下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮　宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮　箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥　宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮　箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIESCO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

PPI同比高点或在三季度

2026年7月9日

- **6月物价变化源于油价波动。**6月最重要的边际变化之一来自原油价格，这一原油价格变化既对CPI有影响，也对PPI有影响，两者的环比双双录得-0.3%。这一原油价格变化不仅体现在交通通信分项的环比回落上，也体现在石油相关行业PPI环比降幅明显扩大上。6月物价变化源于油价波动，这意味着若7月油价同比继续回落，对CPI和PPI来说，都会形成下行压力。

- **食品项对通胀的压制犹存。**6月食品项同比虽录得0.1个百分点的微幅回升，但依旧在低位横盘，食品端对CPI的结构性掣肘同样未迎来实质性缓解。食品项的持续低迷，或主要受制于猪周期筑底拉长与整体供给侧充裕。向前看，随着国际地缘因素缓和及海外输入性大宗商品价格回落，整体通胀在下半年或面临一定下行压力。但核心CPI稳定在1%的温和区间，加上整体物价环比回落，意味着国内货币政策或没有面临通胀的掣肘。

- **PPI同比高点或在三季度。**PPI同比目前正处于筑顶阶段，但本轮PPI同比的顶部大概率并非6月，而是将延后至三季度。尽管以原有为代表的传统大宗链条因地缘因素缓和而步入回落阶段，但在翘尾因素达到峰值以及新质生产力行业的影响下，7月PPI同比或仍具韧性，不排除继续温和走高。往前看，PPI同比即将步入见顶阶段，由于三季度翘尾支撑极强，7月PPI同比或将不低于6月，PPI同比高点可能在三季度。

- **风险因素：**全球地缘冲突进一步升级，国际油价上涨超预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、6 月物价变化源于油价波动 3
二、食品项对通胀的压制犹存 4
三、PPI 同比高点或在三季度 5
风险因素 8

图目录

图 1：CPI 和核心 CPI 同比都有回落 3
图 2：6 月交通和通信项 CPI 回落较多 4
图 3：6 月石油相关行业 PPI 同比走弱 4
图 4：食品端对 CPI 的压制依旧横盘 5
图 5：国际油价回落至 70-80 美元/桶的区间内 6
图 6：6 月 PPI 翘尾因素抬升，新涨价因素下降 6
图 7：霍尔木兹海峡通航量有明显改善 7

下载日志已记录，仅供内部参考

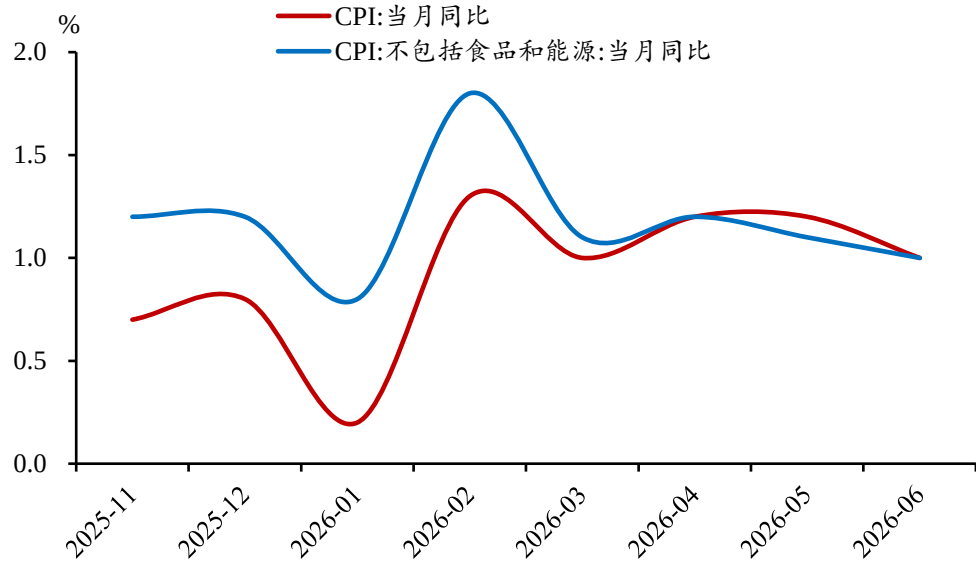
一、6 月物价变化源于油价波动

6 月最重要的边际变化之一来自原油价格。随着霍尔木兹海峡通航逐步恢复、地缘风险边际缓和，布伦特原油均价从 5 月的 105.6 美元/桶回落至 6 月 85.3 美元/桶，同比涨幅已收窄至 22.6%。这一原油价格变化既对 CPI 有影响，也对 PPI 有影响。6 月 CPI 同比回落至 1%，略弱于市场预期，同期 PPI 同比受低基数影响冲高至 4.1%。值得关注的是，两者的环比双双录得-0.3%，背后的共同推手是国际油价的大幅回落。

