仅供内部参考，请勿外传！

宏观研究

国内经济

证券研究报告

通胀数据

2026 年 07 月 09 日

通胀“主力”在切换

—— 通胀数据点评（26.06）

事件：7 月 9 日，国家统计局公布 6 月通胀数据，CPI 同比 1%、前值 1.2%、预期 1.2%、环比-0.3%；PPI 同比 4.1%、前值 3.9%、预期 4.1%、环比-0.3%。

- **核心观点：大宗商品对通胀的拉动有所弱化下，石化链供给出清与 AI 通胀的影响在增强。**

前期对通胀拉动较大的油、有色、黄金等大宗价格 6 月明显回落，对 PPI、CPI 拖累较大。6 月 PPI 环比-0.3%，其中油气开采 PPI 降幅较大(环比-11.8%)，有色采选 PPI(-7.3%)、有色压延 PPI(-0.1%))也有下行，**测算油、铜等大宗价格拖累 PPI 环比 0.5 个百分点。**CPI 方面，6 月 CPI 同比回落 0.2 个百分点至 1%。受国际油价、金价调整影响，交通工具用燃料 CPI 同比回落 5.8 个百分点，黄金饰品价格同比降至 28.1%。

供给出清对石化链中下游 PPI 的支撑在增强，令其跌幅远小于油价、部分行业 PPI 仍在上涨。虽然国际油价跌回美伊冲突发生前，但石化链中下游开工率、库存仍处低位；此背景下，石油开采 PPI 同比回落 18.9 个百分点，但化学原料、化学纤维 PPI 同比仅分别回落 1.4、1.1 个百分点；橡胶塑料(0.5%)、纺织业(0.2%)环比更是延续上行；另一方面，供给并未出清的冶金链中下游 PPI 仍在“超跌”、形成鲜明对比，如通用设备 PPI 环比为-0.1%。

AI 通胀继续走高，对 PPI 和核心商品 CPI 的拉动也有上行。PPI 方面，计算机通信设备（0.7%）PPI 延续上行，或反映 AI 需求的拉动。CPI 方面，AI 相关的消费品价格也有明显走高，譬如通信工具 CPI 同比回升 1 个百分点至 7.6%，对核心商品 CPI 形成较大支撑，剔除金饰品后的其余核心商品 CPI 同比较前月上行 0.1 个百分点至 0.1%；相比之下，其他商品 CPI 同比则表现稳定，譬如服装、交通工具分别持平 1.5%、-1.1%等。

相比之下，食品、服务 CPI 环比继续走弱，反映通胀的 K 型分化特征进一步加深。6 月食品 CPI 下滑（环比-0.4%）；其中，水产品环比 CPI 跌幅（-0.6%）较大，猪价进一步下滑也在拖累猪肉 CPI(-0.8%)。服务 CPI 环比（0%）不及往年同期（0.2%）。其中，受航空公司下调燃油附加费、淡季出行需求回落等影响，核心服务 CPI 环比-0.1%，宾馆住宿、飞机票价格分别下降 5.3%、4.0%；租房需求偏弱下，房租 CPI 同比维持在-0.6%低位。

展望后续，上游大宗价格虽有回落，但中下游价格可能继续提升，预计通胀整体或有下行、但幅度有限。前期高油价已一定程度导致石化链中下游供给出清，意味中下游供给偏紧的格局或持续一段时间，叠加制造业前期在建工程下行对产能利用率的滞后传导，以及 AI 革命影响，后续 PPI 同比或有回落，但可能仍保持 3%以上。中下游 PPI 回升也会往 CPI 传导，尤其带动核心商品 CPI 上涨，预计三季度 CPI 同比也保持韧性。

- **常规跟踪：6 月 PPI 同比回升、CPI 同比回落。**

食品与餐饮：CPI 同比回落，结构上食品 CPI 中鲜菜价格有所回落。6 月，CPI 同比较前月回落 0.2 个百分点至 1%。其中，食品 CPI 中鲜菜边际回落 1.9 个百分点至-0.3%。

非食品消费品 CPI：家用器具有所回落、通信工具有所回升。家用器具、通信工具 CPI 分别同比回落 1.2、回升 1.0 个百分点至 2.2%、7.6%，交通工具 CPI 持平前月(-1.1%)。

服务 CPI：医疗服务 CPI 小幅回升。6 月，服务 CPI 同比持平前月（0.8%）；其中医疗服务 CPI 同比回升 0.2 个百分点至 3.4%。

- **风险提示：食品供给超预期偏紧，能源供给超预期偏紧。**

相关研究

-

证券分析师
赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com
研究支持
耿佩璇 A0230124080003
gengpx@swsresearch.com
联系人
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com

