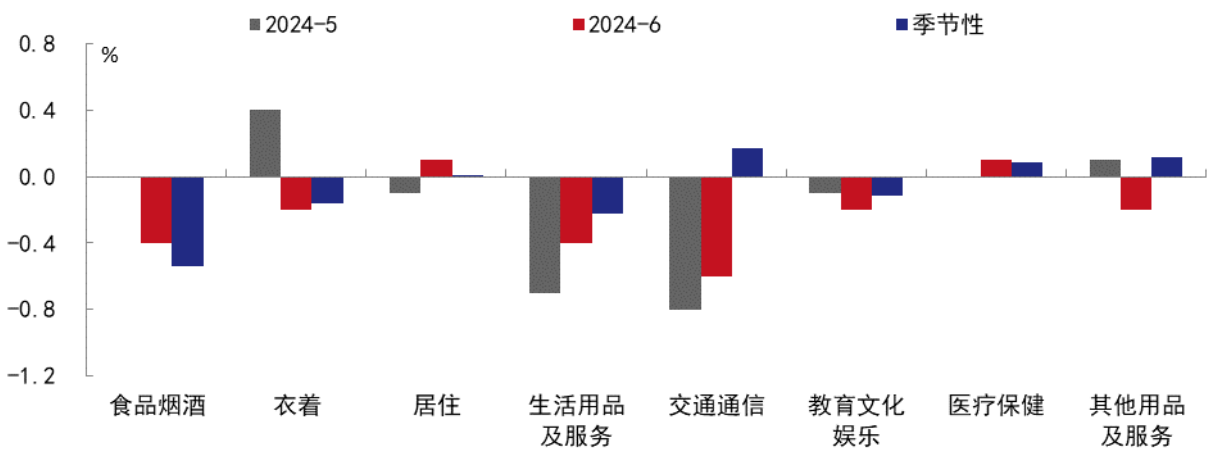
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图5 6月CPI食品分项环比与季节性



数据来源: Wind 中证鹏元整理

图6 6月CPI大类分项环比与季节性

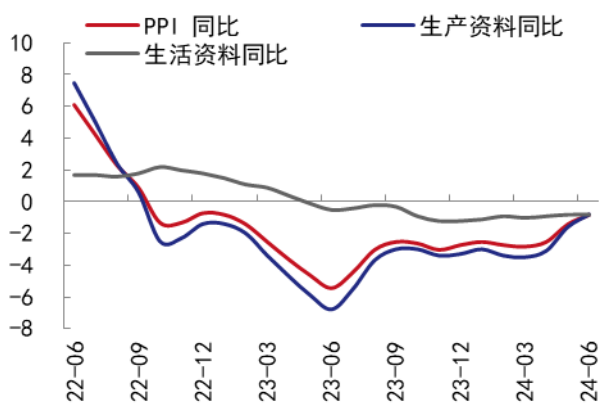


数据来源: Wind 中证鹏元整理

数据来源: Wind 中证鹏元整理

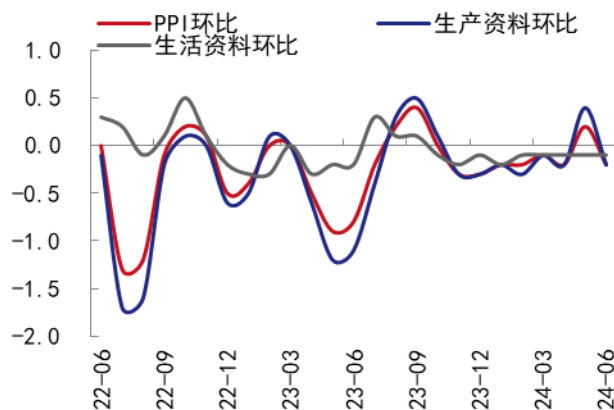
PPI 同比降幅收窄主要受到基数走低的影响, 环比转跌反映部分工业品市场需求不足。6月, PPI 同比-0.8%, 较上月上升 0.6pct, 持平于 wind 预期 (-0.8%); PPI 环比由上月 0.2% 转为-0.2%, 再度转负, 且弱于季节性 (-0.1%)。从同比价格组成因素看, 6 月 PPI 价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响-0.1 和-0.7 个百分点, 较上月分别上升 0.7pct、下降 0.2pct, 翘尾因素拖累减弱是 PPI 同比降幅收窄的主要原因。从结构上看, 生产资料价格同比-0.8%, 较上月上升 0.8pct; 生活资料价格同比-0.8%, 持平上月。