6 月 CPI 波动的底层逻辑是非核心项主导跌幅，尤其是能源。首先，整体 CPI 同比回落 0.2 个百分点，而扣除食品和能源的核心 CPI 同比回落 0.1 个百分点，考虑到非核心项权重，非核心项（食品和能源）的波动大概率高于核心项。其次，6 月食品项同比逆势回升 0.1 个百分点，未对整体 CPI 形成向下拖累，而非食品项同比大幅回落 0.4 个百分点，是下行压力的主要来源。**我们认为，此番非食品项乃至整体 CPI 的波动，主要是能源价格波动带来的影响。**

这一原油价格变化不仅体现在交通通信分项的环比回落上，也体现在石油相关行业 PPI 环比降幅明显扩大上。**6 月物价变化源于油价波动，若 7 月油价同比继续回落，对 CPI 和 PPI 来说，都会形成下行压力。**

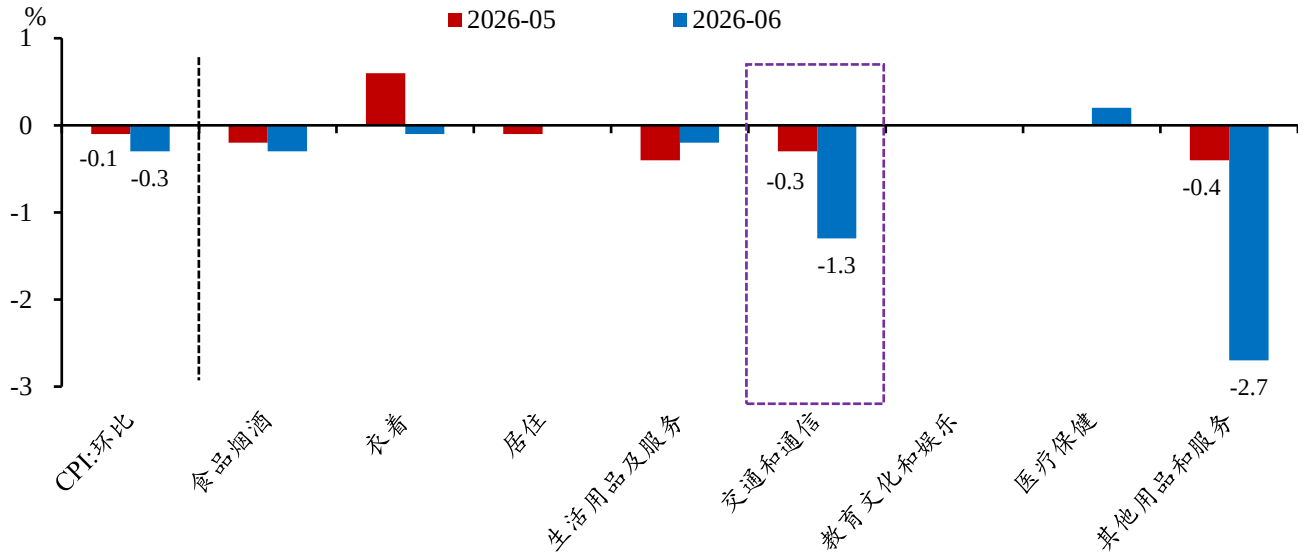
图 1：CPI 和核心 CPI 同比都有回落



资料来源:ifind，信达证券研发中心

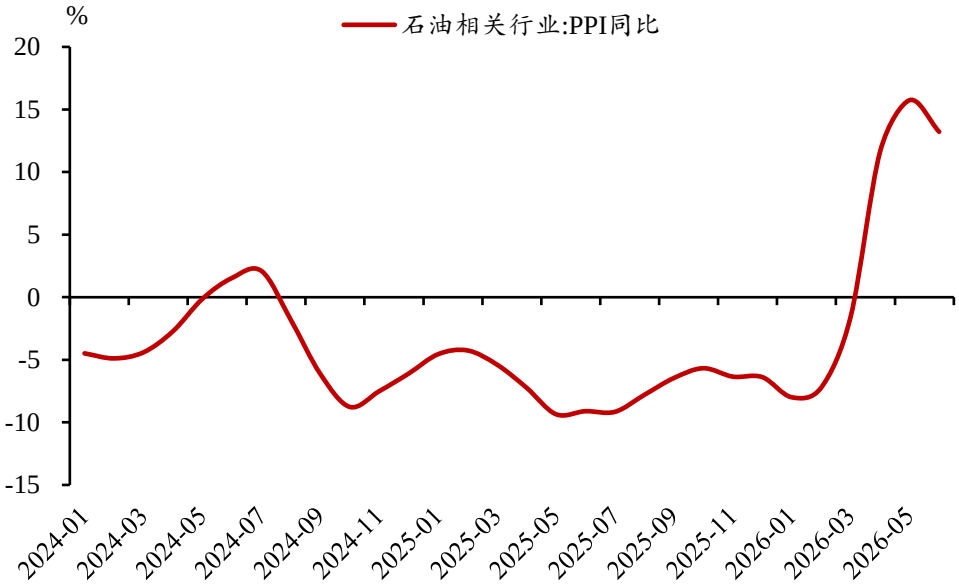