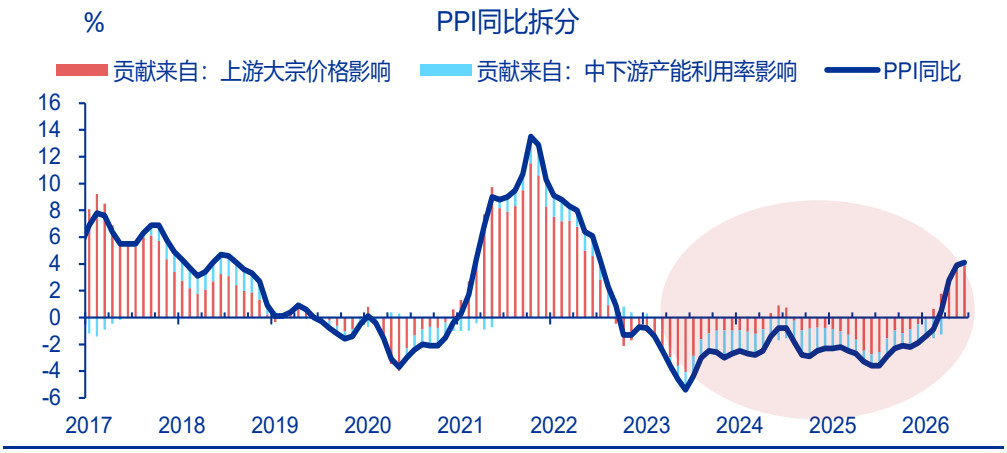
申万宏源研究微信服务号

事件：7 月 9 日，国家统计局公布 6 月通胀数据，CPI 同比 1%、前值 1.2%、预期 1.2%、环比-0.3%；PPI 同比 4.1%、前值 3.9%、预期 4.1%、环比-0.3%。

1. 核心观点：通胀“主力”在切换

前期对通胀拉动较大的油、有色、黄金等大宗价格 6 月明显回落，对 PPI、CPI 拖累较大。6 月 PPI 环比-0.3%，同比上行 0.2 个百分点至 4.1%。结构上，上游的油气开采 PPI 回落幅度较大（环比-11.8%），与高频油价走势基本匹配；同时有色采选 PPI 环比回落较大（-7.3%），有色压延 PPI 也有下行（-0.1%），**测算油、铜等大宗价格拖累 PPI 环比 0.5 个百分点。**CPI 方面，6 月 CPI 同比回落 0.2 个百分点至 1%。其中受国际油价、金价调整的影响，交通工具用燃料 CPI 同比回落 5.8 个百分点至 15.3%，黄金饰品价格也有明显下滑，对核心商品 CPI 拉动回落 0.6 个百分点至 1.1%。

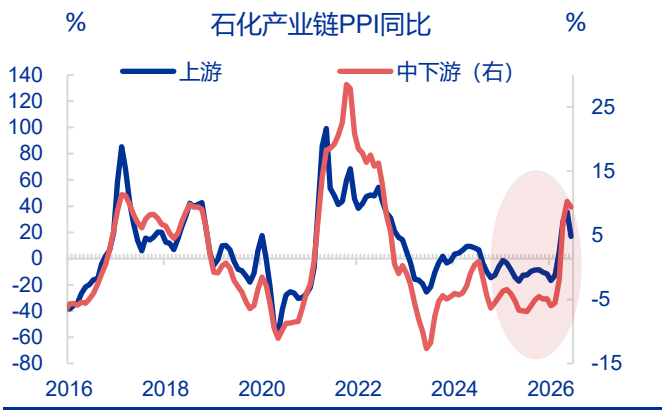
图 1：PPI 同比拆分：上游大宗商品对 PPI 支撑有所回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

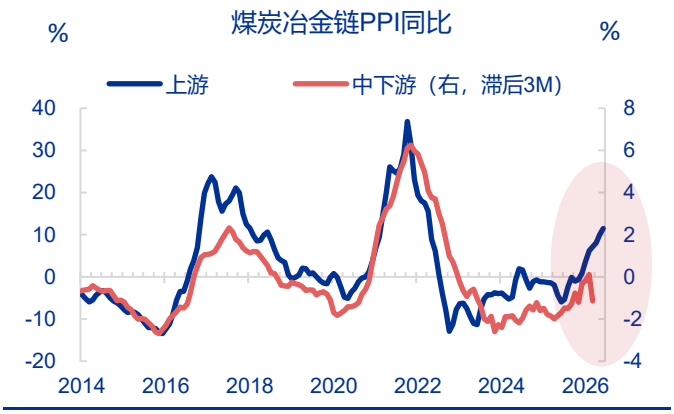
供给出清对石化链中下游 PPI 的支撑在增强，令其跌幅远小于油价、部分行业 PPI 仍在上涨。虽然国际油价明显跌回美伊冲突发生前，但石化链中下游开工率、库存仍处于历史低位，此背景下，虽然石油开采 PPI 同比大幅回落 18.9 个百分点至 16.8%，但化学原料、化学纤维 PPI 同比仅分别回落 1.4、1.1 个百分点至 11.3%、7.4%，两者环比跌幅在-1%~-2%左右，明显小于油价跌幅本应传导的幅度；橡胶塑料（0.5%）、纺织业（0.2%）环比更是延续上行，**测算石化链中下游供给减少对 PPI 环比拉动为 0.3 个百分点；**另一方面，供给并未出清的煤炭冶金产业链中下游 PPI 仍在“超跌”、形成鲜明对比，非金属矿物制品 PPI 环比为-0.5%，通用设备 PPI 环比为-0.1%等。

