

2024 年 07 月 10 日

南华宏观研究团队报告 物价指数的拐点并未出现

核心观点：

在之前的报告中，我们多次强调了关注通胀数据的走势的重要性。无论是从实际利率的角度还是从微观感受的角度，物价指数都是观察当前经济温度和未来经济趋势的重要指标。本月供给端价格表现基本符合市场预期，而需求端价格的表现不及市场预期。CPI 同比增速边际下滑，而核心 CPI 保持稳定。

近期 CPI 同比有逐步下行的趋势，但整体上看，核心 CPI 保持稳定。需求仍然是未来影响物价指数的关键因素。考虑到近期 PPI 同比持续上升，未来 CPI 同比仍然有一定的支撑，但上升趋势并不明显。PPI 同比数据延续了上游采掘和原料端的强势，而下游耐用品的表现相对较弱。需要考虑到 2023 年 6 月 PPI 同比数据基本触底，未来基数效应会逐步减弱。如果经济动能持续放缓，PPI 同比修复的趋势可能也会放缓。

总体来看，无论是价格指数还是景气度指数，均指向当前经济增速在边际放缓，有效需求不足。尽管经济仍然存在结构性的好转，但难以掩盖总体经济边际走弱的趋势。从未来经济驱动的角度来看，无论是海外经济增速边际放缓，国内收入端的疤痕效应、地产行业的拖累，还是债务扩张存在的约束等相关因素，目前尚未出现物价指数出现拐点的信号。

南华期货研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

曹扬慧：
投资咨询证号：Z0000505

潘响：
期货从业证号：F03107845

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

目录

章节

1. 物价指数的拐点并未出现.....	1
---------------------	---

目录

图表

图 1.1：中国 CPI 同比变化趋势图（%）	1
图 1.2：中国 CPI 增速结构图	2
图 1.3：中国 PPI 增速结构图	3
图 1.4：经济动能有所走弱（%）	3

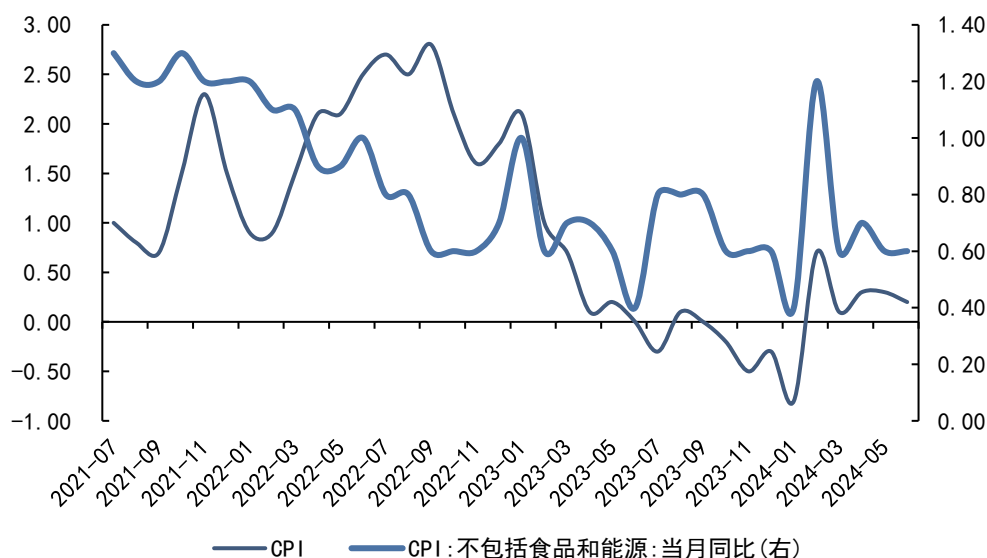
1. 物价指数的拐点并未出现

在之前的报告中，我们多次强调了关注通胀数据的走势的重要性。无论是从实际利率的角度还是从微观感受的角度，物价指数都是观察当前经济温度和未来经济趋势的重要指标。本月 CPI 同比上涨 0.2%，预期上涨 0.4%，前值涨 0.3%，而核心 CPI 为 0.6%较上月持平。6 月 PPI 同比降 0.8%，预期降 0.8%，前值降 1.4%。供给端价格表现基本符合市场预期，而需求端价格的表现不及市场预期。CPI 同比增速边际下滑，而核心 CPI 保持稳定。

