2020 年 6 月物价数据点评

6 月 CPI 反弹不及预期　下半年 CPI 和 PPI 同比将向“零值”收敛

据国家统计局数据，2020 年 6 月 CPI 同比 2.5%，前值 2.4%，上年同期 2.7%；6 月 PPI 同比-3.0%，前值-3.7%，上年同期 0.0%。

基本观点：

6 月餐饮业复业加快、猪肉进口下降及南方多雨等因素叠加，带动猪肉、蔬菜价格上涨，CPI 同比小幅反弹；当月非食品价格涨幅进一步走弱，并创下逾十年新低，表明当前消费市场需求不足现象突出，正在成为经济复苏的主要拖累。PPI 方面，5 月以来国际油价大幅反弹，国内基建、地产投资加速，带动大宗商品需求上升，6 月工业品价格普遍回暖，加之翘尾因素拖累减弱，当月 PPI 同比跌幅收窄，初步确认 5 月为年内 PPI 最低点。

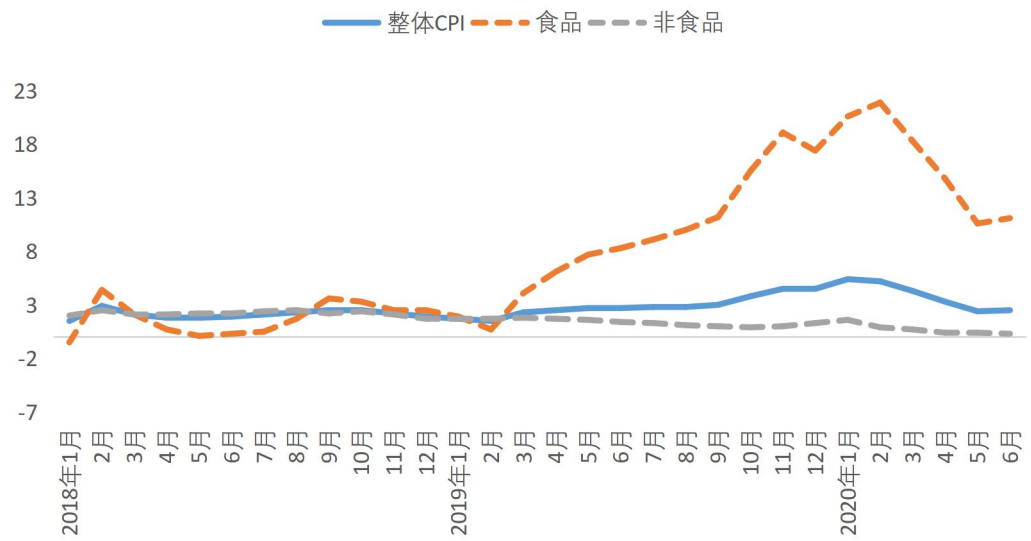
展望 7 月，猪肉价格短期可能还有一定上涨空间，7 月 CPI 涨幅有望连续两个月小幅扩大；但 8 月之后 CPI 同比将出现一个快速下行过程，年底前后有望接近零涨幅。PPI 方面，7 月国际油价仍有可能小幅回升，国内投资增速加快也会对工业品价格形成支撑，预计 7 月 PPI 同比降幅将收窄至 2.6%左右。整体看，下半年 PPI 同比将呈现经济修复、工业品通缩好转的趋势，年底前后 PPI 同比将向“零值”附近靠拢。

具体分析如下：

一、6 月餐饮业复业加快，猪肉、蔬菜价格上涨，CPI 同比小幅反弹，非食品价格涨幅再创新低，表明当前消费市场需求不足现象更为严峻。

6 月 CPI 同比上涨 2.5%，涨幅较上月小幅反弹 0.1 个百分点，结束了此前连续三个月大幅下行的过程，但反弹幅度不及市场此前普遍预期，也显著低于今年两会确定的 3.5%的控制目标。从影响物价变化的主要原因看，6 月食品价格同比上涨 11.1%，较上月反弹 0.5 个百分点，既是当前物价上涨的主要拉动因素，也是本月物价涨幅反弹的主要原因。6 月非食品价格同比仅上涨 0.3%，涨幅比上月下滑 0.1 个百分点，创下逾十年来的最低。这意味着当前除食品之外的整体物价走势很弱，显示疫情发生后消费市场需求不足现象越发突出，正在成为经济复苏的主要拖累。