图 2：石化链中下游回升幅度较大



资料来源：Wind，申万宏源研究

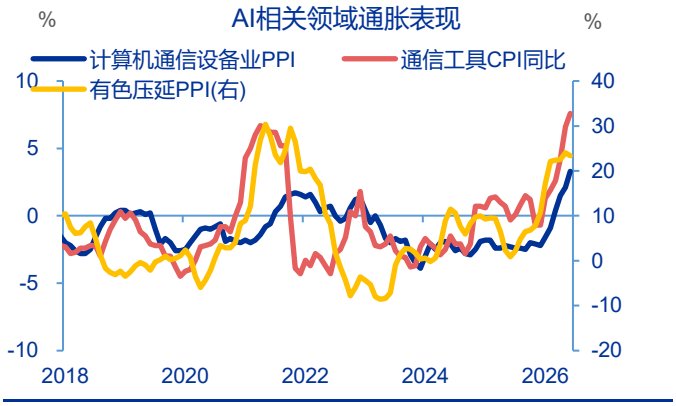
图 3：冶金链中下游 PPI 偏弱



资料来源：Wind，申万宏源研究

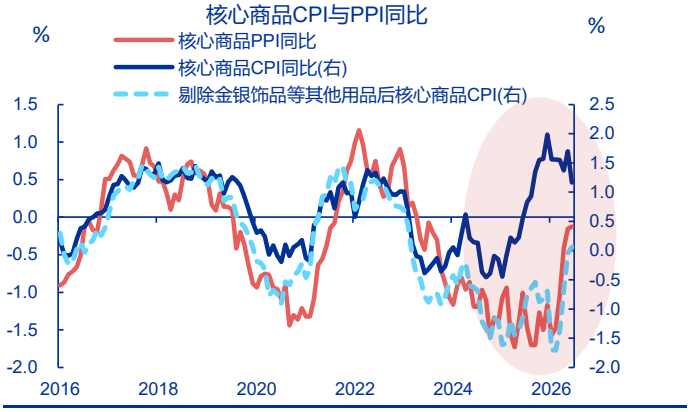
AI 通胀继续走高，对 PPI 和核心商品 CPI 的拉动也在增强。PPI 方面，计算机通信设备（0.7%）PPI 环比延续上行，或反映 AI 需求的拉动；同时，AI 相关的消费品价格也有明显走高，譬如通信工具 CPI 同比回升 1 个百分点至 7.6%，对核心商品 CPI 形成较大支撑，剔除金饰品后的其余核心商品 CPI 同比较前月上行 0.1 个百分点至 0.1%。其他商品 CPI 同比则稳定，如服装、交通工具分别持平 1.5%、-1.1%等。

图 4：AI 领域价格延续上行



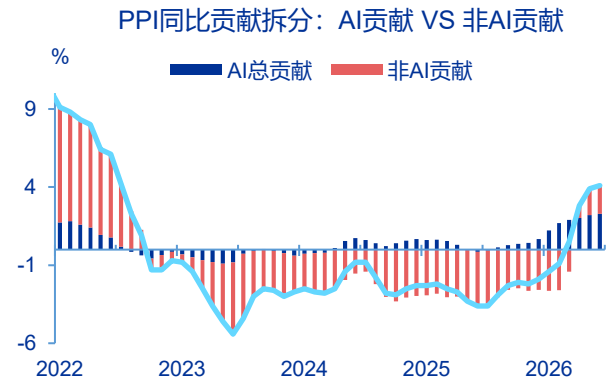
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 5：剔除金银饰品后核心商品 CPI 仍在上行



