



积极管理风险应对市场挑战

经济得过且过，价格局部通胀

报告日期：2019年07月14日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyan hongy dsc@foxmail.com

[宋] 释可湘《偈颂一百零九首》：“且过六月七月八月，更听松风动寥沉。”

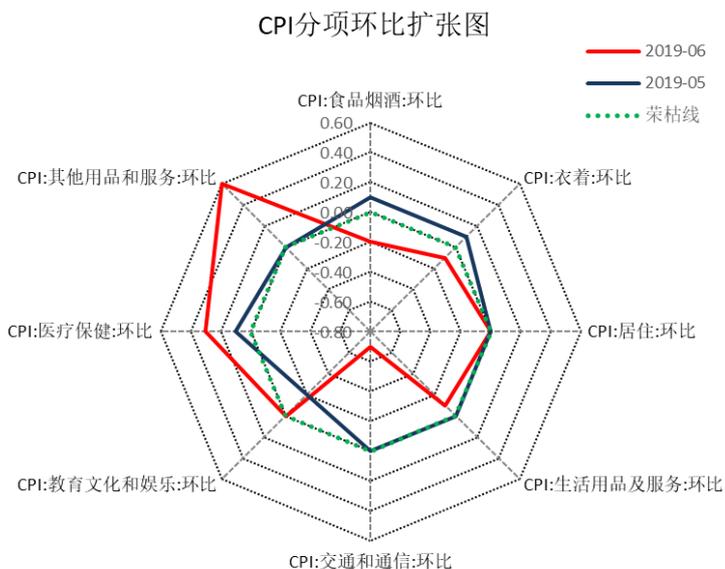
报告观点：

1. 食品价格通胀并行,工业品价格未来看通缩，局部性通胀聚集在食品消费端。
2. 耐用品消费持续萎缩，不利于工业品价格稳定，未来工业品通缩风险较大。
3. 制造业、非制造业就业分项持续萎缩。较差的就业不利于社会零售消费增长，对物价水平有持续压制。
4. 全球制造业收缩，总需求不利全球性物价水平稳定，原油价格上升空间有限。
5. 维持 2018 年 11 月报告工业通缩观点。
6. 本期报告有效期：3 个月。

一、通胀有压力但仍然是局部性的。

2019年6月份，全国居民消费价格同比上涨2.7%。其中，城市和农村均上涨2.7%；食品价格上涨8.3%，非食品价格上涨1.4%；消费品价格上涨3.2%，服务价格上涨1.8%。上半年，全国居民消费价格比去年同期上涨2.2%。6月份，全国居民消费价格环比下降0.1%。其中，城市下降0.1%，农村下降0.2%；食品价格下降0.3%，非食品价格下降0.1%；消费品价格下降0.2%，服务价格上涨0.1%。

2.1. CPI 环比雷达图此消彼长



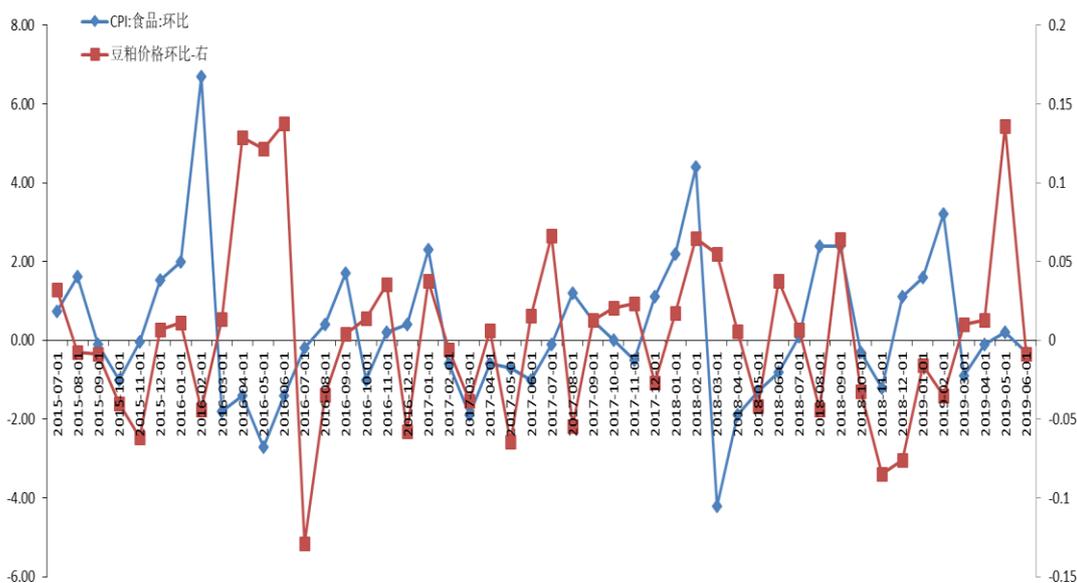
数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

