

2021年6月物价数据点评

6月工业品价格涨幅开启见顶回落过程，PPI高增向CPI传导仍不明显

据国家统计局数据，2021年6月CPI同比1.1%，前值1.3%，上年同期2.5%；6月PPI同比8.8%，前值9.0%，上年同期-3.0%。

基本观点：

6月物价数据有两个突出特征：一是国内大宗商品保供稳价及打击投机等综合治理措施见效，PPI同比见顶回落，环比涨幅也显著趋缓；二是受猪肉价格下跌影响，CPI同比涨幅下行，更为重要的是，6月消费价格数据显示，当前PPI高增对CPI的传导效应依然不明显。PPI和CPI“剪刀差”加剧，一方面造成下游企业利润受到挤压，成为7月7日国常会部署“适时降准”的直接原因；另一方面，CPI涨幅处于明显偏低水平，意味着下半年“控物价”因素难以给货币政策带来显著的收紧压力。

6月CPI环比下行符合季节性特征，但今年6月降幅明显偏大，主要是受当月猪肉价格较快下跌带动。非食品价格方面，当前市场主要关注PPI高增对CPI的传导效应，6月数据显示，除国际油价上行带动交通和通信价格涨幅略有加快外，其他商品和服务价格走势变化不大，依然处于明显偏低水平。国内民生商品产能充足、消费修复相对较缓是主要原因。

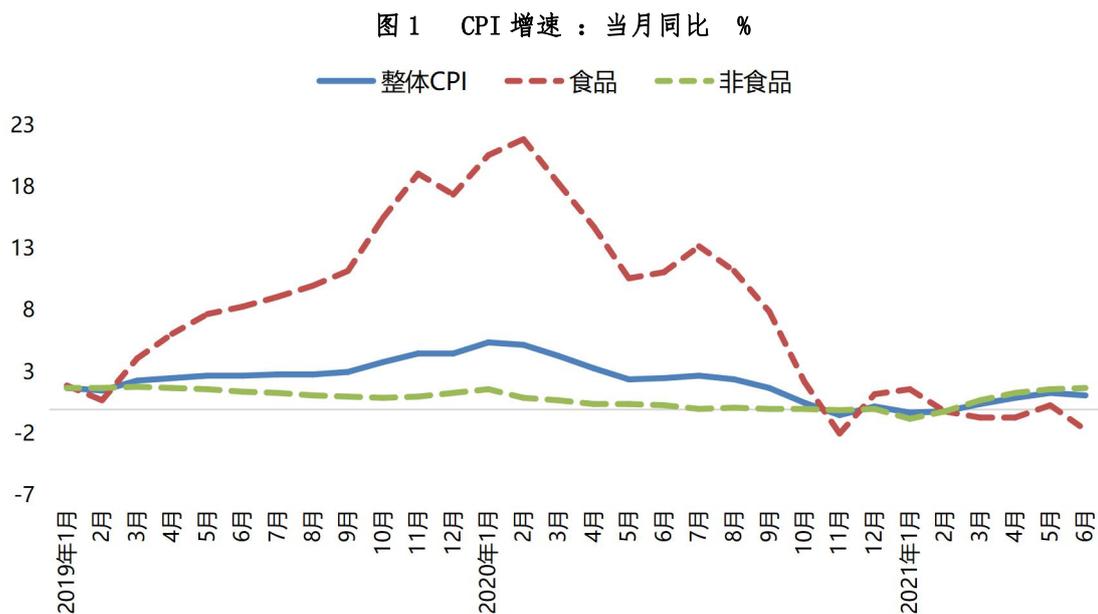
PPI方面，由于海外市场已基本消化前期对需求回升的预期，而且对下半年供给增加和美联储收紧货币政策的担忧持续提升，以及国内通过打击投机、抛储等举措平抑工业品价格上涨，6月PPI环比涨势趋缓符合预期。加之基数走高，同比涨幅迎来回落拐点也在意料之中。不过，6月新涨价因素继续边际上扬，带动PPI同比略超预期。这一方面受油价仍在上涨带动，另一方面也因国内保供增量措施有限，“黑色系”商品价格未进一步下跌。

展望7月，PPI同比拐点已现，下半年翘尾因素明显减弱，PPI同比大概率将延续下行，下行幅度则取决于新涨价因素的变化情况。伴随猪肉价格进入底部区域及非食品价格小幅走高，将带动7月CPI同比微升至1.2%左右，PPI和CPI“剪刀差”格局难现明显改变。