图 1　CPI 增速 ：当月同比　%

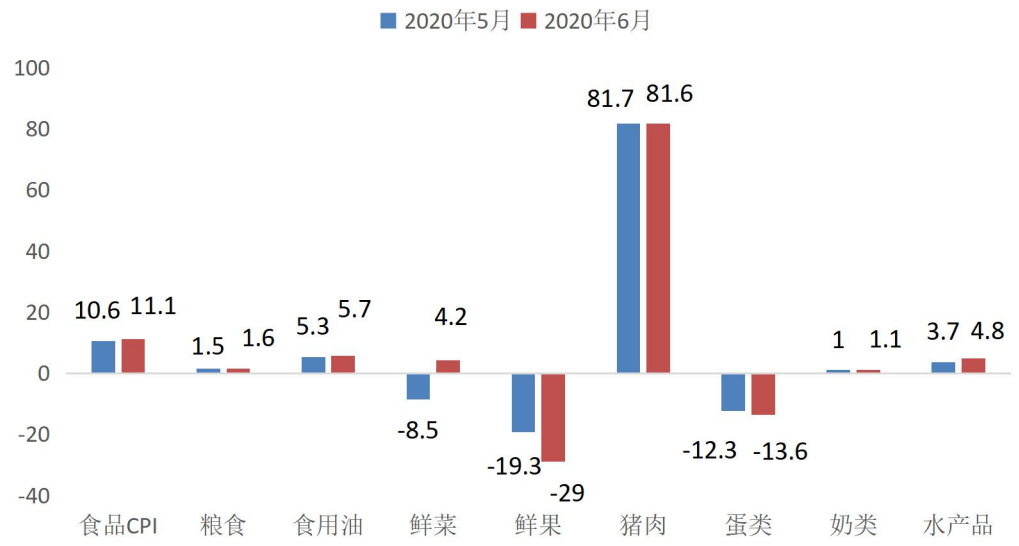


数据来源：WIND

食品价格方面，6 月餐饮业复业明显加快，在 CPI 中权重较大的猪肉、蔬菜价格由降转升，带动本月食品价格涨幅小幅反弹 0.5 个百分点。猪肉和蔬菜价格是当前食品 CPI 中权重最高、波动最大的两个品种。6 月服务业 PMI 等数据显示，近期包括餐饮业在内的服务业恢复进程加快，对猪肉和蔬菜的需求上升较快。同时，6 月北京新发地市场出现新疫情，因担心新冠病毒通过进口肉类传播，当月猪肉进口量下降；而南方多雨天气和新发地疫情也对蔬菜供应调配带来一定影响。由此，当月猪肉、蔬菜价格环比由降转升。其中，猪肉价格从上月下降 8.1%转为本月上涨 3.6%，蔬菜价格变化为从下降 12.5%转为上涨 2.8%。由于上年同期猪肉价格基数抬高，本月同比涨幅变化不大，而蔬菜价格同比涨幅则显著上升 12.7 个百分点，并带动整体 CPI 涨幅扩大 0.3 个百分点。 此外，受供应充足及需求增长有限影响，6 月鸡蛋和水果价格比上月均有所下降，同比降幅也在扩大。进入休渔期后，水产品价格小幅走高，同比涨幅也略有加快。值得一提的是，6 月粮食价格环比上涨 0.1%，涨幅比之前两个月明显放缓，显示粮价边际上涨势头有所缓和。但 6 月粮价同比涨幅仍扩大至 1.6%，为近三年来的最高水平，疫情全球蔓延影响背景下，后期粮价走势需要重点关注。

整体上看，6 月食品价格环比小幅上涨 0.2%，同比涨幅也小幅扩大 0.5 个百分点，结束了此前三个月快速下行过程。这一方面显示餐饮业复业加快带来的影响，另一方面也显示由于需求不旺，食品价格反弹幅度仍然有限，且低于此前市场普遍预期。