(1) 6月份，食品烟酒价格环比下降0.2%，影响CPI下降约0.05个百分点。其中，鲜菜价格下降9.7%，影响CPI下降约0.25个百分点；鸡蛋价格下降2.6%，影响CPI下降约0.01个百分点；水产品价格下降0.9%，影响CPI下降约0.02个百分点；鲜果价格上涨5.1%，影响CPI上涨约0.11个百分点；畜肉类价格上涨2.2%，影响CPI上涨约0.10个百分点（猪肉价格上涨3.6%，影响CPI上涨约0.09个百分点）；禽肉类价格上涨0.7%，影响CPI上涨约0.01个百分点。

(2) **其他七大类价格环比两涨三降两平**。其中，其他用品和服务、医疗保健价格分别上涨 0.6%和 0.3%；交通和通信、衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.7%、0.1%和 0.1%；居住、教育文化和娱乐价格均持平。

2.2 饲料价格终究是降了

我们看到作为蛋白的主要原料，豆粕价格和 CPI 食品价格环比走势高度相关。在过去的跟踪里，豆粕环比价格可以做食品 CPI 环比走势的很好指引。从目前来看，国内的食物通胀预期虽然有所增强，但 CPI 中非食品类分项的表现差强人意，非食品类消费更加偏向耐用品和非快消品，受到更全面的宏观经济形势的整体负面影响，一个偏弱的需求格局。饲料价格预计在 6 月有一个相对稳定的过程，CPI 食品分项在 6 月份迎来一个短暂的重估，我们知道的是猪肉在 CPI 中的权重被调低了，也就是与先前的 CPI 相比，当前的 CPI 数据被低估。我们对食品通胀的看法保持开放的心态，我们坚持此前报告的根基——伴随经济下行引发的消费衰退的风险依然存在。我们认为当前，宏观经济在价格维度的评估得到了更多的信息，物价水平可能进一步下行，我们仍然维持需求偏弱的宏观看法。

