旬度经济观察

——CPI 无需担忧，PPI 即将转负

韦志超[1] 袁方(联系人)[2]

2019 年 7 月 10 日

内容提要

受国际油价以及供改组产品价格的拖累，6 月 PPI 环比大幅回落。参考历史变动的模式，下半年 PPI 同比和环比均落入负区间的可能性较大。

猪肉和鲜果供应收缩的影响仍在延续，但经济走弱对服务价格的压制开始显现，6 月 CPI 同比与上月持平。考虑到经济的趋势走弱以及未来两三个月水果供应的恢复，三季度 CPI 同比可能趋于下行。

包商银行事件带来的流动性冲击或许已经过去，但同业市场的重新定价、中小银行以及非银机构的资产负债表收缩仍将持续，其对信贷市场以及宏观经济的影响尚需观察。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

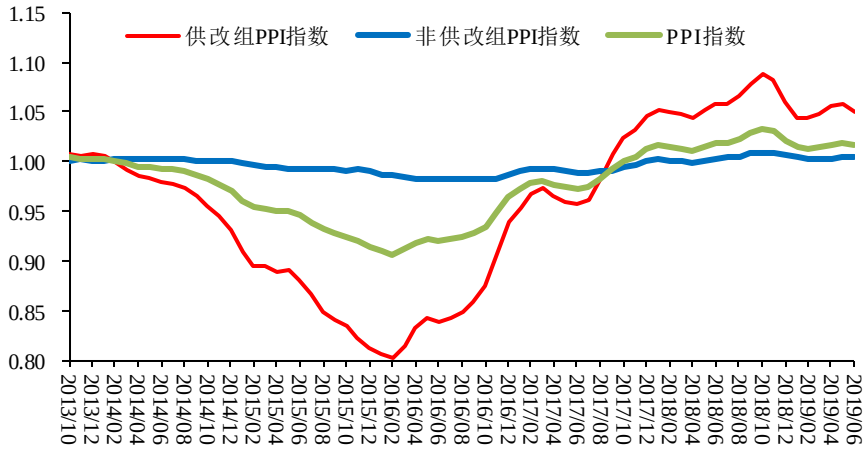
1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001
2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、PPI 环比高点已过，CPI 同比或将下行

6 月 PPI 环比-0.3%，较上月回落 0.5 个百分点，延续了 5 月以来回落的趋势，但跌幅明显放大；PPI 同比为零，较上月大幅回落 0.6 个百分点。

分项来看，受国际油价下跌的影响，石油加工、石油和天然气开采跌幅居前，此外黑色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品、化学纤维制造业、煤炭开采和洗选业环比回落幅度明显，PPI 环比的下行主要来自原油以及供改组价格的拖累，而非供改组价格表现平稳。

图 1：供改组和非供改组 PPI 指数



数据来源：Wind，安信证券

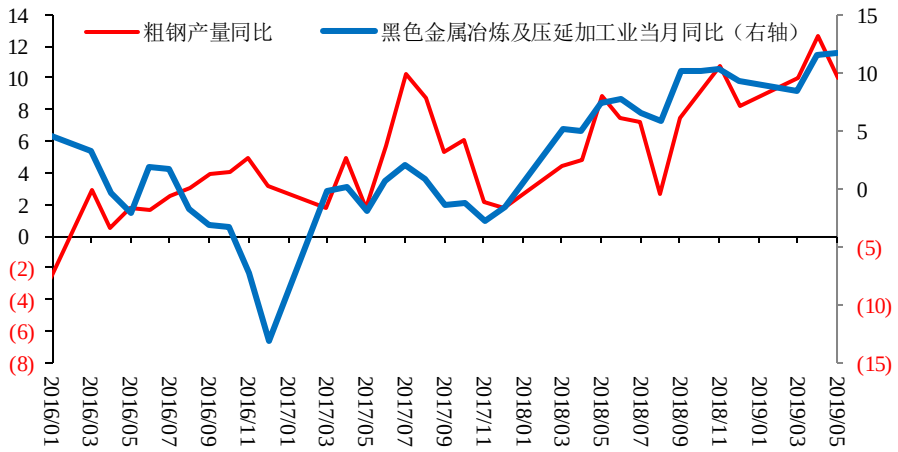
5 月以来铁矿石整体供应偏紧，淡水河谷溃坝等诸多意外事件大幅推升铁矿石价格，而与此同时螺纹钢涨幅偏弱，部分去年盈利的钢厂目前甚至开始出现亏损，看起来螺纹钢价格持续上涨的过程正在进入尾声。

事实上自供给侧改革推出以来，螺纹钢价格涨幅达三倍之多，钢厂普遍盈利丰厚，高盈利驱动厂商更新设备以达到环保标准进行扩产，粗钢产量和黑色系工业增加值均出现明确的上升。需求端房地产大规模的在建面积对螺纹价格也形成