（一）CPI 点评

本月 CPI 同比较上月下滑了 0.1 个百分点，为 0.2%。食品分项仍然是拖累 CPI 的主要因素。具体来看，牛、羊肉和鲜果鲜菜是主要的拖累因素。猪肉价格本月同比增速大幅上涨，较上月上漲了 13.5 个百分点，达到 18.1%，成为食品分项中的主要贡献。受原油价格影响，交通工具用燃料环比有所下降，但同比来看仍然持续偏强。交通工具价格持续同比下降，从汽车消费同比的角度来看，近期汽车可能处于量价齐跌的趋势。随着汽车补贴的逐步推进，未来汽车消费可能会逐步好转。

图 1.1：中国 CPI 同比变化趋势图（%）



资料来源：Wind、南华研究

总体来看，本月 CPI 略低于市场预期，较上月有所下降。从 CPI 同比数据的趋势来看，近期 CPI 同比有逐步下行的趋势，但整体上看，核心 CPI 保持稳定。需求仍然是未来影响物价指数的关键因素。考虑到近期 PPI 同比持续上升，未来 CPI 同比仍然有一定的支撑，但上升趋势并不明显。

图 1.2：中国 CPI 增速结构图

单位：%	环比增速				同比增速			
	2024年6月	2024年5月	2024年4月	环比变化	2024年6月	2024年5月	2024年4月	较前值变化
CPI	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1
食品	-0.6	0.0	-1.0	0.6	-2.1	-2.0	-2.7	0.1
非食品	-0.2	-0.2	0.3	0.0	0.8	0.8	0.9	0.0
消费品	-0.4	-0.1	-0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.1
服务项目	0.0	-0.1	0.3	0.1	0.7	0.8	0.8	-0.1
核心CPI（不含食品和能源）	-0.1	-0.2	0.2	0.1	0.6	0.6	0.7	0.0
食品烟酒	-0.4	0.0	-0.7	0.4	-1.1	-1.0	-1.4	0.1
食用油	0.0	-0.3	-0.4	0.3	-4.2	-5.1	-5.3	0.9
畜肉类	4.5	-0.4	-0.8	3.9	3.5	-2.2	-3.2	2.7
牛肉	-2.5	-3.6	-2.7	1.1	-13.4	-12.9	-10.4	0.5
羊肉	-0.9	-1.2	-1.3	0.3	-7.1	-7.5	-6.8	0.4
猪肉	11.4	1.1	0.0	10.3	18.1	4.6	1.4	13.5
奶类	-0.2	0.0	-0.5	0.2	-1.8	-1.7	-1.8	0.1
粮食	-0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.4	0.5	0.5	0.1
蛋	1.5	2.2	-2.0	0.7	-3.9	-7.4	-10.6	3.5
水产品	-0.2	-0.1	-0.5	0.1	1.2	0.1	0.2	1.1
鲜菜	-7.3	-2.5	-3.7	4.8	-7.3	2.3	1.3	9.6
鲜果	-3.8	3.0	-2.0	6.8	-8.7	-6.7	-9.7	2.0
卷烟	0.0	0.0	0.1	0.0	1.1	1.1	1.2	0.0
酒	-0.6	-0.2	0.1	0.4	-1.6	-1.3	-1.0	0.3
生活用品及服务	-0.4	-0.7	0.4	0.3	0.9	0.8	1.4	0.1
家用器具	-1.2	-1.1	-0.1	0.1	-1.3	-0.9	-0.3	0.4
家庭服务	0.1	0.1	0.0	0.0	1.7	1.8	1.7	0.1
衣着	-0.2	0.4	-0.1	0.6	1.5	1.6	1.6	0.1
服装	-0.2	0.4	-0.1	0.6	1.8	1.8	1.8	0.0
鞋	-0.4	0.4	-0.1	0.8	0.5	0.7	0.8	0.2
交通和通信	-0.6	-0.8	1.0	0.2	-0.3	-0.2	0.1	0.1
交通工具	-1.0	-0.9	-0.6	0.1	-5.3	-4.7	-4.3	0.6
交通工具用燃料	-2.0	-0.8	2.9	1.2	5.6	6.3	6.9	0.7
交通工具使用和维修	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.4	0.4	0.3	0.0
邮电服务	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.5	-0.5	-0.3	0.0
通信工具	0.8	-0.4	-0.9	1.2	-1.5	-2.5	-2.9	1.0
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.4	0.1
教育文化和娱乐	-0.2	-0.1	0.5	0.1	1.7	1.7	1.8	0.0
教育服务	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	1.8	1.7	0.0
旅游	-0.8	-0.6	2.7	0.2	3.7	4.2	4.1	0.5
居住	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0
房租	0.1	-0.1	-0.1	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.1
水、电、燃料	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	0.8	0.6	0.1
医疗保健	0.1	0.0	0.2	0.1	1.5	1.5	1.6	0.0
中药	0.0	0.0	0.3	0.0	4.0	4.8	5.4	0.8
西药	0.1	0.1	0.3	0.0	-0.9	-0.9	-0.7	0.0
医疗服务	0.0	-0.2	-0.2	0.2	1.9	1.8	1.9	0.1
其他用品和服务	-0.2	0.1	2.0	0.3	4.0	3.6	3.8	0.4