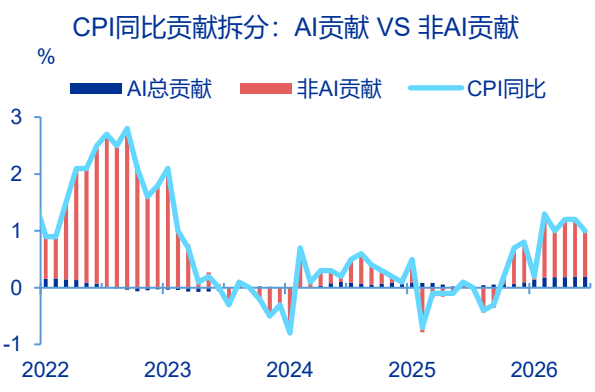
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：PPI 同比拆分：AI 领域与非 AI 领域



iFind，申万宏源研究

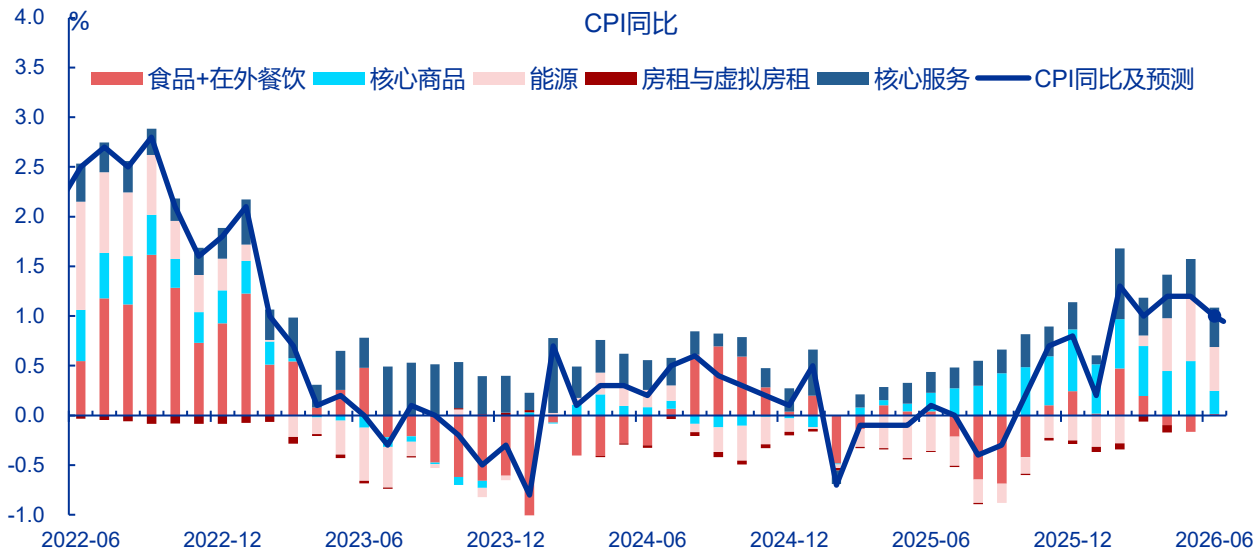
图 7：CPI 同比拆分：AI 领域与非 AI 领域



资料来源：Wind，申万宏源研究

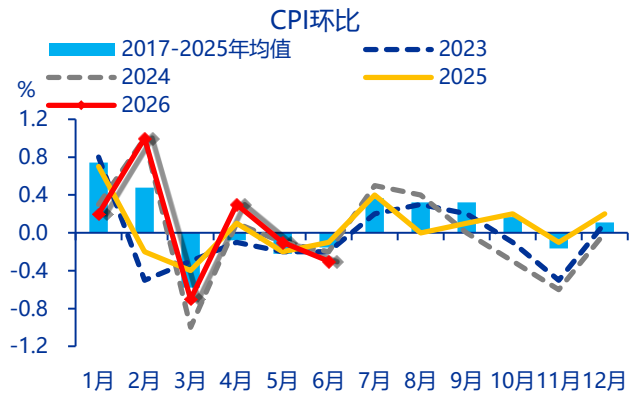
相比之下，食品、服务 CPI 环比继续走弱，反映通胀的 K 型分化特征进一步加深。食品 CPI 环比进一步下滑（-0.4%）；其中，鲜菜（-1%）、鲜果（-2%）CPI 均在走弱，水产品环比 CPI 跌幅（-0.6%）也较大，猪价进一步回落也在拖累猪肉 CPI（-0.8%）。服务 CPI 环比（0%）不及往年同期（0.2%）。其中，受航空公司下调燃油附加费、淡季出行需求有所回落等因素影响，核心服务 CPI 环比-0.1%，宾馆住宿、飞机票和旅行社收费价格分别下降 5.3%、4.0%和 0.7%；租房需求偏弱下，房租 CPI 同比维持在-0.6%低位。