支撑。往后看，我们倾向于认为螺纹钢存货回补接近尾声，在需求整体难有改善的情况下，去库存的过程将伴随着价格的长期下跌。

工业品价格中除黑色链条以外，铜、原油、天胶等表现均偏弱，显示经济仍处于下行趋势之中。参考 PPI 变化的历史模式，4 月份 PPI 高点已过，伴随经济的持续下行，下半年 PPI 同比和环比转负相对确定，而周期品价格的回落幅度更大，中下游企业的成本压力趋于缓解。

图2：粗钢产量同比和黑色金属冶炼及压延加工业同比

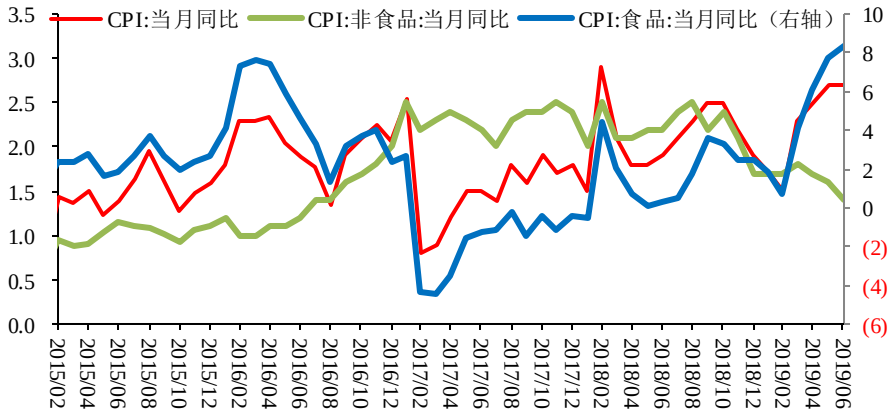


数据来源：Wind，安信证券

6 月 CPI 同比 2.7%，核心 CPI 同比 1.6%，两者均与上月持平。

拆解看，非食品分项环比表现小幅低于历史均值，而食品分项大幅高于历史水平，进而使得整体 CPI 环比持平于季节性。

图3：CPI食品和非食品同比，%



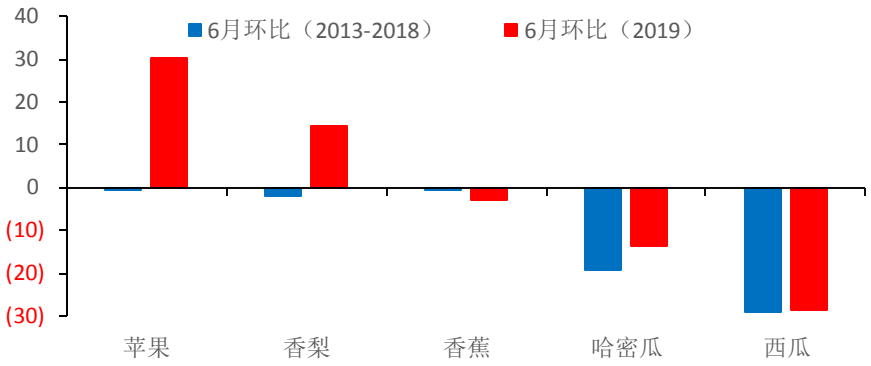
数据来源：Wind，安信证券

食品分项中，受非洲猪瘟的持续影响，猪肉价格涨幅扩大，同时牛羊肉价格也强于季节性；鲜果价格维持高位，明显强于历史同期水平，苹果和梨涨幅居前，这与去年极端天气导致的减产有关。

非食品分项中，受国际油价下跌的影响，交通工具用燃料环比表现显著弱于历史水平，是拖累非食品价格下行的主因。此外，居住、生活用品及服务、教育文化和娱乐均弱于季节性，经济的趋势下行在终端价格上开始显现。

往后看，国内经济的持续走弱将对工业品和核心 CPI 产生压制，而全球经济的普遍减速将使得原油价格表现显著弱于去年，未来支撑 CPI 的因素主要源于水果以及猪肉价格。随着未来两三个月水果供应的恢复，水果价格将出现全面回落。目前非洲猪瘟仍未得到有效控制，生猪供应短缺的情况可能将持续，猪价仍有上行空间，但合并来看，未来 CPI 同比向上动力偏弱，下半年的货币政策将以宽松为主。