资料来源：Wind、南华研究

（二）PPI 点评

6 月份 PPI 同比上涨了 0.6 个百分点，达到-0.8%，环比下降了 0.4 个百分点，为-0.2%。生产资料方面，与上个月相比有所上涨，其中采掘行业涨幅最为明显，较上月上涨了 3.9 个百分点，达到 2.7%。其次是原料分项，较上月上涨了 1.1 个百分点，达到 1.6%。加工分项仍然是主要的拖累因素，但降幅较上月有所收窄。生活资料方面，同比与上月持平。耐用消费品价格始终是主要的拖累因素，这也在另一方面表明当前耐用消费品的需求仍然偏弱，疫情的疤痕效应仍存。

具体来看，有色金属行业的表现持续偏强。这可能一方面受到矿产紧缩、再生铜库存去化等供给端的影响，另一方面也反映了下游新兴产业对有色金属的需求。从近期的生产相关数据也可以看出，新兴产业相关行业的生产表现相对较强。总体而言，上游行业表现较强，而中下游行业的表现相对较弱。

总体来看，本月的 PPI 数据受到前期大宗商品价格走势的影响，环比有所下降，但同比呈现改善的趋势。具体分项数据也延续了上游采掘和原料端的强势，而下游耐用品的表现相对较弱。需要考虑到 2023 年 6 月 PPI 同比数据基本触底，未来基数效应

