

6 月通胀点评

季节性扰动、政策性因素和海外因素的影响叠加

6 月 CPI 同比增速略高于万得一致预期，PPI 同比增速低于万得一致预期；6 月国际能源价格和贵金属价格较强，对国内相关产品价格波动的扰动较大；“促消费”和“反内卷”政策，对 CPI 和 PPI 相关产品的价格都造成一定影响；关注美国关税政策对我国出口占比较高的行业产品价格产生的影响。

- 6 月 CPI 环比下降 0.1%，同比增长 0.1%，核心 CPI 同比增长 0.7%，服务价格同比增长 0.5%，消费品价格同比下降 0.2%。
- 从分项看，6 月同比增速增长的是其他用品和服务（8.1%）、衣着（1.6%）、教育文化娱乐（1.0%）、生活用品及服务（0.7%）、医疗保健（0.4%）、食品烟酒（0.1%）和居住（0.1%），同比负增长的仅有交通通信（-3.7%），同比增速较 5 月上升较多的有其他用品和服务、生活用品及服务及交通通信。
- 6 月 CPI 同比增速回正，但内需仍有分化。6 月 CPI 同比增速回正，主要是受工业消费品价格有所回升影响，其中包括国际油价价格变动对国内能源价格同比降幅收窄的影响、国际贵金属价格上涨对国内相关产品价格的提振、促消费政策对部分消费品价格的正面影响以及以汽车为代表的耐用消费品价格同比降幅收窄的拖累减小等。我们认为 6 月 CPI 同比增速回正有季节性因素的影响，未来走势仍有双向波动的可能性，一是国际油价波动较大，对国内能源价格的影响是双向的，二是 4 月以来鲜菜、鲜果等食品价格受气候高温多雨影响，价格环比强于季节性水平，牛肉、羊肉、水产品等价格或受进口影响，价格环比表现强于季节性，三是关注食品项目中，烟草价格自 2016 年以来首次环比负增长，酒类价格自 4 月以来环比增速偏低，表明内需增长仍有压力，四受促消费、“反内卷”等政策影响，部分工业消费品价格出现好转趋势，但后续价格表现或较依赖政策持续发力。考虑到去年三季度 CPI 环比基数较高，2025 年三季度 CPI 同比增速仍有压力，但从下半年整体情况看，我们认为 CPI 同比增速上行趋势仍在。
- 6 月 PPI 环比下降 0.4%，同比下降 3.6%，其中生产资料同比下降 4.4%，生活资料同比下降 1.4%。PPIRM 同比下降 4.3%。
- 影响 6 月 PPI 环比下降的主要原因有三个：一是国内部分原材料制造业价格季节性下行，黑色金属冶炼和压延加工业和非金属矿物制品业，合计影响 PPI 环比下降约 0.18 个百分点。二是绿电增加带动能源价格下降，煤炭加工、煤炭开采和洗选业和电力热力生产和供应业，3 个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.15 个百分点。三是一些出口占比较高的行业价格承压，如计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业以及纺织业。
- 下半年 PPI 同比增速或在基数效应影响下上升，但内需好转仍需时间。我们认为内需好转可能出现以下几个方面：一是“反内卷”带动部分行业产品价格出现同比降幅收窄，比如 6 月汽柴油车整车制造价格、新能源车整车制造价格、光伏设备及电子元器件制造价格、锂离子电池制造价格同比降幅均有不同程度的收窄；二是提振消费相关政策加力扩围带动部分生活资料价格同比回升；三是部分高技术行业价格同比上涨，如高端制造、智能制造、数字经济等行业产品。
- **风险提示：**全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《策略点评》20250709