具体分析如下：

一、6月CPI环比下行符合季节性特征，但今年6月降幅明显偏大，主要是受当月猪肉价格较快下跌带动。非食品价格方面，当前市场主要关注PPI高增速对CPI的传导效应，6月数据显示，除国际油价上行带动交通和通信价格涨幅略有加快外，其他商品和服务价格走势变化不大，依然处于明显偏低水平。国内民生商品产能充足、消费修复相对较缓是主要原因。

具体分析如下：



数据来源：WIND

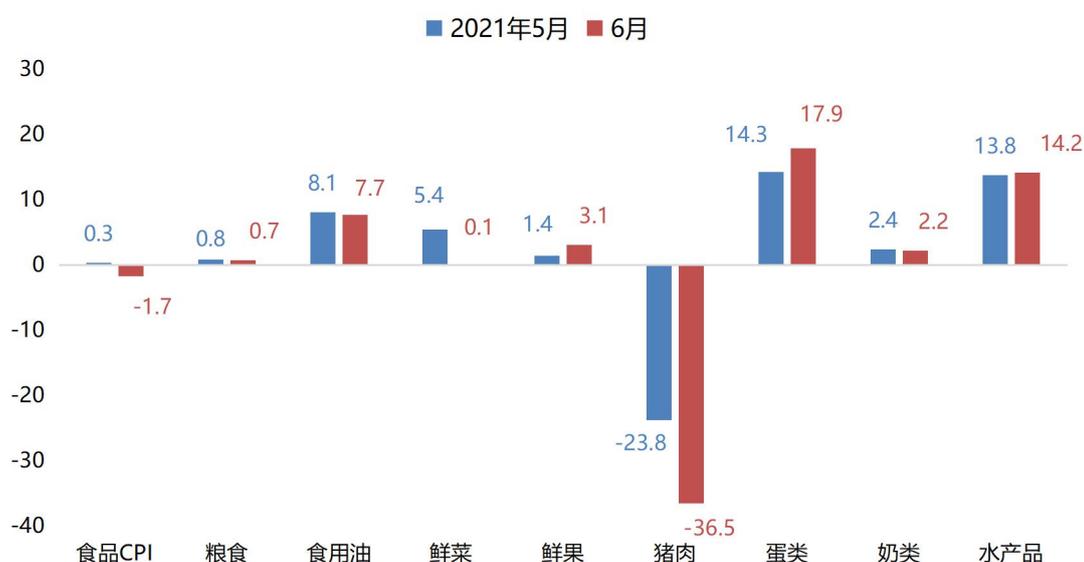
6月猪肉价格继续大幅下跌，带动食品价格同比下行幅度加大，是当月CPI涨幅回落的主要原因；近期国际农产品价格大幅上涨，但未对国内粮价造成明显影响。

6月食品价格环比季节性回落，但降幅较正常年份明显加大，主要原因是受生猪产能持续恢复、压栏肥猪集中出栏及消费需求季节性偏弱等因素影响，6月猪肉价格环比继续大幅下降13.6%，同比降幅则从上月的23.8%扩大到36.5%。仅此一项，就下拉当月CPI涨幅约0.7个百分点，而且下拉幅度比上月扩大0.23个百分点。换句话说，本月CPI涨幅较上月收窄0.2个百分点，几乎全部为猪肉价格下跌贡献。

其他食品方面，6月鲜菜、鲜果大量上市，价格正常下行。而受上年价格基数走高带动，当月鲜菜价格同比显著下行，鲜果同比涨幅仅略有扩大。由于去年疫情期间出现“压塘”现象，今年淡水鱼养殖规模下降，近期水产品价格保持较快上涨势头。受蛋鸡存栏量下降、饲料成本上涨及气温升高造成产蛋率下降等因素影响，6月鸡蛋价格维持较高水平，同比涨幅则在上月突破两位数后进一步升至17.9%。