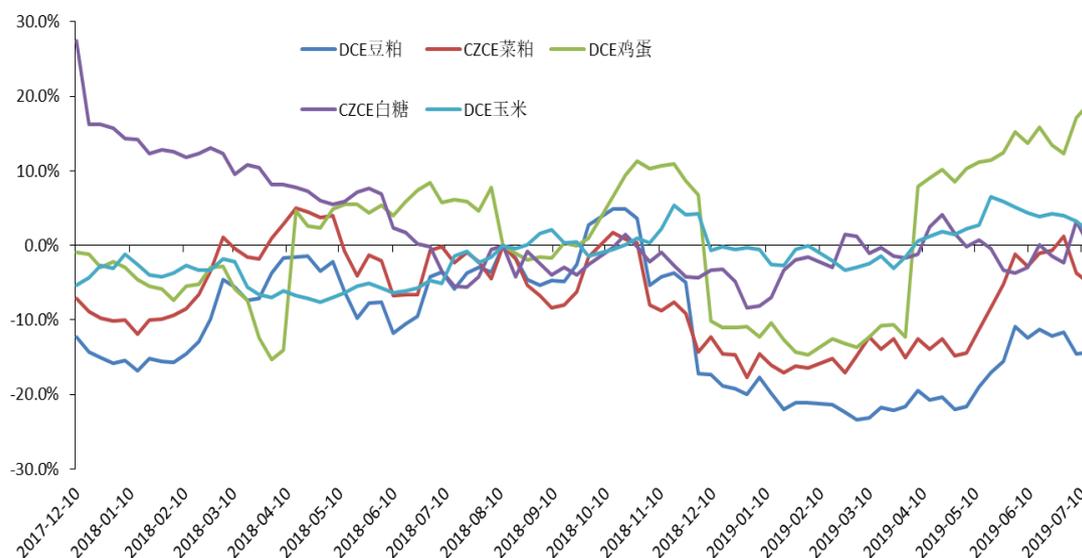


数据来源：英大证券研究所，WIND



资料来源: 猪E网

2019年5月猪肉价格开始高于2018年,2017年同期价格,仍然低于2016年同期价格。非洲猪瘟的影响导致的猪肉库存不足(大量疫情猪场或者地区的捕杀活动形成了实质上的“供给侧改革”)以及减少美国猪肉进口,都是需求稳定的情况下,价格开始上升的驱动力量。猪肉价格上涨对CPI的提高起到提振作用,但权重下调将减弱对CPI的推高影响。同时部分蛋白消费从猪肉消费转移到其他肉蛋消费上来。近期鸡蛋价格持续上涨反应了农产品供应不足带来的食品通胀风险。

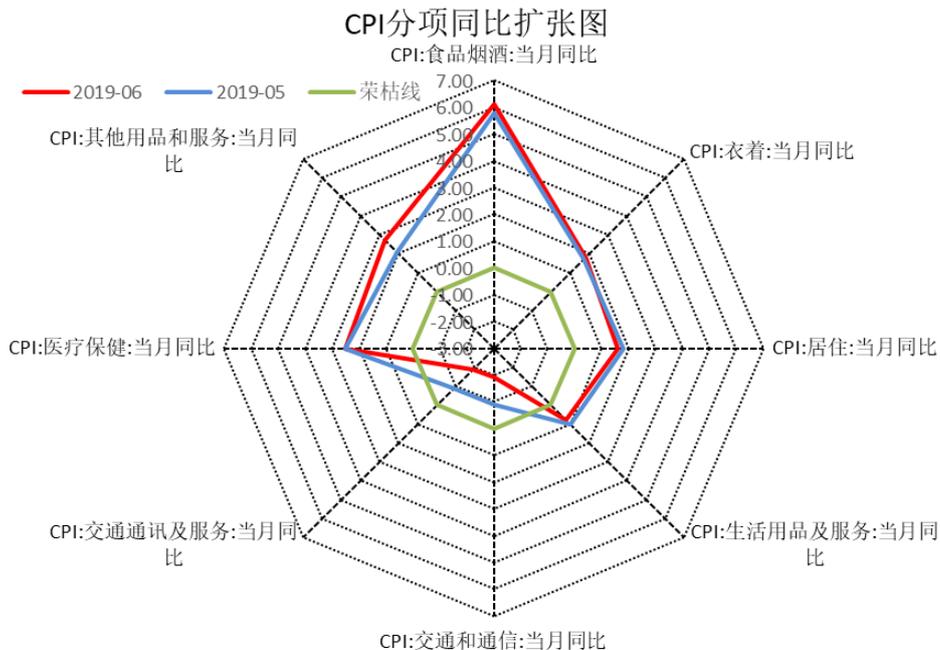


数据来源：英大证券研究所，WIND

与此同时，非蛋白类农产品价格持续下跌，油脂，玉米价格保持下跌趋势。我们还发现，非食品类的CPI，譬如化工类耐用品产成品，塑料，衣物等原料价格环比下滑，这些活动能够体现经济的活跃度。耐用品消费是制造业扩张和收缩的信号指南针，这部分则有通缩风险。综合来看，农产品通胀风险仍然处于较高，但不处于很大的状态。

2.3. CPI 同比扩张—食品类价格通胀维持

(1) 6 月份，食品烟酒价格同比上涨 6.1%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 1.79 个百分点。其中，鲜果价格上涨 42.7%，影响 CPI 上涨约 0.71 个百分点；畜肉类价格上涨 14.4%，影响 CPI 上涨约 0.59 个百分点（猪肉价格上涨 21.1%，影响 CPI 上涨约 0.45 个百分点）；禽肉类价格上涨 7.4%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；鸡蛋价格上涨 6.1%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜菜价格上涨 4.2%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点；粮食价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；水产品价格下降 0.5%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。