下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：6 月交通和通信项 CPI 回落较多



资料来源:ifind，信达证券研发中心

图 3：6 月石油相关行业 PPI 同比走弱



资料来源:ifind，信达证券研发中心

二、食品项对通胀的压制犹存

尽管能源构成了 6 月物价下行的推手，但从通胀结构上看，食品端对 CPI 的结构性掣肘同样未迎来实质性缓解。6 月食品项同比虽录得 0.1 个百分点的微幅回升，但依旧在低位横盘。

聚焦其核心矛盾，我们认为，食品项的持续低迷或主要受制于猪周期筑底拉长与整体供给侧充裕。

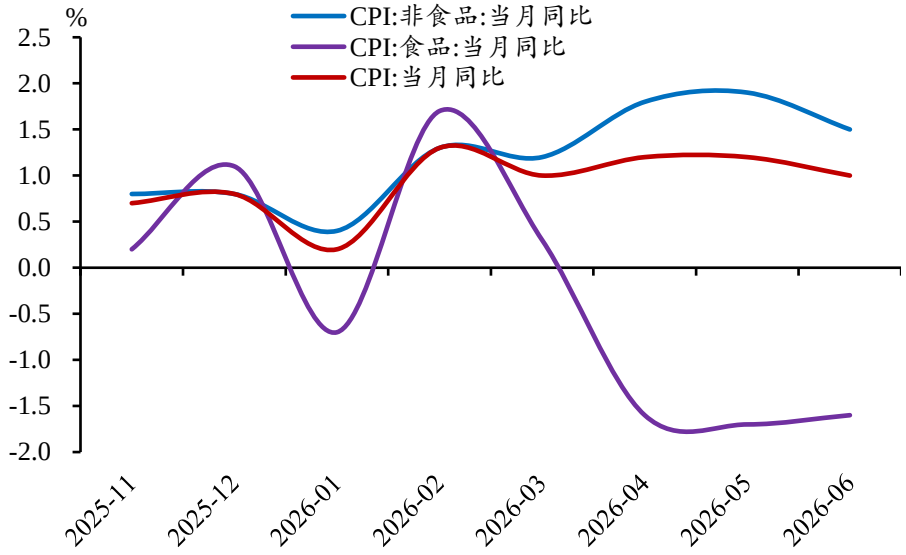
一是猪价的磨底周期拉长，上行动能较弱。尽管生猪去产能虽在推进，但整体能繁母猪存栏量仍处于高位平台期，二季度末收储政策的边际效应递减。6 月猪肉供给充裕，导致 6 月猪肉价格未能走出强周期反弹，依然在历史低位区间震荡，对 CPI 同比持续形成负向拉动。