值得注意的是，6月粮食价格连续两个月持平，同比涨幅则收缩至0.7%，较上月下降0.1个百分点，继续处于偏低增长水平。这表明，尽管近期海外谷物等农产品及食品价格出现较大幅度上涨（根据联合国粮农组织数据，5月全球食品价格指数环比上涨4.8%，同比涨幅达到41.0%），但在国内主粮供需平衡稳定的背景下，国内粮价并未随之出现显著波动，即这段时间国内外粮价和食品价格波动实现了“有效隔离”。唯一例外的是食用油，由于我国大豆进口依赖度很高，6月食用油价格环比上涨0.2%，但由于上年基数抬高，同比涨幅收窄至7.7%，显示近期国际大豆价格大幅上涨正在一定程度上通过进口渠道向国内传导。

图2 食品类各分项CPI同比增速 %

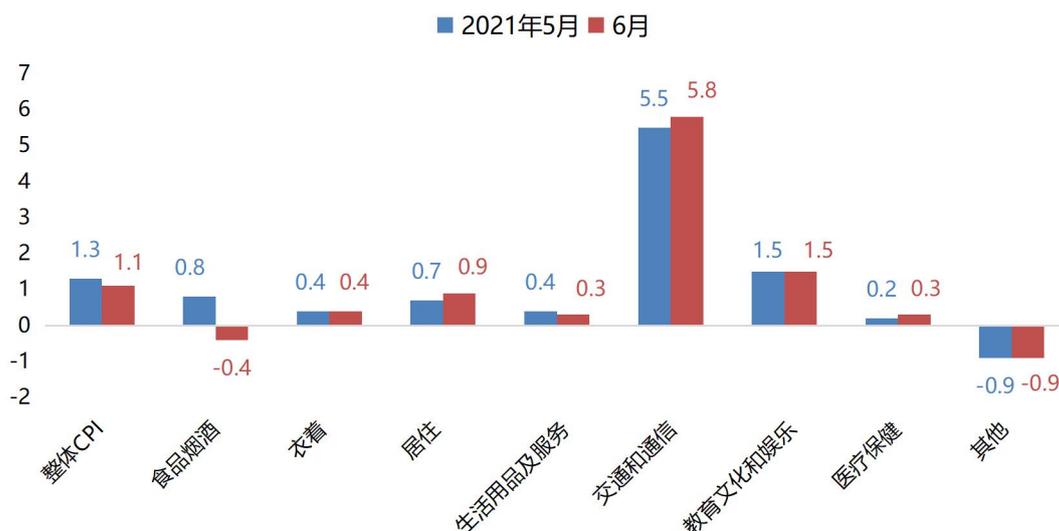


数据来源：WIND

6月燃油价格走高，但出游淡季叠加广东局部地区疫情影响，交通旅游等服务价格下行幅度较大，当月非食品价格与上月持平，同比则小幅扩大至1.7%。这表明近期PPI冲高向CPI的传导效应依然很弱。

6月，国际原油价格上涨，国内汽油和柴油价格分别上涨2.1%和2.3%，带动交通和通信价格同比涨幅扩大，对非食品价格带来一定上行推动作用。不过，6月进入旅游淡季，加之广东局部地区疫情出现反复，全国范围内的飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格均下降，降幅在1.3%—9.2%之间，对非食品价格产生一定的下拉作用。以上两类因素抵消后，当月非食品价格与上月持平。由于上年基数小幅走低，6月非食品价格同比由上月的1.6%升至1.7%，依然处于明显偏低水平。