图 2　食品类各分项 CPI 同比增速 %

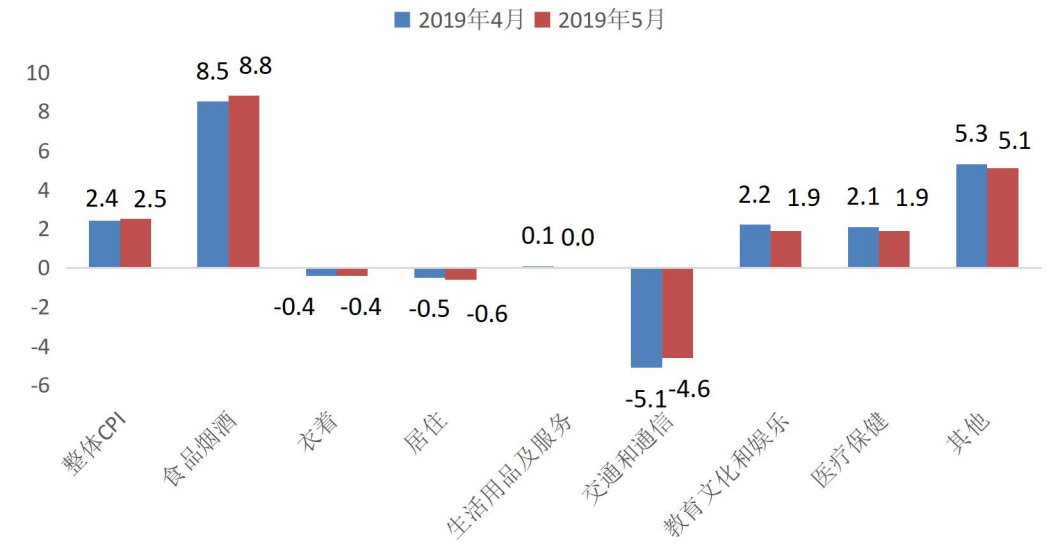


数据来源：WIND

非食品价格方面，需要不足的影响更为充分，6 月非食品价格环比和同比涨幅进一步走弱。5 月之后国际油价开始低位反弹，并于 6 月升至 40 美元/桶的“地板价”之上，当月国内成品油价格小幅上调。在此背景下，6 月交通通信价格跌幅略有收窄。不过，除此以外的其他商品和服务价格环比和同比均在走弱，表明伴随疫情影响周期拉长，居民实际收入增速和收入预期都出现了明显下降，消费支出趋于谨慎。

6 月，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.9%，涨幅比上月下滑 0.2 个百分点，是 2013 年有历史记录以来的最低水平。这表明当前缺乏物价普遍上涨的基础，未来需求不足引发通缩的风险值得关注。

图 3　八类商品与服务 CPI 同比增速 %



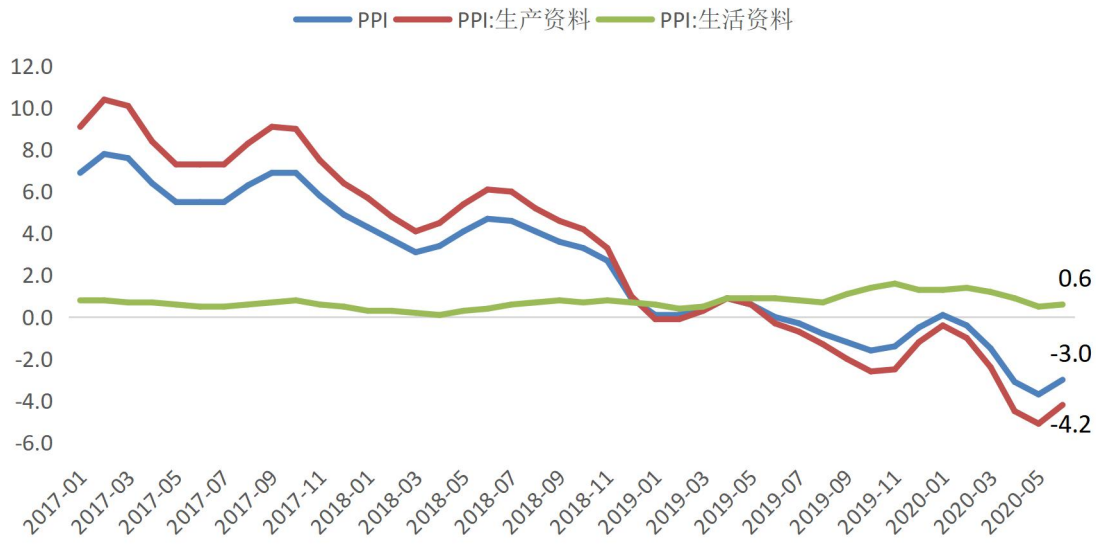
数据来源：WIND

二、5月以来国际油价大幅反弹，国内基建、地产投资加速，带动大宗商品需求上升，6月工业品价格普遍回暖，加之翘尾因素拖累减弱，当月PPI同比跌幅收窄，初步确认5月为年内PPI最低点。