《宏观和大类资产配置周报》20250707

《“大而美”法案加剧美国财政压力》20250707

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

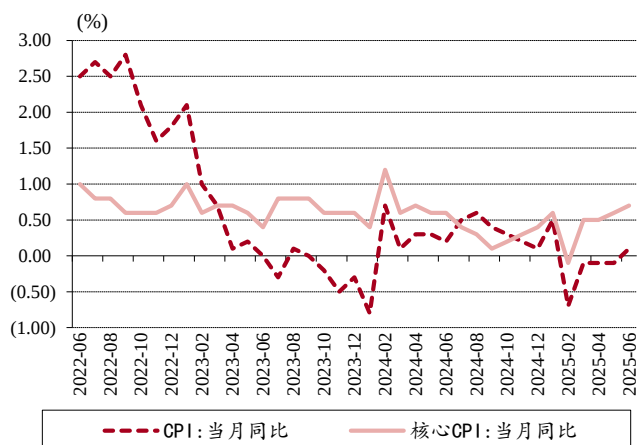
6月CPI同比增速略高于万得一致预期，增速较5月上升。6月CPI环比下降0.1%，增速较5月上升0.1个百分点。从分项看，6月环比上行的包括其他用品和服务（0.5%）、生活用品及服务（0.2%）和医疗保健（0.1%），环比下降的有食品烟酒（-0.3%）、衣着（-0.1%）和教育文化娱乐（-0.1%），居住和交通通信6月环比持平；6月分项中较5月环比增速上升的有交通通信和生活用品及服务，环比增速下降的有衣着、教育文化娱乐、其他用品和服务以及食品烟酒。6月CPI同比增长0.1%，较5月增速上升0.2个百分点，核心CPI同比增长0.7%，较5月上升0.1个百分点，服务价格同比增长0.5%，较5月持平，消费品价格同比下降0.2%，较5月上升0.3个百分点。从分项看，6月同比增速增长的是其他用品和服务（8.1%）、衣着（1.6%）、教育文化娱乐（1.0%）、生活用品及服务（0.7%）、医疗保健（0.4%）、食品烟酒（0.1%）和居住（0.1%），同比负增长的仅有交通通信（-3.7%），同比增速较5月上升较多的有其他用品和服务、生活用品及服务及交通通信。

食品价格环比降幅小于季节性，同比降幅略有收窄。受高温、降雨较常年同期偏多影响，食品价格环比下降0.4%，降幅小于季节性水平0.5个百分点，食品中，淡水鱼和鲜菜价格环比涨幅均高于季节性水平；食品价格同比下降0.3%，降幅比上月收窄0.1个百分点，其中牛肉价格结束28个月连续下降，转为上涨2.7%，猪肉价格下降8.5%，为连续上涨后首次转降。

工业消费品价格提振CPI。从环比看，受国际油价变动影响，汽油价格环比由上月下降3.8%转为上涨0.4%，带动能源价格由上月下降1.7%转为上涨0.1%，扣除能源的工业消费品价格环比上涨0.1%，其中受金价处于高位替代需求增加影响，铂金饰品价格上涨12.6%，为近10年月环比最大涨幅；从同比看，工业消费品价格同比降幅由上月的1.0%收窄至0.5%，对CPI同比的下拉影响比上月减少约0.18个百分点，其中，油价变动影响能源价格同比降幅比上月收窄1.0个百分点，对CPI同比的下拉影响比上月减少约0.08个百分点，受国际大宗商品价格变动影响，金饰品和铂金饰品价格合计影响CPI同比上涨约0.21个百分点，促消费政策效应持续显现，文娱耐用消费品、家用纺织品和家用器具价格同比分别上涨2.0%、2.0%和1.0%，汽车价格降幅逐步收窄，燃油小汽车和新能源小汽车价格本月同比分别下降3.4%和2.5%，降幅分别为近28个月和26个月最小。

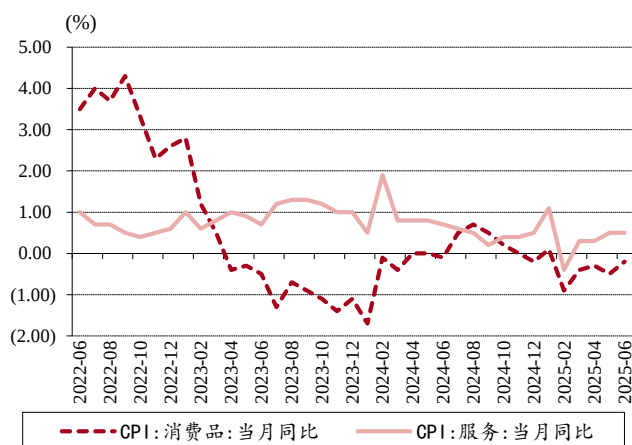
6月CPI同比增速回正，但内需仍有分化。6月CPI同比增速回正，主要是受工业消费品价格有所回升影响，其中包括国际油价变动对国内能源价格同比降幅收窄的影响、国际贵金属价格上涨对国内相关产品价格的提振、促消费政策对部分消费品价格的正面影响以及以汽车为代表的耐用消费品价格同比降幅收窄的拖累减小等。我们认为6月CPI同比增速回正有季节性因素的影响，未来走势仍有双向波动的可能性，一是国际油价波动较大，对国内能源价格的影响是双向的，二是4月以来鲜菜、鲜果等食品价格受气候高温多雨影响，价格环比强于季节性水平，牛肉、羊肉、水产品等价格或受进口影响，价格环比表现强于季节性，三是关注食品项目中，烟草价格自2016年以来首次环比负增长，酒类价格自4月以来环比增速偏低，表明内需增长仍有压力，四受促消费、“反内卷”等政策影响，部分工业消费品价格出现好转趋势，但后续价格表现或较依赖政策持续发力。考虑到去年三季度CPI环比基数较高，2025年三季度CPI同比增速仍有压力，但从下半年整体情况看，我们认为CPI同比增速上行趋势仍在。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