图3 八类商品与服务CPI同比增速 %

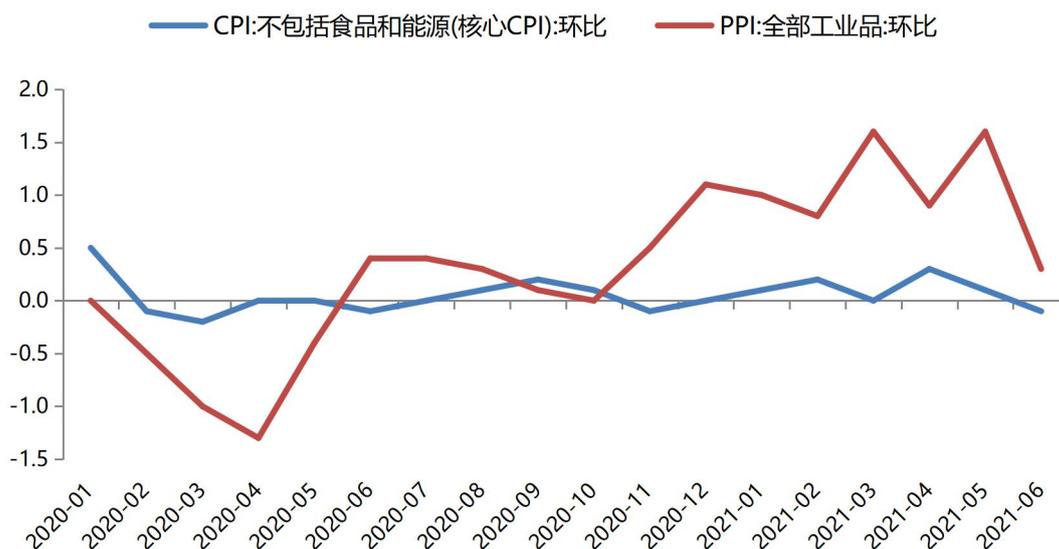


数据来源：WIND

当前市场关注的焦点是PPI冲高是否会向CPI传导，即工业品价格急升是否会导致国内出现普遍高通胀？6月CPI同比涨幅收窄，而且非食品价格同比仅小幅扩大至1.7%，表明这种传导效应仍然很弱。

另外，扣除波动较大的食品和能源价格，6月核心CPI环比和同比分别为-0.1%和0.9%，其中环比由正转负，同比涨幅持平，而且都明显低于同期PPI走势（历史数据显示，核心CPI与PPI相关性较强）。这直观地反映了当前物价走势剧烈分化的现实。我们认为，背后的原因包括三个方面：一是国内产能修复充分、民生商品供应充足，二是当前消费需求恢复相对较缓；三是去年我国未实施强刺激政策，货币因素不支持物价全面上涨。我们判断，短期内PPI和CPI走势“剪刀差”格局将会延续，这也是7月7日国常会部署“适时降准”，缓解下游小微企业经营压力的主要原因。

图4 核心CPI与PPI环比增速 %

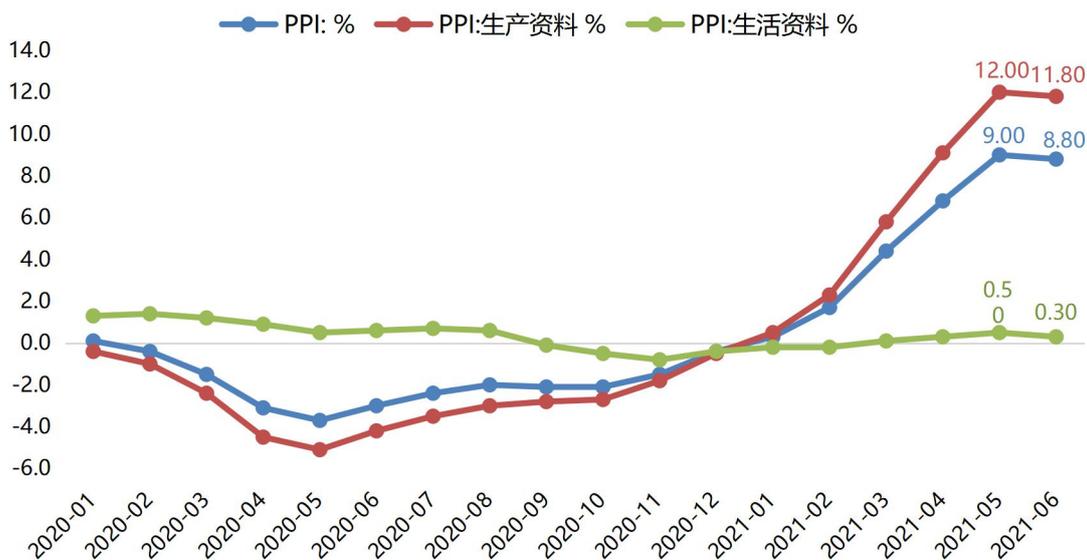


数据来源：WIND

二、由于海外市场已基本消化前期对需求回升的预期，而且对下半年供给增加和美联储收紧货币政策的担忧持续提升，以及国内通过打击投机、抛储等举措平抑工业品价格上涨，6月PPI环比涨势趋缓符合预期。加之基数走高，同比涨幅迎来回落拐点也在意料之中。不过，6月新涨价因素继续边际上扬带动PPI同比略超预期，这一方面受油价仍在上涨带动，另一方面也因国内保供增量措施有限，“黑色系”商品价格未进一步下跌。