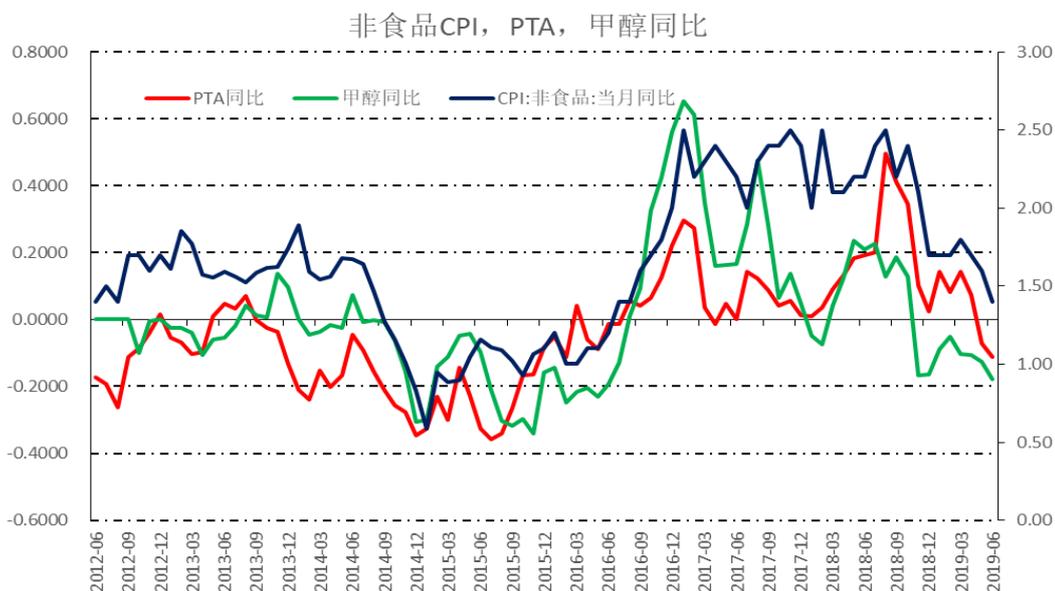


数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

(2) **其他七大类价格同比六涨一降**。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.7%、2.5%和 2.4%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别上涨 1.8%、1.6%和 0.8%；交通和通信价格下降 1.9%。

2.4 非食品价格疲软不容小觑

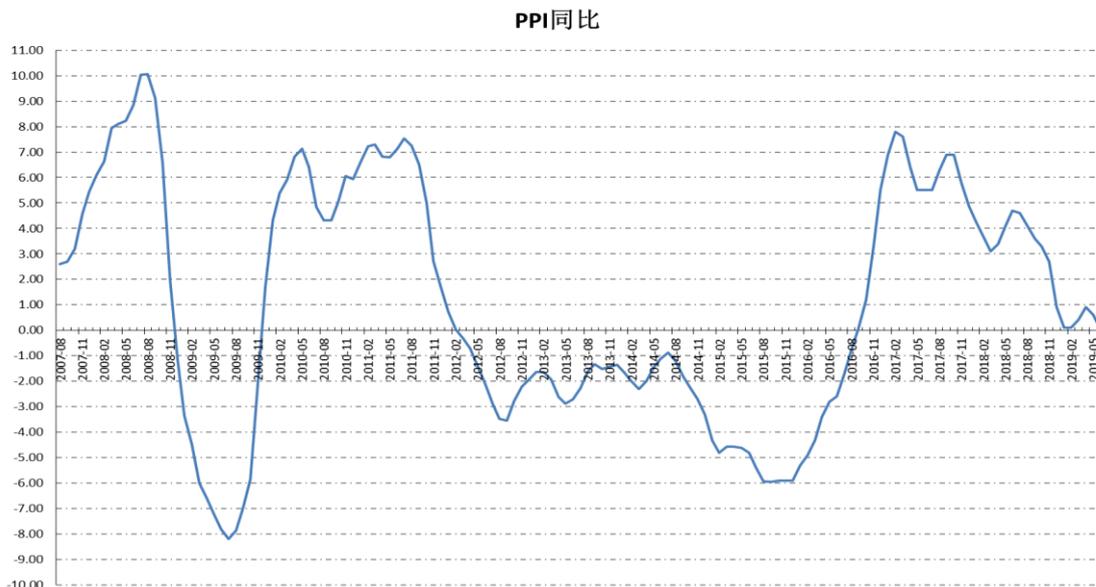
我们看到非食品 CPI 和化工品价格走势密切。化工品提供了最大部分的耐用用品和日常用品的需求。因此我们看到的二者走势密切，我们之前还添加了甲醇，PTA，螺纹钢，等商品价格。综合来看，他们价格的同比下滑，这有利于 CPI 整体的同比相对稳定。