图4：5种主要水果价格环比，%



数据来源：Wind，安信证券

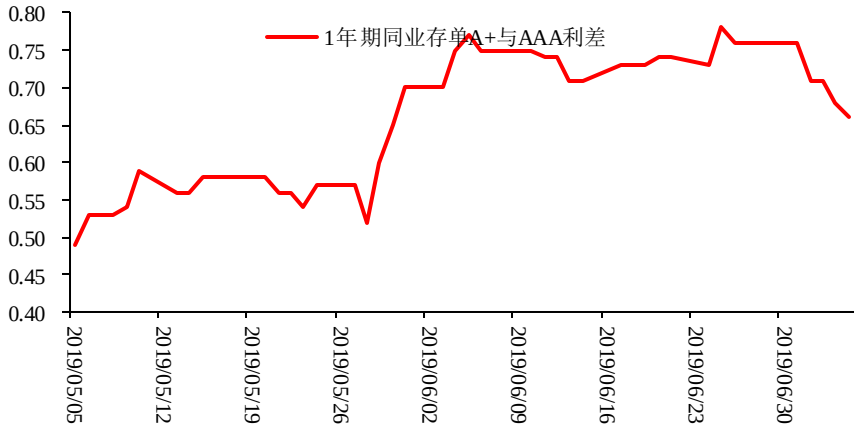
二、包商银行事件带来的流动性冲击或已过去

距离包商银行被接管已经过去一个多月，从银行间市场来看，DR001、DR007均大幅走低，DR007甚至长期低于央行7天逆回购利率。不同评级的同业存单二级市场收益率也已经回落至包商银行事件之前的水平，A+和AAA存单利差也在逐步收缩，但距离5月25日之前仍有一定差距，一级市场发行成功率近期也缓慢回升。整体来看，包商银行事件带来的流动性冲击或许已经过去，但同业市场的重新定价，中小银行以及非银的缩表仍将持续。

包商银行事件导致的城商行收缩资产在利率债市场上已经有明确体现，从债券托管数据来看，6月份城商行主要抛售利率债而公募基金、外资在增持，这一交易行为或许可以解释，在全球国债收益率回落、国内经济下行压力趋增的背景下，为何我国利率债收益率始终下行不明显。

展望三季度，整体利率债的供给冲击较小，而且伴随着通胀和经济的持续回落以及市场风险偏好的下降，10年期国债收益率仍有进一步下行的空间。

图5：1年期A+和AAA同业存单利差，%



数据来源：Wind，安信证券

权益市场方面，6月底美国方面承诺对剩余3000亿出口商品不再征加报复性关税，随后对华为的部分制裁解除，但市场反应相对平淡，这或许表明市场认为贸易战将会长期存在且对其可能的影响已经相对充分吸收。目前包商银行事件是否会导致信贷环境全局性收紧仍需观察，而下一步货币财政政策走向需等待中下旬高层会议的定调，市场近期可能仍处于磨底之中。

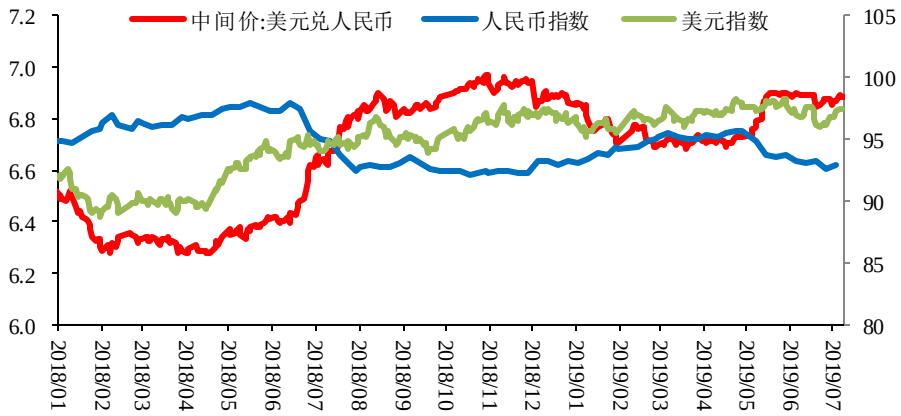
新近公布的数据显示6月份国家外汇储备31192亿美元，较上月上升182亿美元，创去年以来最大涨幅，全球主要经济体债券收益率的大幅下行是推升我国6月外汇储备规模的主因。

6月以来美国10年期国债收益率加速下跌，一度突破2%，创近两年新低，同时10年日债和欧债收益率也大幅回落，显示市场对未来经济预期相当悲观。在此背景下，美元指数小幅回落，对应非美资产小幅升值，进而带动外汇储备整体回升。

去年10月份以来外汇储备呈现回升态势，资本外流压力趋弱，人民币兑美元汇率先升值后持续贬值，但整体维持在6.9之内，年初以来央行官员频繁表态汇

率实现更大幅度波动，这或许意味着汇率对利率的牵制边际减弱；另一方面，随着中美关系的短期缓和、美国经济的持续走弱以及货币政策的全面转向，人民币兑美元的贬值压力也趋于减弱，这也为国内利率的下行打开空间。

图6：人民币汇率和美元指数



数据来源：Wind，安信证券

三、非农数据超预期，7月降息仍是大概率

新近公布的美国劳动力市场数据显示，6月美国新增就业22.4万人，远高于市场预期的16.5万，较上月反弹达14.9万人。小时工资环比0.2%，较上月小幅回升0.1个百分点，低于市场预期，而同比增速3.1%，与上月大致持平。失业率3.7%，较上月回升0.1个百分点，这主要源于劳动参与率的上升。

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_11500