2021年6月PPI环比上涨0.3%，涨幅较上月大幅放缓1.3个百分点；同比上涨8.8%，涨幅仅较上月回落0.2个百分点。由于海外市场已基本消化前期对需求回升的预期，而且对下半年供给增加和美联储收紧货币政策的担忧持续提升，加之国内通过打击投机、抛储等举措平抑工业品价格涨势，因此，6月除原油及与其直接相关的部分化工商品外，国内外主要大宗商品和工业品价格或有所回落、或宽幅震荡。以铜为例，铜价在1-4月快速冲高，5月以后高位回落，6月延续跌势，当月LME铜期货价月均值环比下跌5.5%，国内现货价均值也较上月下跌5%左右。故6月PPI环比涨势趋缓符合预期，同时考虑到基数走高、翘尾减弱，同比涨幅迎来回落拐点也在意料之中。

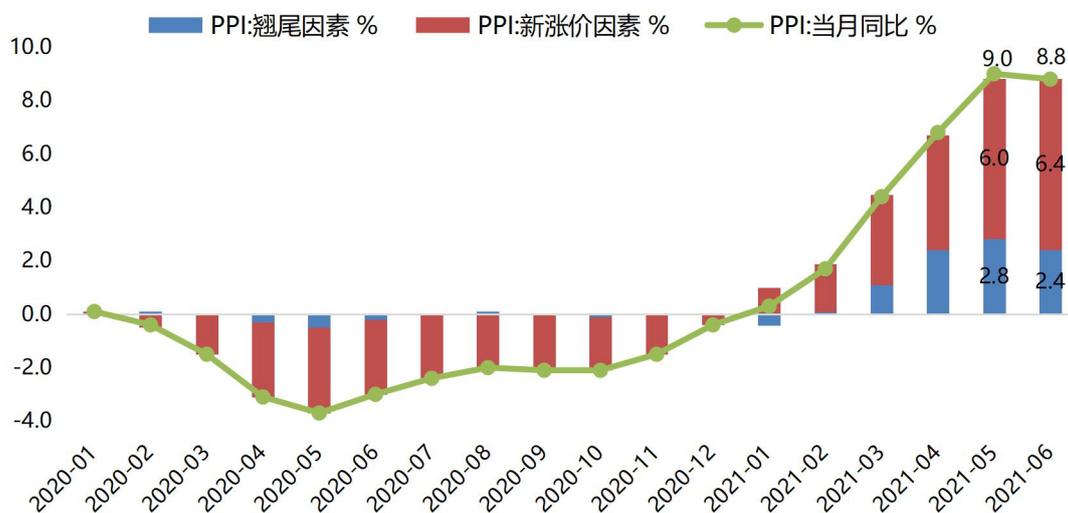
图5 PPI增速：当月同比 %



数据来源：WIND

不过，6月PPI同比上涨8.8%仍略超预期。从翘尾和新涨价因素来看，当月翘尾因素较上月回落0.4个百分点，但PPI环比依然为正，带动新涨价因素边际上行0.4个百分点，抵消了翘尾下滑对PPI同比的拖累。因此，新涨价因素继续上扬是当月PPI同比涨幅超出预期的主要原因。我们认为，这一方面归因于6月作为大宗之王的原油价格仍在上涨——6月，美国原油库存持续下降、石油需求表现较强以及伊核谈判暂停等因素提振油价，当月布伦特原油现货价突破75美元/桶，月均值环比上涨6.2%；另一方面也因国内保供增量措施有限，“黑色系”商品价格未进一步下跌——螺纹钢、铁矿石、煤炭等“黑色系”商品价格在5月下旬暴跌后，6月都迎来一波反弹，不过，反弹幅度远小于前期跌幅，且并未形成趋势，月内整体呈现宽幅震荡走势。