图 8：CPI“五分法”拆分：核心商品 CPI 同比涨幅回落



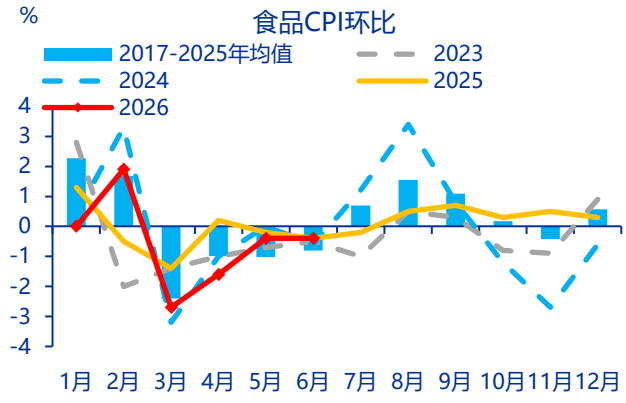
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：CPI 环比弱于往年



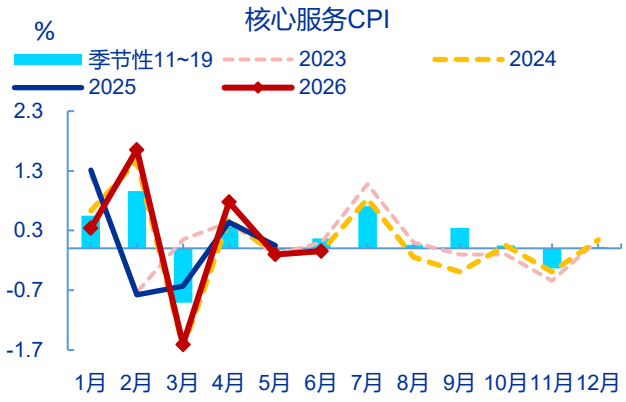
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 10：食品 CPI 环比仍为负



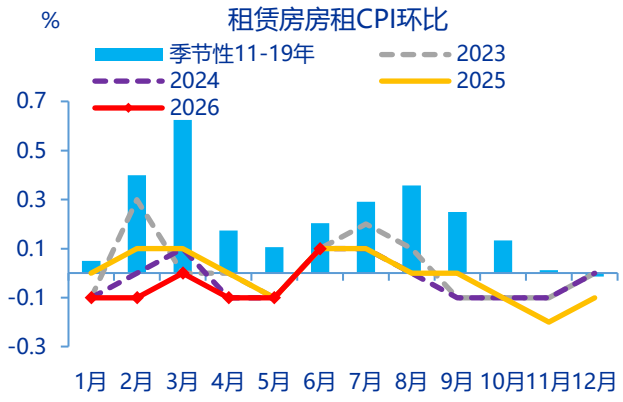
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：核心服务 CPI 环比偏弱