图 7 6 月 PPI 及分项同比



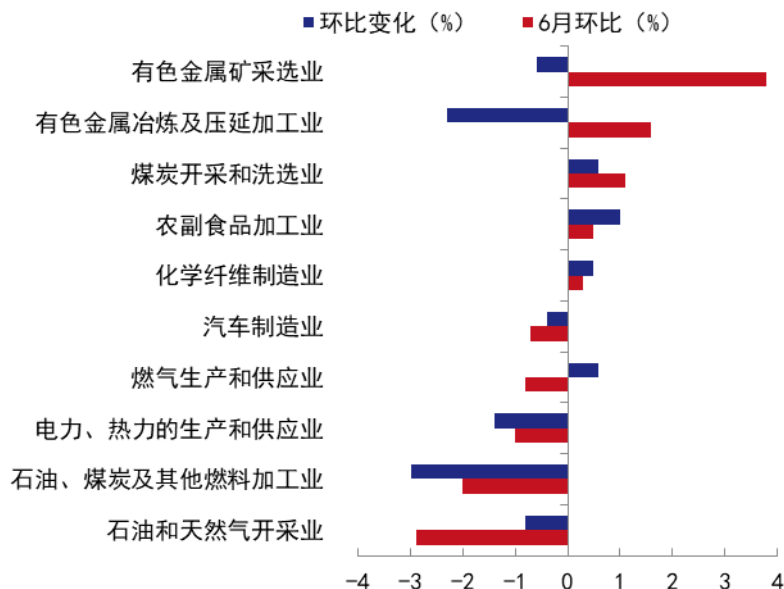
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图 8 6 月 PPI 及分项环比



数据来源: Wind 中证鹏元整理

图 9 6 月 PPI 分行业环比增速前五位、后五位



数据来源: Wind 中证鹏元整理

国际定价的原油、有色金属延续上月走势, 国内定价的煤炭季节性上涨, 与地产基建密切相关的黑色

金属环比走弱，新能源行业继续以价换量。分行业看，6月国际油价上涨，但是国内成品油价格按照前期价格滞后调整，带动石油和天然气开采业价格环比继续下降，环比增速由上月-2.1%下降至-2.9%，同时石油煤炭及其他燃料加工业价格环比由涨转跌，环比增速由上月1.0%下降至-2.0%；供给受限和全球制造业景气度回升下，有色金属板块继续表现强势，有色金属矿采选业价格连续四个月环比上涨，有色金属冶炼及压延加工业价格连续六个月上涨，其中铅冶炼、铝冶炼、铜冶炼价格分别上涨4.8%、2.6%、0.8%；煤炭供应偏紧叠加“迎峰度夏”补库需求上升，煤炭需求季节性增加，煤炭开采和洗选业价格环比1.1%；前期补库需求已释放，以及极端天气影响建筑施工，钢材需求趋弱，黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比为0.0%、-0.6%，较上月环比增速下降0.1pct、1.4pct。装备制造业中，锂离子电池制造、新能源车整车制造价格分别下降0.5%、0.1%，新能源行业主要产品继续以价换量，价格继续下降。电力热力生产和供应业、燃气生产和供应业价格环比为-1.0%、-0.8%。