图6 6月翘尾因素对PPI同比的贡献减弱，新涨价因素继续上扬



数据来源：WIND

图7 6月原油价格整体上涨

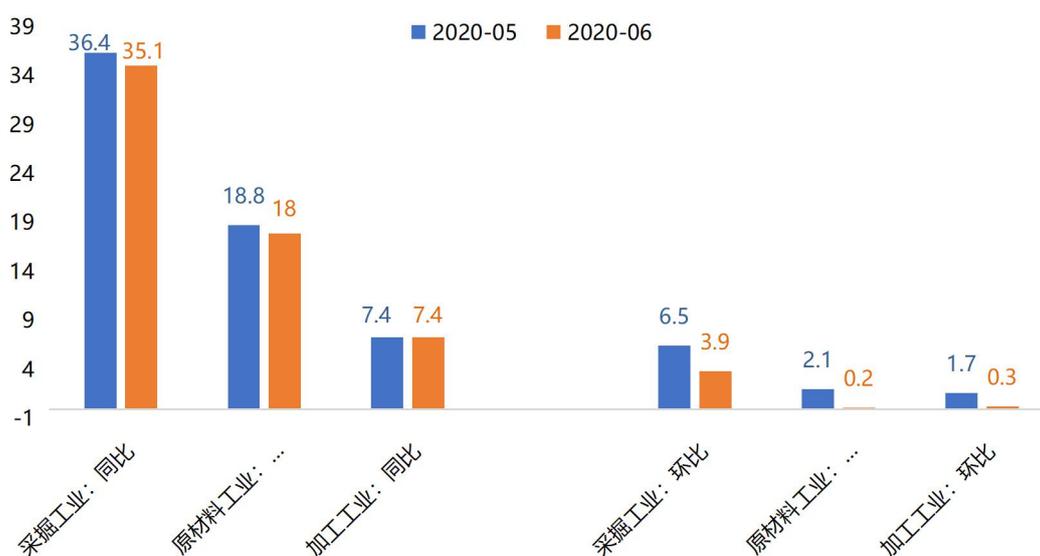


数据来源: WIND

6月生产资料和生活资料PPI同比涨幅均有所回落,二者之间的剪刀差并未收敛,且在生产资料PPI环比仍维持上涨的情况下,生活资料PPI环比却转为下跌,继续印证由于终端需求配合不力,中上游涨价向下游传导不畅。

从大类来看,6月生产资料PPI环比上涨0.5%,涨幅较上月明显放缓1.6个百分点;同比上涨11.8%,涨幅较上月回落0.2个百分点。当月除加工工业PPI同比涨幅与上月持平外,各分项PPI环比、同比涨势均有所放缓,其中,采掘工业PPI环比、同比涨幅下滑幅度最大,但涨势仍明显强于加工工业和原材料工业。

图8 生产资料各项PPI涨幅%

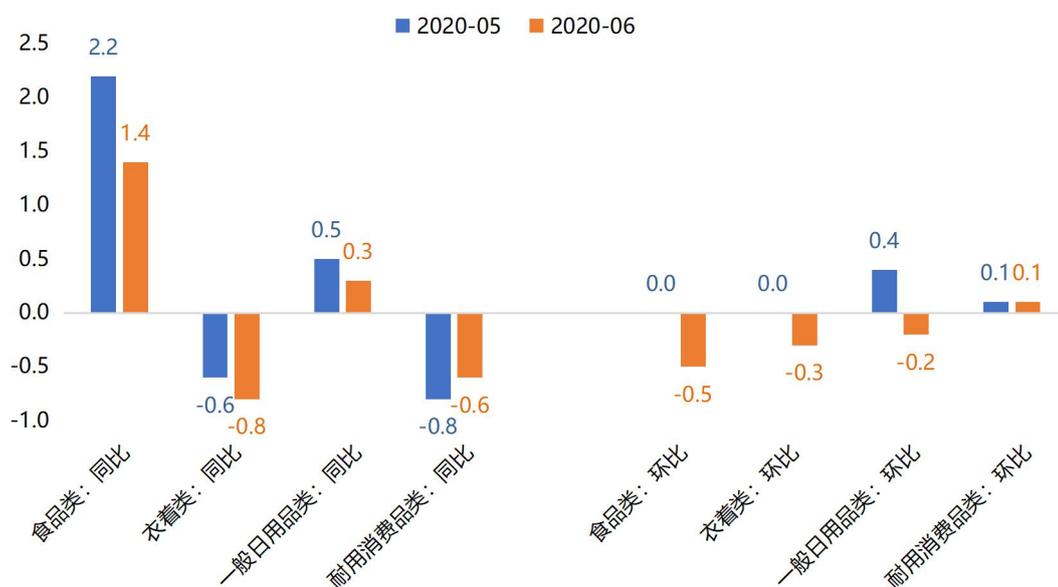


数据来源: WIND

6月生活资料PPI环比转跌,跌幅为0.2%,上月为上涨0.1%。分项中,除耐用消费品

PPI 环比上涨 0.1%，涨幅与上月持平外，其他分项 PPI 环比均转为下跌，显示生活资料价格下跌面比较广。同比来看，6 月生活资料 PPI 同比涨幅较上月回落 0.2 个百分点至 0.3%，当月食品和一般日用品 PPI 同比涨势放缓，衣着 PPI 同比跌幅加深，仅耐用消费品 PPI 同比高于上月，但仍处负增状态。