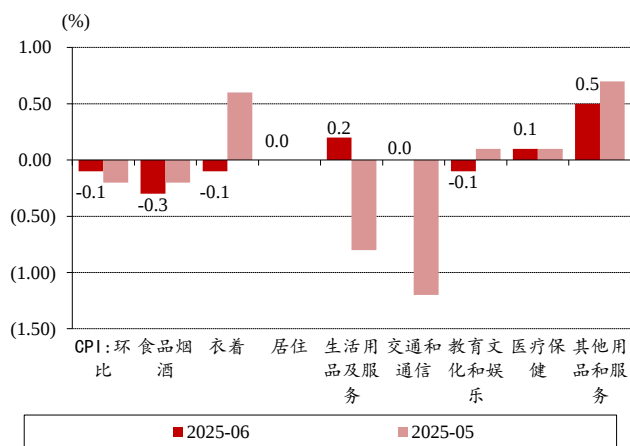
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



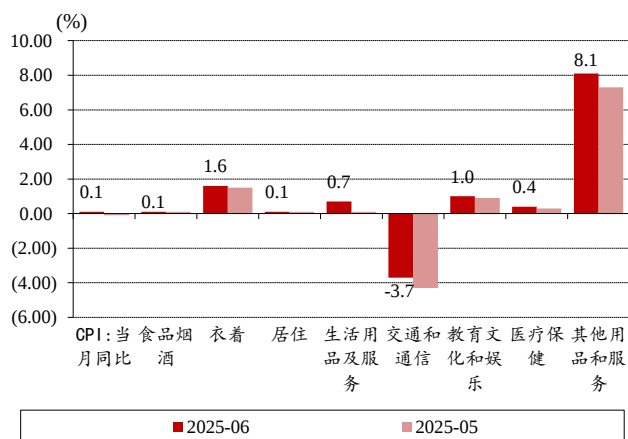
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



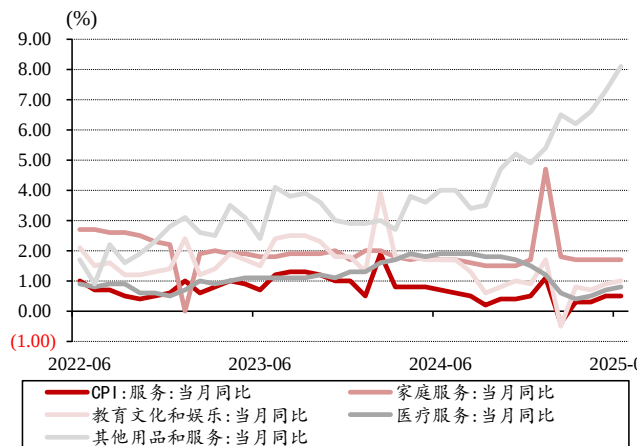
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



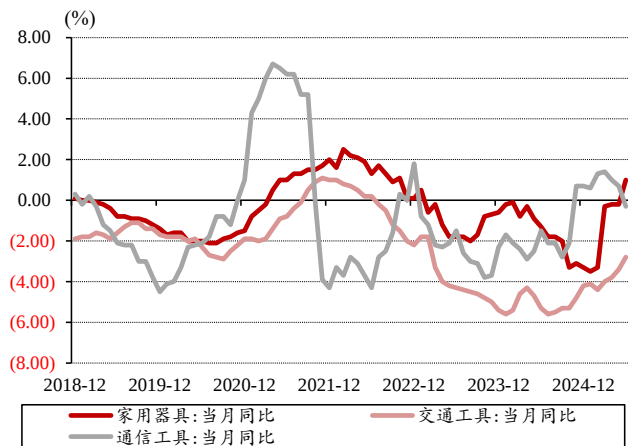
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 主要服务业分项 CPI 同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 主要耐用消费品价格同比增速