资料来源：iFind，申万宏源研究

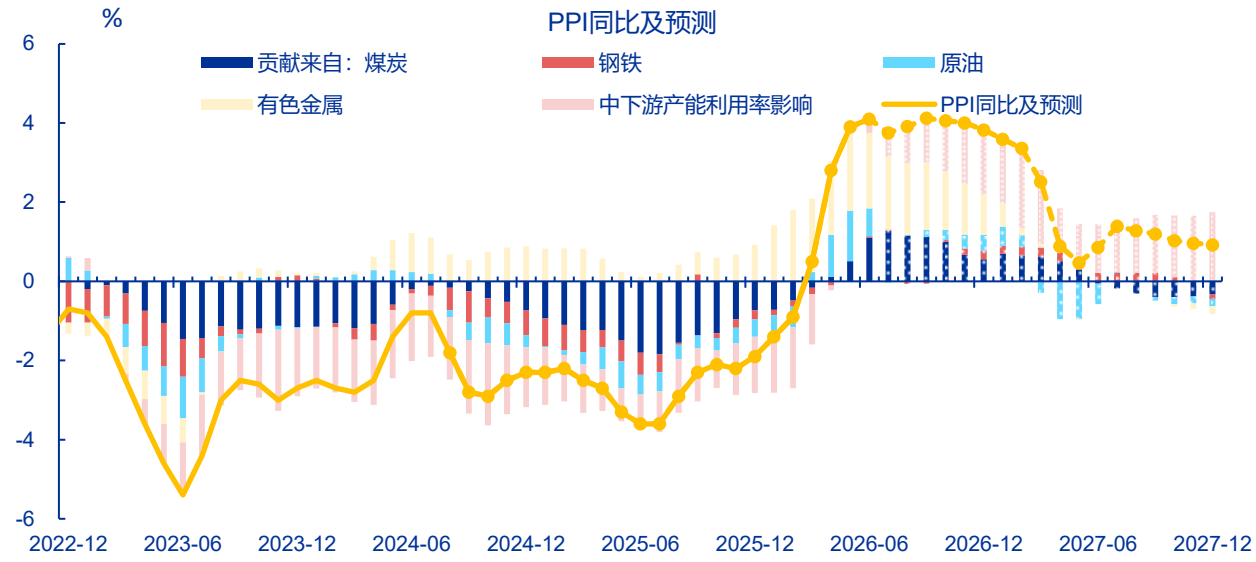
图 12：房租 CPI 维持低位



资料来源：Wind，申万宏源研究

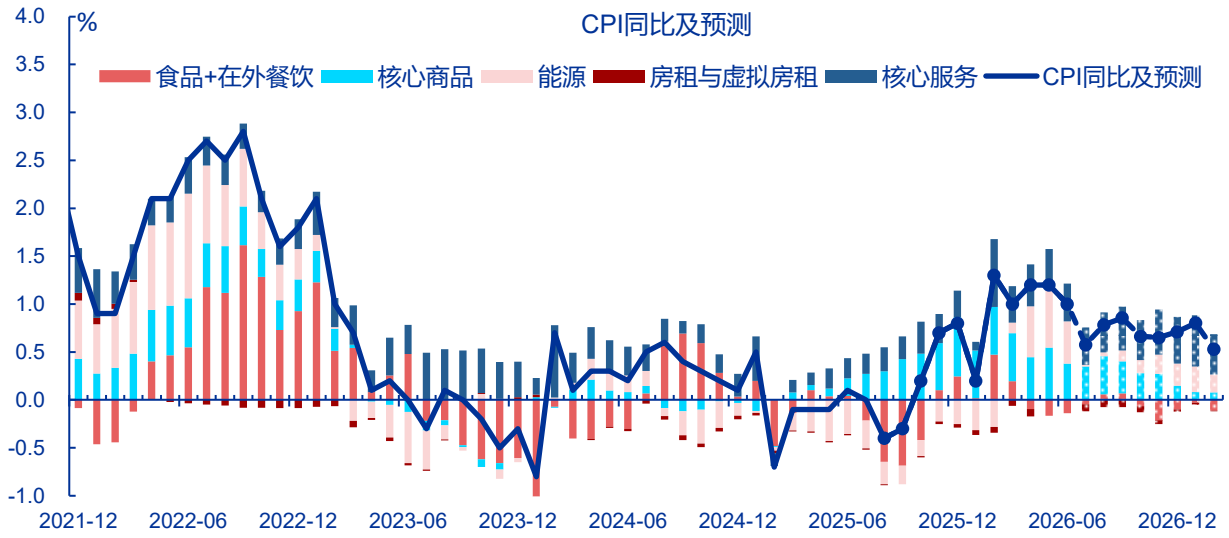
展望后续，上游大宗价格虽有回落，但中下游价格可能继续提升，预计通胀整体或有下行、但幅度有限。PPI 方面，前期高油价已一定程度导致石化链中下游供给出清，这意味中下游供给偏紧的格局并不会因即期油价回落而结束，叠加制造业前期在建工程增速下行对未来产能利用率的滞后传导，预计中下游供给出清或额外支撑通胀读数；同时受 AI 革命的影响，有色压延、计算机通信设备等 AI 领域相关 PPI 或继续上行，初后续 PPI 同比或趋于回落，但可能仍保持在 3.0%以上。中下游 PPI 回升也会往 CPI 传导，尤其带动核心商品 CPI 上涨，预计三季度 CPI 同比也保持韧性。

图 13：PPI 同比、产业链传导及预测（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：“五分法”CPI 同比及预测（%）

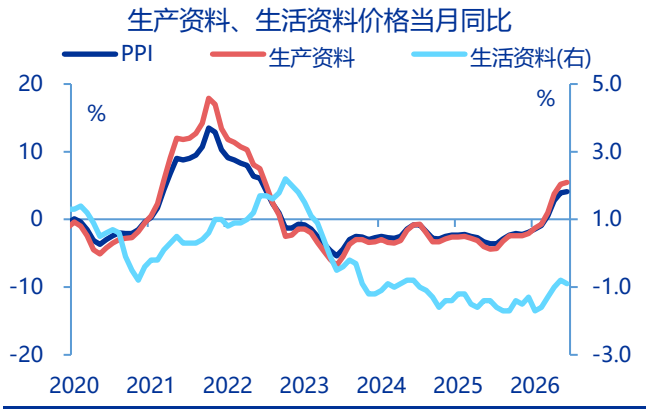


资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 常规跟踪：6 月 PPI 同比进一步回升，CPI 有所回落