图 9 生活资料各分项 PPI 涨幅 %



数据来源：WIND

6 月 PPI 内部分化态势依然明显，主要表现在生产资料和生活资料 PPI “剪刀差”巨大，且在生产资料各分项中，上游涨价动能也明显强于中下游。尤其值得关注的是，在生产资料 PPI 环比仍维持上涨的情况下，6 月生活资料 PPI 环比却转为下跌，继续印证由于终端需求配合不力，中上游涨价向下游传导不畅。

三、展望 7 月，PPI 同比拐点已现，下半年翘尾因素明显减弱，PPI 同比大概率将延续下行，下行幅度则取决于新涨价因素的变化情况。伴随猪肉价格进入底部区域及非食品价格小幅走高，会带动 7 月 CPI 同比微升至 1.2% 左右，PPI 和 CPI “剪刀差”格局难现明显改变。

展望未来，6 月以来猪肉价格已降至每公斤 25 元以下，养殖户普遍进入亏损状态。7 月相关政府部门启动 2021 年度第一批中央储备猪肉收储，总量为 2 万吨。从历史上的收储效应判断，目前猪肉价格已进入底部区域，这意味着 7 月食品价格环比降幅会明显收窄。但由于上年同期猪肉价格基数大幅走高，预计 7 月食品价格同比仍将维持负增局面，而非食品价格同比涨幅将延续小幅扩大势头。综合以上，我们预计 7 月 CPI 同比将小幅回升至 1.2%

左右，仍处于偏低水平。这意味着 PPI 高增向 CPI 传导仍将受阻，短期内 PPI 和 CPI “剪刀差”格局将会延续。这为央行下半年灵活把控货币政策操作力度提供了空间。

PPI 方面，6 月同比下行拐点已现，下半年翘尾因素明显减弱，PPI 同比大概率将延续下行，下行幅度则取决于新涨价因素的变化情况。

从国际大宗商品价格来看，一方面，下半年大宗商品实际需求将随全球经济复苏而进一步释放，但供给端也将有所恢复，供需缺口大概率将趋于弥合。目前市场关注重点正在从需求端向供给端转移，尤其是 7 月初 OPEC+ 例行会议未能就增产计划达成一致，后续原油增产虽几成定局，但增产幅度面临较大不确定性，不排除最终增产方案超预期的可能性。另一方面，上半年大宗商品价格暴涨也与全球流动性极度宽松引发资金涌入商品市场炒作有关，下半年全球流动性料将收紧，这一因素对商品价格的推升作用也将减弱。整体上看，随着供给增加，下半年大宗商品价格易下难上，但需求端仍有支撑，意味着价格大幅下跌的可能性也不大，预计三季度大宗商品价格将宽幅震荡，四季度下行压力将有所加大。

从国内工业品来看，国内已对上游产品价格快速上涨采取了综合治理措施，加之下半年房地产投资增速趋于回落，基建投资增速难现明显加快，需求端增长潜力有限，国内工业品价格重拾涨势的动力不足。但考虑到供给端受政策影响较大，尤其是环保限产造成的供给偏紧预期对工业品价格产生支撑，预计下半年国内工业品，尤其是“黑色系”商品价格将主要随供给环境变化而宽幅整理。

整体上看，我们认为，下半年国际大宗商品将面临需求和供给的同步回升，但供给放量潜力更大，供需缺口将逐步弥合，国内工业品则将面临需求增长潜力有限，但供给也将受到环保限产压制的局面。可见，下半年国内外商品供需都处于再平衡过程，供需关系难以支撑价格进一步大幅上涨，但也不太可能引发价格的大幅下跌。基于此，我们判断下半年 PPI 同比虽将趋于回落，但仍会处在偏高水平，预计到年底将降至 5.0%。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