二是非猪分项价格缺乏弹性。粮食、果蔬等大宗农产品整体往往弹性不大，或难以在短期内贡献明显的向上动能。

下载日志已记录，仅供内部参考

通胀掣肘消退，债市多头或难动摇。6 月 CPI 环比-0.3%，是近 5 年同期较弱的表现。向前看，随着国际地缘因素缓和及海外输入性大宗商品价格回落，整体通胀在下半年或面临一定下行压力。但目前，核心 CPI 稳定在 1%的温和区间，加上整体物价环比回落，意味着国内货币政策或没有面临通胀的掣肘，宽松空间依然敞开，长端债券或仍具配置价值。

图 4：食品端对 CPI 的压制依旧横盘



资料来源:ifind，信达证券研发中心

三、PPI 同比高点或在三季度

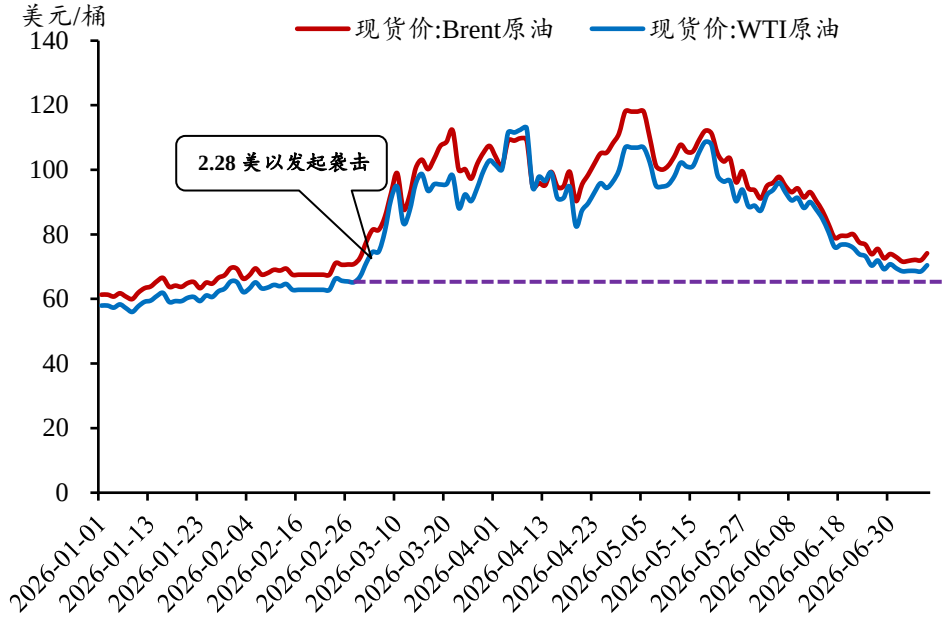
6 月 PPI 同比受去年低基数影响冲高至 4.1%，但环比在国际油价回落的拖累下已由涨转跌（-0.3%）。目前部分市场人士认为，6 月 PPI 当月同比增速可能是年内高点。**我们认为，PPI 同比目前正处于筑顶阶段，但本轮 PPI 同比的顶部大概率并非 6 月，而是将延后至三季度。**

尽管以原有为代表的传统大宗链条因地缘因素缓和而步入回落阶段，但在翘尾因素达到峰值以及新质生产力行业的影响下，7 月 PPI 同比或仍具韧性，不排除继续温和走高。

地缘因素迎来缓和，原油化工链 PPI 环比转跌。随着美伊谈判的推进，霍尔木兹海峡封锁封锁引发的价格上涨在逐步消退，国际油价大幅回落至 70-80 美元/桶的区间内。受此影响，6 月国内石油开采价格环比暴跌 16%，化学原料及化学纤维制造等中游行业纷纷由涨转跌。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：国际油价回落至 70-80 美元/桶的区间内