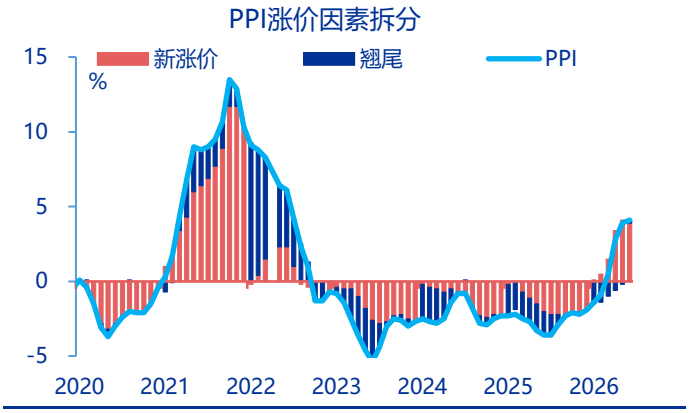
PPI：PPI 同比回升，其中生产资料回升较多。6 月，PPI 同比 4.1%，与前月相比回升 0.2 个百分点。结构上，生产资料较前月上行 0.3 个百分点至 5.5%，生活资料较前月回落 0.1 个百分点至-0.9%。

图 15：生产资料、生活资料价格当月同比



资料来源：iFind，申万宏源研究

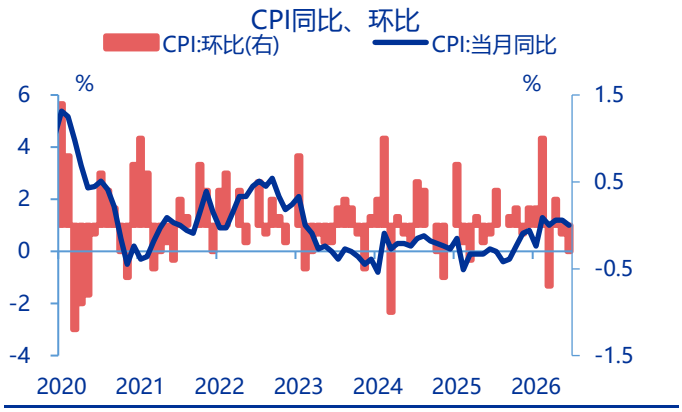
图 16：PPI 涨价因素拆分



资料来源：iFind，申万宏源研究

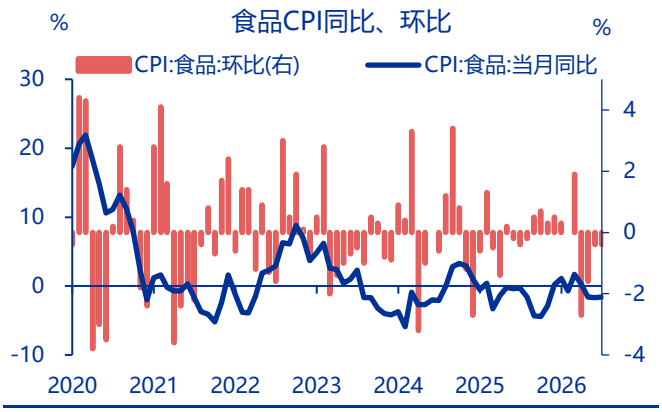
CPI：CPI 同比回落，结构上食品 CPI 中鲜菜价格降幅较大。6 月，CPI 同比较前月回落 0.2 个百分点至 1%。其中，食品 CPI 同比-1.6%、较前月回升 0.1 个百分点。结构上，鲜菜边际回落 1.9 个百分点至-0.3%，鲜果、猪肉 CPI 分别上行 1.5、0.2 个百分点至-0.7%、-15.9%。