6月PPI环比转正，同比跌幅收敛，主要受两方面因素拉动：首先，5月以来供需两端积极因素带动国际原油价格反弹。一方面，OPEC+执行减产且维持高执行率，美国页岩油产量大幅收缩，原油库存下降；另一方面，中国内需渐进修复、欧美陆续开始重启经济，带动需求回暖，年内需求前景亦有所好转。根据我们计算，6月布伦特原油现货价均值为40.2美元/桶，环比上涨37.6%，同比跌幅亦大幅收敛。值得一提的是，5月国际油价即出现明显反弹，但当月PPI环比续跌，同比跌幅加深，主要原因是我国原油进口依赖度较高，受运输时滞影响，国际油价变动传导至国内PPI存在一定时间差。而随着时滞效应释放，油价反弹对国内PPI的拉升作用在6月开始显现。此外，近期国内投资、消费需求持续修复，尤其是基建、地产投资加速带动建筑链条景气度回升，支撑工业品价格普遍回暖。

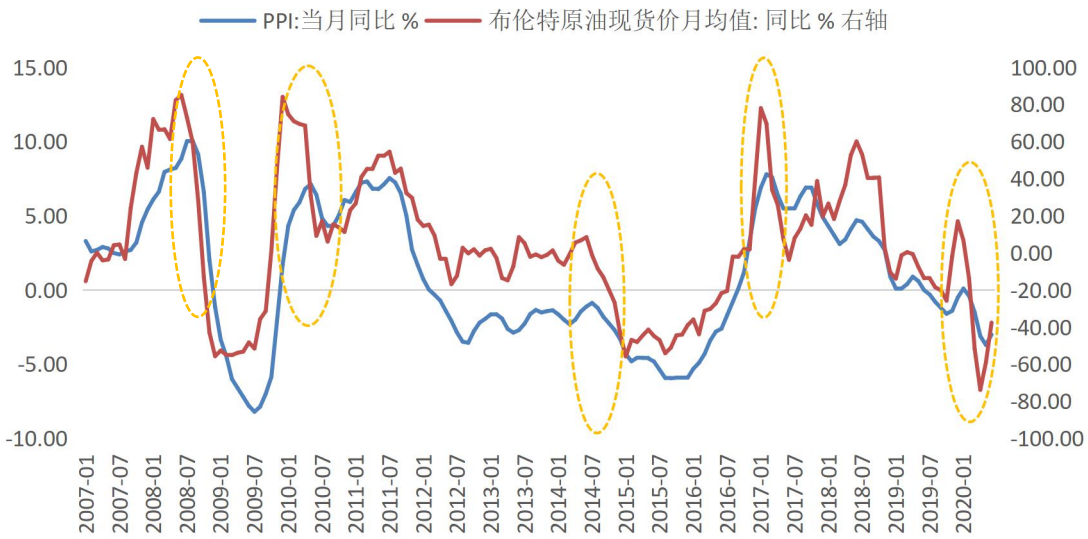
由此，在内外部因素影响下，6月PPI环比由负转正，上涨0.4%（前值为-0.4%）。同比方面，在新涨价动能增强和翘尾因素拖累减弱（6月PPI翘尾因素为-0.2个百分点，高于上月的-0.5个百分点）共同作用下，PPI同比跌幅从上月的3.7%收敛至3.0%。

图4　PPI增速：当月同比　%



数据来源：WIND

图5　时滞效应释放后，国际油价反弹对国内PPI的拉升作用开始显现



数据来源：WIND

分大类看，6 月生产资料 PPI 环比上涨 0.5%，前值为下跌 0.5%，同比跌幅则较上月收窄 0.9 个百分点至-4.2%，与 PPI 整体走势一致。各分项中，采掘工业、原材料工业和加工工业 PPI 环比均实现上涨，涨幅分别为 4.9%、0.7%和 0.2%，较上月分别加快 6.6、1.8 和 0.4 个百分点；同比分别下跌 10.5%、8.5%和 2.0%，跌幅较上月收窄 4.3、1.4 和 0.4 个百分点。可见，6 月采掘工业 PPI 在生产资料各分项中反弹幅度最大，原油价格大幅回升的影响显著。