产业链中上游采掘业继续上涨，原材料价格下跌，中下游价格仍然偏弱。分项看，6月PPI生产资料价格环比-0.2%，较前月下降0.6pct，生活资料价格环比-0.1%，连续五个月持平。上游的生产资料中，采掘工业环比继续上涨，原材料和加工行业价格由涨转跌；下游的生活资料中，除了食品类分项环比上涨，其他分项均下跌或者持平，这和6月CPI食品项强于季节性的数据保持一致。细分行业上，中游制造和下游消费行业价格环比大多下跌。整体来看，上游采掘业价格上涨明显，原材料价格下降，同时中下游价格偏弱，这和6月制造业PMI中原材料购进价格指数和出厂价格指数下降的数据相印证。上下游价格的分化导致产业链利润主要向上游集中，而中下游企业成本上升，利润空间会可能被进一步压缩，企业经营压力预计还会加大。

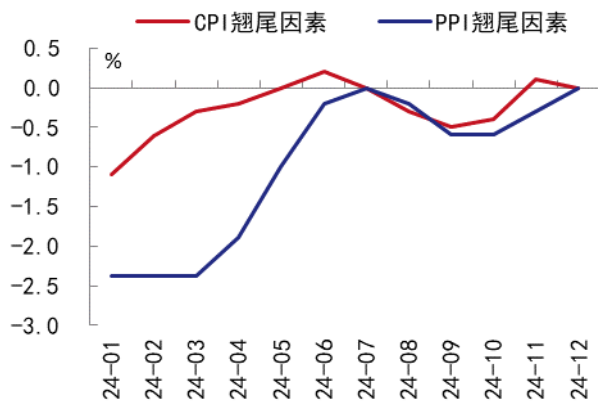
3. 展望

6月CPI弱于预期，PPI符合预期，预计后续CPI将低位波动，PPI抬升速度可能放缓。对于CPI，食品项重点分类中，猪肉价格高上涨后生猪产能去化效果放缓，气温上升下鲜菜鲜果供应增加，食品项环比预计不强；非食品项中，原油价格反复，汽车、房地产等降价促销，出行类服务需求在节假日后明显下滑，非食品项环比走弱。在总需求没有明显改善和翘尾支撑因素减弱等影响下，后续CPI同比预计主要在0-1%的区间低位波动。对于PPI，6月PPI同比增速出现回升，主要是受到基数效应、部分大宗商品涨价等因素的影响。后续原油价格上涨可能带动相关行业价格回暖，国际定价的有色金属走势偏强，而设备更新和房地产组合政策效果边际递减下，黑色系商品出现回落，总体来看PPI环比动能有待强化。从基数来看，PPI同比较度过基数效应最有利的阶段，三季度抬升速度可能放缓。

6月通胀数据分化，可以看出：（1）CPI和PPI同比一升一降，环比均下跌，实体需求边际回落。虽然6月PPI同比上升，持平于预期，但是PPI同比主要受到翘尾因素的影响，新涨价因素和PPI环比再次

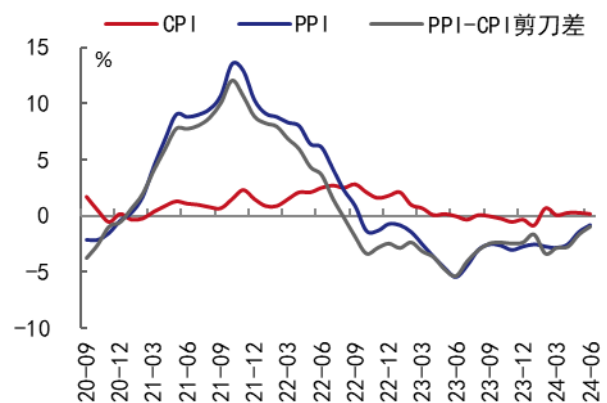
转入下跌，工业品价格内生上涨动能偏低；同期 CPI 同比在基数走低、猪肉价格环比上涨 11.4% 等因素下出现回落，明显弱于预期，CPI 和核心 CPI 环比均弱于季节性，反映居民消费需求有所走弱。**(2) CPI 和 PPI 的翘尾因素均呈现三季度走弱、四季度再度走强的趋势。**在环比动能整体偏弱的背景下，基数效应将成为影响 CPI 和 PPI 同比的重要因素。三季度 CPI 和 PPI 的翘尾因素均走弱，对同比增速形成拖累，可能在三季度 CPI 和 PPI 同比出现反复，而在四季度 CPI 和 PPI 的翘尾因素均走强，对通胀回升构成有利支撑。**(3) 对债市影响：基本面无明显改善，对债市利多。**6 月通胀数据、PMI 数据、高频数据等显示实体经济疲弱，而且 6 月经济有环比走弱的迹象。基本面决定利率长期走势，在经济未明显改善的情况下，债市调整空间比较有限，短期关注央行调控债市的力度和持续时间。