资料来源：万得，中银证券

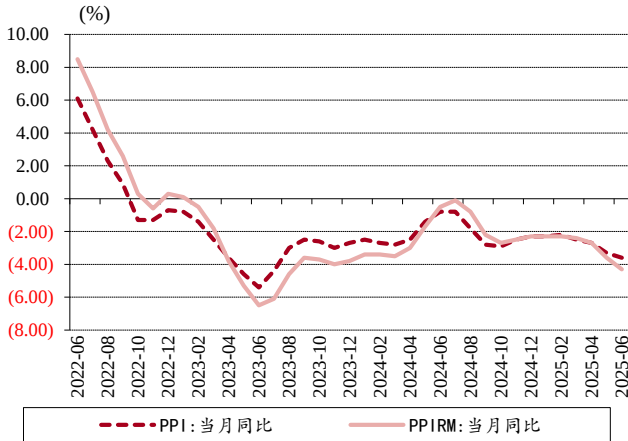
PPI

PPI 环比增速连续七个月下降。6 月 PPI 环比下降 0.4%，其中生产资料环比下降 0.6%，生活资料环比下降 0.1%。6 月 PPI 同比下降 3.6%，较 5 月下降 0.3 个百分点，其中生产资料同比下降 4.4%，较 5 月下降 0.4 个百分点，生活资料同比下降 1.4%，较 5 月降幅持平。PIRM 同比下降 4.3%，较 5 月下降 0.7 个百分点，从构成来看，6 月同比增速仍以下降为主，同比增速下降较多的是燃料动力（-10.4%），黑色金属（-8.0%）和化工原料（-6.2%），同比增速上升的是有色金属（2.4%）；同比增速较 5 月下降较多的品类有有色金属、农副产品、建筑材料和化工原料，增速较 5 月上升的仅有纺织原料。

关注出口占比较高的行业。6 月生产资料价格中，采掘业环比下降 1.2%，原材料业环比下降 0.7%，加工业环比下降 0.5%。影响 6 月 PPI 环比下降的主要原因有三个：一是国内部分原材料制造业价格季节性下行。夏季高温雨水天气增多，影响部分房地产、基建项目施工进度，叠加钢材、水泥等供给相对充足，黑色金属冶炼和压延加工业和非金属矿物制品业，合计影响 PPI 环比下降约 0.18 个百分点。二是绿电增加带动能源价格下降。西北地区太阳能、风力发电及西南地区水力发电增多，使整体发电成本有所降低，同时绿电对火电的替代作用增强，电煤需求减少，煤炭加工、煤炭开采和洗选业和电力热力生产和供应业，3 个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.15 个百分点。三是一些出口占比较高的行业价格承压。全球贸易增长放缓，国际贸易环境的不确定性影响企业出口预期，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 0.4%，电气机械和器材制造业价格下降 0.2%，纺织业价格下降 0.2%。

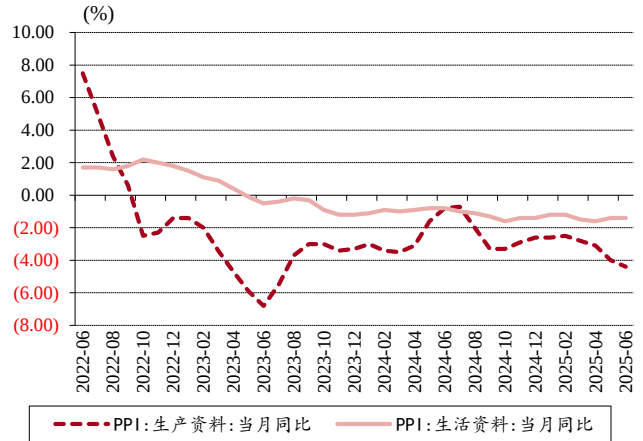
下半年 PPI 同比增速或在基数效应影响下上升，但内需好转仍需时间。我们认为内需好转可能出现以下几个方面：一是“反内卷”带动部分行业产品价格出现同比降幅收窄，比如 6 月汽柴油车整车制造价格、新能源车整车制造价格、光伏设备及电子元器件制造价格、锂离子电池制造价格同比降幅均有不同程度的收窄；二是提振消费相关政策加力扩围带动部分生活资料价格同比回升；三是部分高技术行业价格同比上涨，如高端制造、智能制造、数字经济等行业产品。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