会逐步减弱。如果经济动能持续放缓，PPI 同比修复的趋势可能也会放缓。

图 1.3：中国 PPI 增速结构图

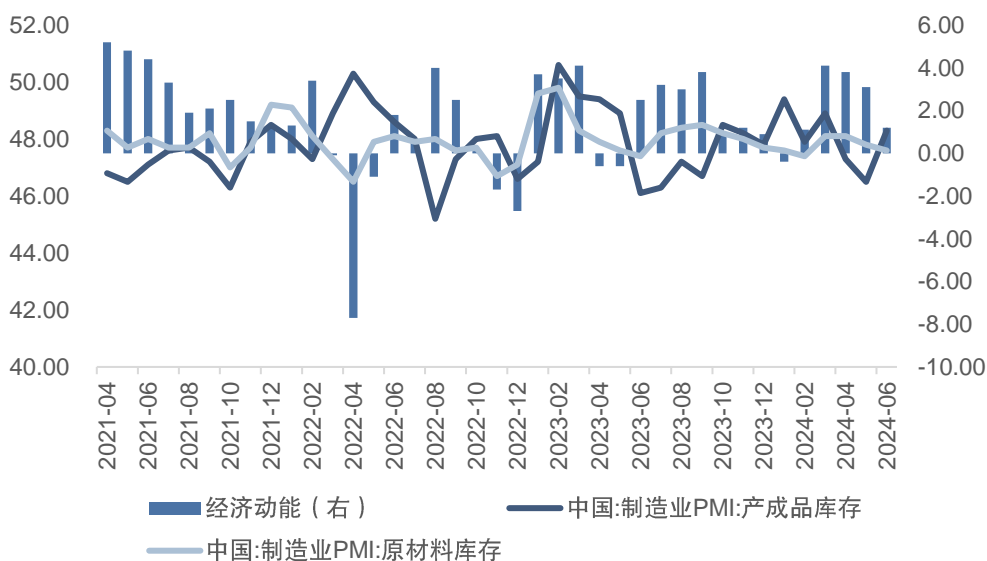
单位：%	权重（%）	环比增速					同比增速				
		2024年6月	2024年5月	2024年4月	较前值变化	环比贡献率	2024年6月	2024年5月	2024年4月	较前值变化	同比贡献率
PPI	100.00	-0.2	0.2	-0.2	-0.4	-	-0.8	-1.4	-2.5	0.6	-
生产资料	75.00	-0.2	0.4	-0.2	-0.6	-0.5	-0.8	-1.6	-3.1	0.8	0.6
采掘	4.30	0.3	0.2	-1.0	0.1	0.0	2.7	-1.2	-4.8	1.1	0.2
原料	19.20	-0.5	0.9	0.3	1.4	-0.3	1.6	0.5	-1.9	1.1	0.2
加工	50.50	-0.1	0.1	-0.4	-0.2	-0.1	-2.0	-2.6	-3.6	0.6	0.3
生活资料	25.00	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.8	-0.8	-0.9	0.0	0.0
食品	9.10	0.3	-0.2	-0.1	0.5	0.0	-0.2	-0.7	-0.8	0.5	0.0
衣着	4.10	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.4	0.3	-0.4	0.0
一般日用品	6.00	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0
耐用消费品	6.80	-0.7	-0.3	-0.5	-0.4	0.0	-2.1	-1.8	-1.9	-0.3	0.0
分行业											
煤炭开采	2.00	1.1	0.5	-3.0	0.6	0.0	-1.6	-9.0	-14.2	2.4	0.1
石油和天然气开采	0.60	-2.9	-2.1	3.4	-0.4	0.0	8.0	9.4	8.4	-1.4	0.0
黑色采选业	0.60	0.0	-0.1	-5.8	0.1	0.0	5.9	4.6	0.6	1.3	0.0
有色采选	0.60	3.8	1.4	3.4	-0.6	0.0	17.3	13.5	7.6	1.1	0.0
非金属矿采	0.00	0.0	0.2	-0.2	-0.2	0.0	-1.6	-2.0	-2.3	0.4	0.0
化学原料和化学制品制造业	7.60	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.6	-3.4	-5.4	8.9	0.2
黑色冶炼和加工	5.50	-0.6	0.8	-2.5	1.4	-0.1	-2.1	-3.7	-8.5	1.6	0.1
有色冶炼和加工	4.70	1.6	3.9	3.2	-2.3	-0.1	11.5	8.9	3.6	8.6	0.1
石油、煤炭及其他燃料加工	3.00	-2.0	1.0	1.0	-3.0	-0.1	4.0	3.4	-1.0	0.6	0.0
计算机、通信和其他电子设备制造业	8.50	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	-2.1	-1.9	-2.0	-0.2	0.0
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	6.40	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
非金属矿物制品业	5.40	0.2	-0.8	-1.0	1.0	0.1	-8.9	-8.8	-9.9	1.9	0.1
通用设备制造业	4.20	-0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.0	-1.0	-0.8	-0.8	-0.2	0.0
汽车制造业	7.00	-0.7	-0.3	-0.6	-0.4	0.0	-2.3	-2.0	-2.0	-0.3	0.0
电力、热力生产和供应业	4.70	-1.0	0.4	-0.6	1.4	-0.1	-2.0	-1.8	-2.1	-0.2	0.0
医药制造业	2.40	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-1.0	-0.7	-0.7	-0.3	0.0
食品制造业	2.30	-0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.0	-1.1	-1.1	-1.2	0.0	0.0

资料来源：Wind、南华研究

（三）目前未能看到物价指数出现拐点的信号

总体来看，无论是价格指数还是景气度指数，均指向当前经济增速在边际放缓，有效需求不足。此外，制造业PMI指数的各分项数据也显示近期生产有所回落。这可能主要受到新订单指数持续收缩并持续收窄，以及海外经济边际走弱的影响。如果内外需求持续边际走弱，生产很难维持一季度的强劲势头。从制造业PMI新订单指数与产成品库存指数之间的差值也可以看出当前经济动能有所减弱，企业的产成品库存有所积累，而原材料库存正在去化。尽管财新中国制造业PMI数据显示6月份升至2021年6月以来的最高点，但结构性的好转难以掩盖总体经济边际走弱的趋势。

图 1.4：经济动能有所走弱（%）



资料来源：Wind、南华研究

从未来经济驱动的角度来看，无论是海外经济增速边际放缓，国内收入端的疤痕效应、地产行业的拖累，还是债务扩张存在的约束等相关因素，目前尚未出现物价指数出现拐点的信号。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