图 10 2024 年 CPI 和 PPI 翘尾因素



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 11 PPI-CPI 剪刀差



数据来源：Wind 中证鹏元整理

附表 1: 通胀月度数据

单位: %	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-06
CPI 同比	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8	0.0
CPI 食品:同比	-2.1	-2.0	-2.7	-2.7	-0.9	-5.9	2.3
CPI 非食品:同比	0.8	0.8	0.9	0.7	1.1	0.4	-0.6
核心 CPI:同比	0.6	0.6	0.7	0.6	1.2	0.4	0.4
服务 CPI:同比	0.7	0.8	0.8	0.8	1.9	0.5	0.7
CPI:环比	-0.2	-0.1	0.1	-1.0	1.0	0.3	-0.2
CPI 食品:环比	-0.6	0.0	-1.0	-3.2	3.3	0.4	-0.5
CPI 非食品:环比	-0.2	-0.2	0.3	-0.5	0.5	0.2	-0.1
核心 CPI:环比	-0.1	-0.2	0.2	-0.6	0.5	0.3	-0.1
服务 CPI:环比	0.0	-0.1	0.3	-1.1	1.0	0.4	0.1
PPI:同比	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-5.4
PPI 生产资料:同比	-0.8	-1.6	-3.1	-3.5	-3.4	-3.0	-6.8
采掘工业:同比	2.7	-1.2	-4.8	-5.8	-5.5	-6.0	-16.2
原材料工业:同比	1.6	0.5	-1.9	-2.9	-3.4	-2.3	-9.5
加工工业:同比	-2.0	-2.6	-3.6	-3.6	-3.2	-3.1	-4.7
PPI 生活资料:同比	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-1.1	-0.5
食品类:同比	-0.2	-0.7	-0.8	-1.3	-0.9	-1.0	-0.6
衣着类:同比	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.1	1.0
一般日用品类:同比	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.3
耐用消费品类:同比	-2.1	-1.8	-1.9	-1.8	-1.9	-2.3	-1.5
PPI:环比	-0.2	0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.8
PPI 生产资料:环比	-0.2	0.4	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-1.1
采掘工业:环比	0.3	0.2	-1.0	-0.8	0.2	0.2	-3.5
原材料工业:环比	-0.5	0.9	0.3	0.3	-0.4	-0.2	-1.6
加工工业:环比	-0.1	0.1	-0.4	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6
PPI:生活资料:环比	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
食品类:环比	0.3	-0.2	-0.1	-0.4	0.0	-0.1	-0.2
衣着类:环比	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.2	0.3
一般日用品类:环比	0.0	0.0	0.3	0.0	-0.2	0.0	0.1
耐用消费品类:环比	-0.7	-0.3	-0.5	0.0	0.0	-0.4	-0.4

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼

邮编：518040

点话：0755-82872897

传真：0755-82872090

北京

地址：北京市朝阳区建国路世茂大厦 C 座 23 层

邮编：100022

点话：010-66216006

传真：010-66212002

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室

邮编：200120

总机：021-51035670

传真：021-51035670

湖南

地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603

邮编：410000

点话：0731-84285466

传真：0731-84285455

江苏

地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室

邮编：210000

点话：025-87781291

传真：025-87781295

四川

地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号

邮编：610000

点话：028-89102569

山东

地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室

邮编：

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

陕西

地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室

点话：029-88626679

传真：029-88626679

香港

地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室

点话：+852 36158343

传真：+852 35966140