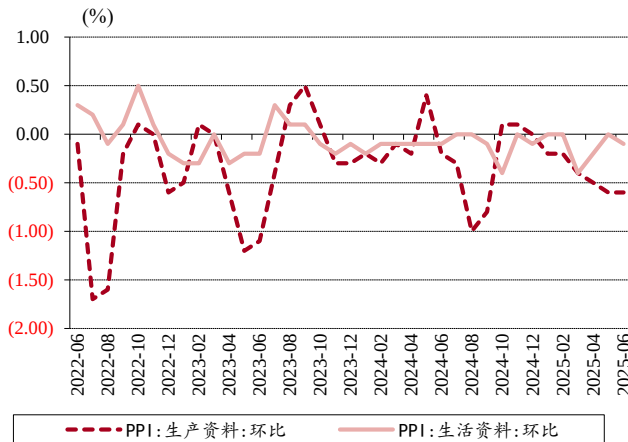
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



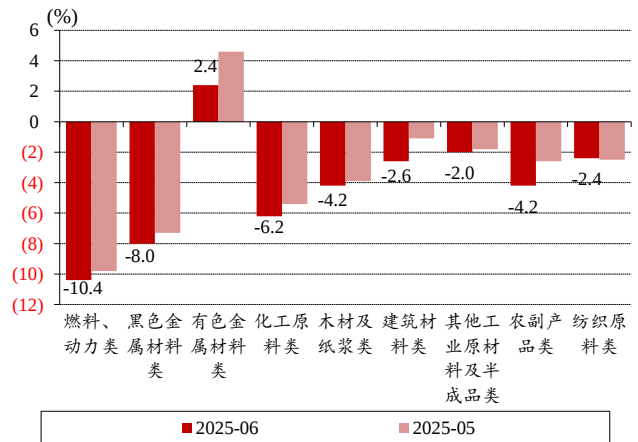
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



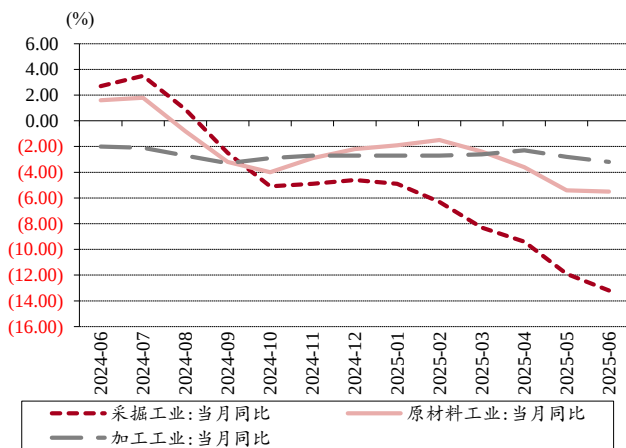
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



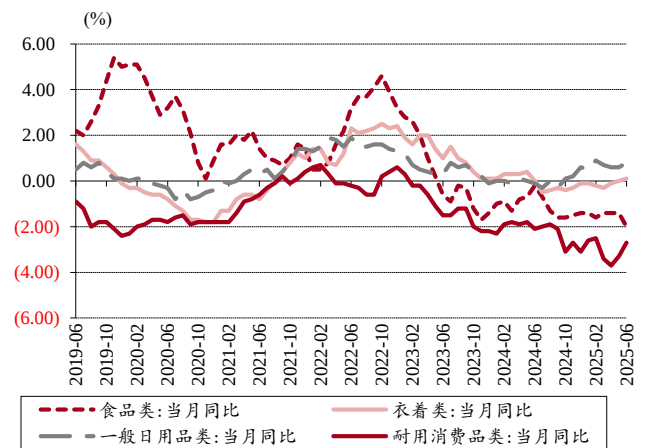
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀二次上行的风险; 欧美经济回落速度偏快; 国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371