资料来源:ifind，信达证券研发中心

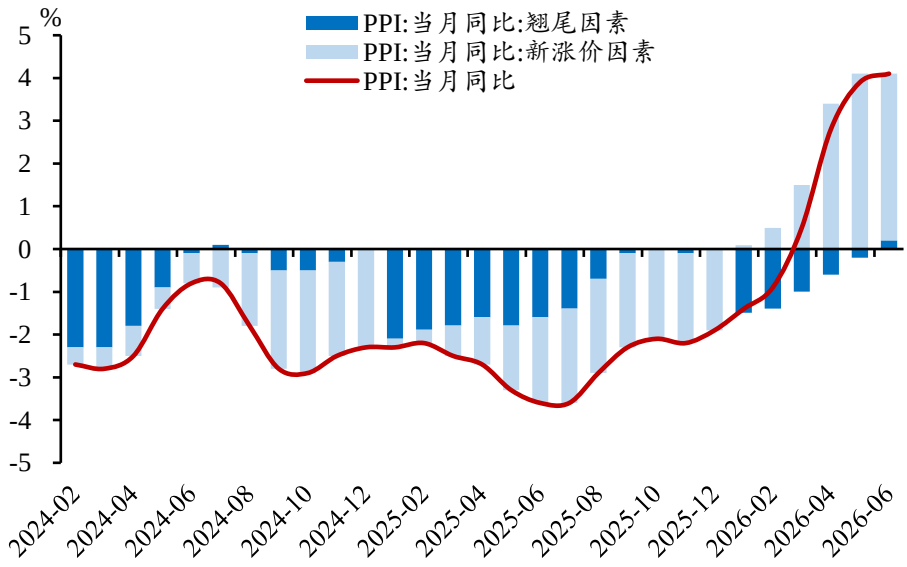
尽管传统大宗商品在拖累 PPI，但两大核心力量的存在，决定了 PPI 同比或难以在 7 月实现回落。

一是科技链的价格支撑。在基建和地产等传统支撑减弱的同时，以虚拟现实（环比+8.4%）、可穿戴智能设备（环比+3.4%）为代表的科技产业链价格正在抬升，中游装备制造业的价格拉动虽难以全部对冲原油的价格跌幅，但也大大增强了价格韧性。

二是翘尾因素在 Q3 迎来峰值。从基数效应来看，本轮 PPI 同比的翘尾因素在第三季度才达到全年的高峰。这一影响或将对冲环比走弱的影响，7 月的 PPI 同比可能不低于 6 月。

往前看，PPI 同比即将步入见顶阶段，截至 7 月上旬，国际油价月中枢环比降幅小于 6 月，考虑到当前油价已非常接近冲突前的正常水平，我们认为油价降幅或难超过 6 月。若 7 月 PPI 环比跌幅不及 6 月，7 月 PPI 同比大概率不会低于 6 月，PPI 同比高点可能在三季度。

图 6：6 月 PPI 翘尾因素抬升，新涨价因素下降

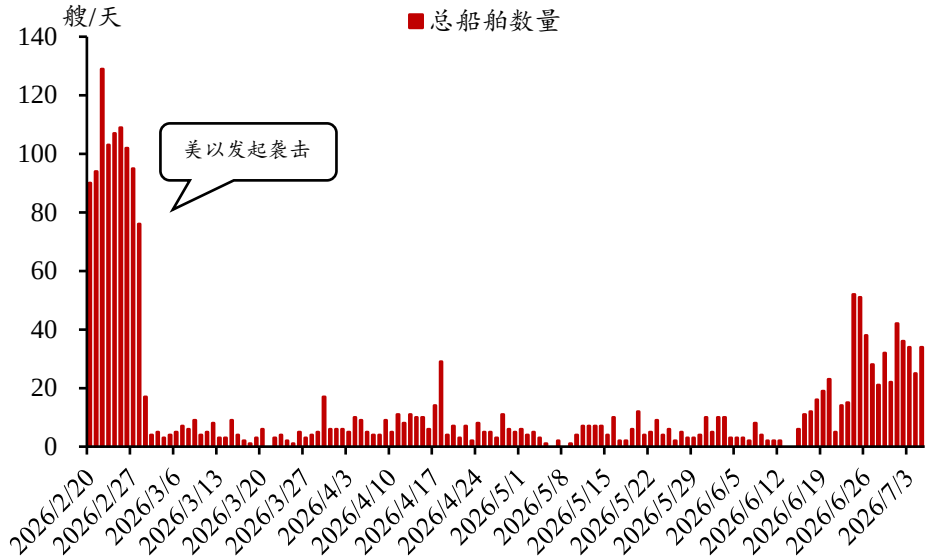


资料来源:ifind，信达证券研发中心

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：霍尔木兹海峡通航量有明显改善



资料来源:ifind，信达证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

风险因素

全球地缘冲突进一步升级，国际油价上涨超预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	**买入：**股价相对强于基准15%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。