图 17：CPI 同比、环比



资料来源：iFind，申万宏源研究

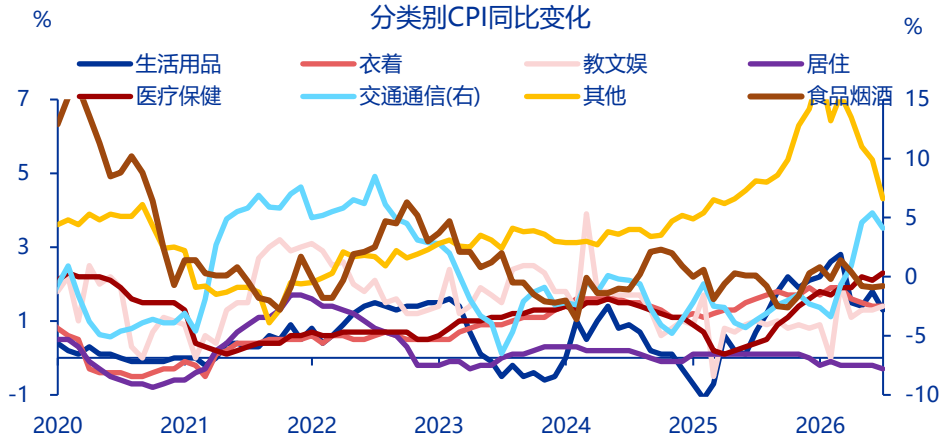
图 18：食品 CPI 同比、环比



资料来源：iFind，申万宏源研究

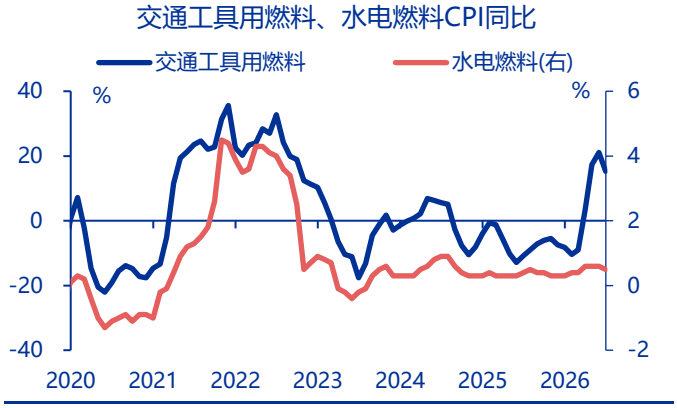
消费品 CPI：家用器具有所回落、通信工具有所回升、交通工具持平上月。非食品中，家用器具 CPI 边际回落 1.2 个百分点至 2.2%、通信工具 CPI 边际回升 1.0 个百分点至 7.6%、交通工具 CPI 持平前月(-1.1%)。交通工具用燃料 CPI 同比回落 5.8 个百分点至 15.3%，水电燃料 CPI 同比回落 0.1 个百分点至 0.5%。

图 19：分类别 CPI 同比变化



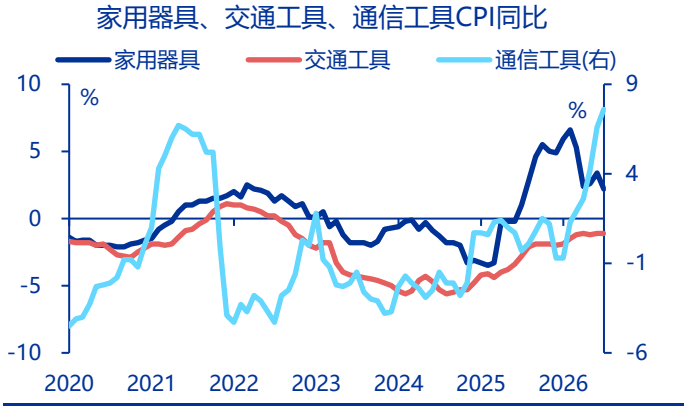
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 20：交通工具用燃料同比回落



资料来源：iFind，申万宏源研究

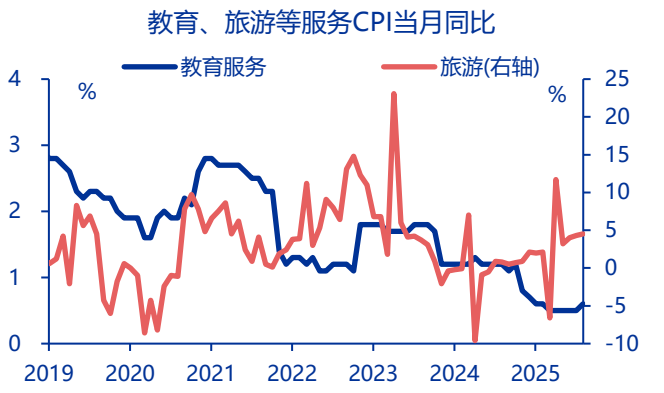
图 21：交通工具 CPI 同比持平前月



资料来源：iFind，申万宏源研究

服务 CPI 方面，医疗服务 CPI 小幅回升。6 月，整体服务 CPI 同比持平前月(0.8%)。具体分项看，家庭服务 CPI 同比持平前月（1.1%），医疗服务 CPI 同比回升 0.2 个百分点至 3.4%，教育服务 CPI 同比回升 0.1 个百分点至 0.6%。

图 22：教育、旅游等服务 CPI 当月同比



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 23：家庭、医疗服务 CPI 当月同比



资料来源：iFind，申万宏源研究

风险提示：

1. 食品供给超预期偏紧。天气因素导致国内农产品等供给变化或对食品 CPI 施加额外影响。

2. 能源供给超预期偏紧。地缘政治风险或导致原油供给减少。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。