数据来源：英大证券研究所，WIND

二、耐用品消费萎缩，看跌工业品价格。

2019年6月份，全国工业生产者出厂价格同比持平，环比下降0.3%；工业生产者购进价格同比下降0.3%，环比下降0.1%。上半年，工业生产者出厂价格比去年同期上涨0.3%，工业生产者购进价格上涨0.1%。



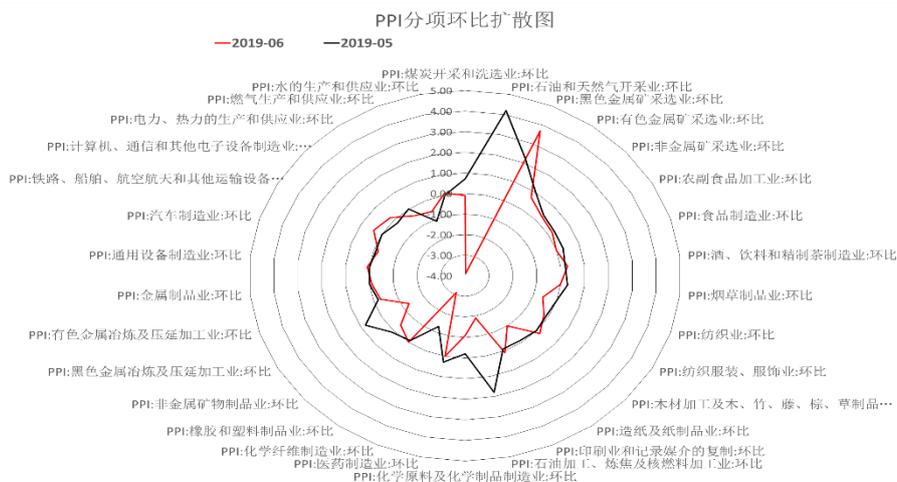
数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

2.1.工业品购进和出厂价格展望负面

维持此前判断的观点，工业生产出厂价格上涨减弱，而购进原料价格上涨较多，前者价格弹性弱于后者，未来涨价的空间进一步减小，整体下跌概率较大。未来出厂价格大概率转为下跌，这主要是基于我们认为中下游的负反馈传递给上游，形成的需求下降所致，大部分分项的PPI环比未来转为下跌！

(1) **工业生产者出厂价格中，生产资料价格环比下降0.4%**，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.31个百分点。其中，采掘工业价格下降0.1%，原材料工业价格下降1.0%，加工工业价格下降0.2%。生活资料价格环比持平。其中，食品、衣着和耐用消费品价格均持平，一般日用品价格上涨0.1%。

(2) **工业生产者购进价格中，黑色金属材料类价格环比上涨0.7%**，农副产品类价格上涨0.5%；化工原料类价格下降1.2%，有色金属材料及电线类价格下降0.5%，燃料动力类价格下降0.4%。



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

2.2. 工业品价格同比增速将转负

PPI 的同环与环比购进、出厂价格变动状况一致，工业生产者利润空间进一步挤压，不利于经济的持续性复苏，部分企业在亏损中持续经营。总的来说工业品价格下跌主要发生在化工领域，但是建材类商品价格抗拒下跌。

(1) 工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 0.3%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.22 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 4.5%，原材料工业价格下降 2.1%，加工工业价格持平。生活资料价格同比上涨 0.9%，涨幅与上月相同，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.23 个百分点。其中，食品价格上涨 2.2%，衣着价格上涨 1.6%，一般日用品价格上涨 0.5%，耐用消费品

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11287