图 6　生产资料各项 PPI 同比增速 %

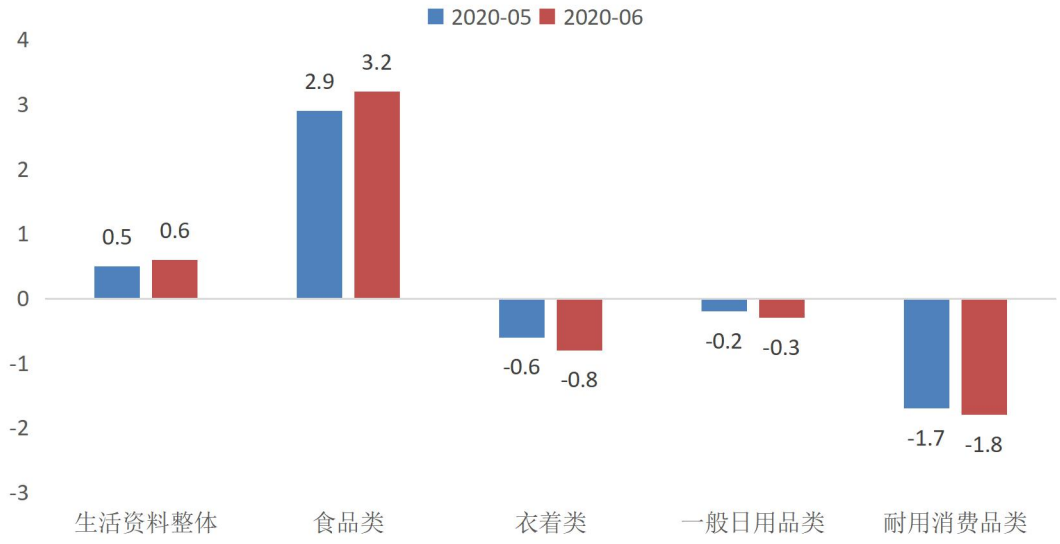


数据来源：WIND

生活资料方面，6 月生活资料 PPI 环比上涨 0.1%，高于前值-0.3%；同比上涨 0.6%，高于前值 0.5%。从分项看，主要受食品类 PPI 环比上涨 0.3%（前值-0.5%）、同比上涨 3.2%（前

值 2.9%）拉动；其他分项 PPI 环比走势稳定，同比跌幅均略有加深。这也反映出当前终端消费需求依然偏弱，抑制下游产品价格上涨，后续需关注上游涨价对下游传导不畅对下游企业利润的侵蚀。

图 7　生活资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

从细分行业来看，6 月多数行业 PPI 环比涨幅/跌幅或与上月持平，或有所加快/收敛，其中，石油相关行业、煤炭和有色金属采选业、农副食品加工业、黑色金属冶炼及压延业等行业 PPI 环比涨幅/跌幅加快/收敛的幅度较大。当月石油和天然气开采业 PPI 环比大幅上涨 38.2%，显著高于前值-9.1%。同比来看，6 月石油相关行业 PPI 同比跌幅普遍收窄，其中，石油和天然气开采业 PPI 同比跌幅较上月收窄 18.5 个百分点至 39.1%，石油、煤炭和其他燃料加工业 PPI 跌幅收窄 2.8 个百分点至 21.6%；此外，黑色金属和有色金属冶炼及压延业 PPI 同比跌幅也有所收敛。

三、7 月猪肉价格或还有一定上涨空间，CPI 涨幅有望连续两个月小幅扩大，但 8 月之后将出现一个快速下行过程，年底前后有望接近零涨幅。7 月国际油价仍有小幅回升空间，国内投资增速加快也会对工业品价格形成支撑，预计 7 月 PPI 同比降幅将收窄至 2.6%左右，年底前后 PPI 同比也将向“零值”附近靠拢。

7 月餐饮业复业进程还将持续推进，猪肉需求也会进一步上升，猪肉价格或还有一定上涨空间。但北京疫情扰动因素已基本平息，预期后期猪肉进口有可能逐步恢复。伴随夏季供应增加，7 月蔬菜价格上涨势头将会减弱，加之其他食品、消费品及服务价格缺乏上涨动力，

预计7月CPI涨幅仅会小幅反弹至2.6%左右。8月之后，伴随上年同期猪肉价格开始大幅跳涨，价格基数迅速走高，加之今年需求不足导致新涨价因素进一步弱化，CPI同比将出现一个较快下行过程，年底有可能向同比零涨幅收敛。这一方面表明下半年消费对经济增长的拉动作用将较为有限，另一方面物价下行也将为货币政策进一步宽松扩大空间。

PPI方面，产油国执行减产协议、主要工业国经济重启对国际油价构成支撑，7月国际油价仍有回升空间，但反弹斜率会明显放缓。从国内来看，下半年基建将进一步发力，房地产投资韧性犹存，制造业投资也将缓慢修复。同时，前期油价回升对其他工业品价格的影响将逐步显现，工业品价格有望继续回暖。我们预计，7月PPI环比将延续正增，加之翘尾因素抬升，PPI同比跌幅将进一步收窄至-2.6%左右。整体看，下半年PPI走势将呈现经济修复、工业品通缩好转的趋势。但因全球疫情仍在加速扩散，尤其是美国疫情出现反弹，全球总需求恢复将较为缓慢，大宗商品价格上行空间有限，预计年底前后PPI同比也仅为向“零值”附近靠拢。

东方金诚首席宏观分析师　王青　　高级分析师 冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。