

宏观观点评

CPI 难挡降准降息，PPI 下半年仍有韧性——兼评 6 月通胀

事件：中国 6 月 CPI 同比上涨 2.7%（预期 2.7%，前值 2.7%）；PPI 同比上涨 0.0%（预期 0.2%，前值 0.6%）。

核心结论：

1. 6 月 CPI 上涨主因食品价格上涨和翘尾效应，预计 7 月仍将维持高位，但难“破 3”；PPI 进入下行通道，需关注其对企业盈利的影响。

➢ 6 月 CPI 上涨 2.7%，其中食品价格影响 CPI 约 1.58 个百分点，鲜果（0.71）和猪肉（0.45）是主要因素。鲜果涨价主因极端天气拖累库存、产量和运输，预计后续涨幅受限。供应偏紧推高 6 月猪价；往后看，随着生猪、能繁母猪存栏快速去化对今年下半年生猪供应的拖累逐步显现，三季度开始猪价可能出现较大幅度的上涨。受成品油调价影响，6 月交通燃料价格大幅下滑，带动非食品分项同比增幅收窄。

➢ 全年 CPI：预计 7 月 CPI 同比在 2.7%-2.8%，高基数下 8 月和 9 月回落至 2.5% 下方，四季度再小升（警惕猪瘟导致猪价大涨，抑平 CPI 回落幅度）。全年看，除非油价超预期上涨，否则年内 CPI 难“破 3”。

➢ 6 月 PPI 涨幅收窄主受生产资料拖累，反映内外需均走弱。6 月 PPI 同比上涨 0.0%，涨幅较 5 月回落 0.6 个百分点。上游采掘业和原材料环比增速大幅回落，在国际油价下跌情况下，石化产业链降价明显。

➢ 全年 PPI：下半年 PPI 趋落，三季度末迎来最大跌幅，四季度末再度小升。PPI-PPIRM 同比缺口连续两个月回落，企业毛利压力增大。

2. 综合下半年通胀走势，历史上通胀和货币政策的关系以及我国货币派生的特点，再叠加我国经济下行压力仍大，我们认为，CPI 尚难制约货币政策，下半年降准降息可期（不排除降基准利率）。

➢ 其一，2019 年下半年通胀料难大幅上行，为货币宽松进一步释放了空间。其二，回溯 2004 年以来的货币政策周期，通胀不大幅上行，就不会制约我国货币政策的宽松。其三，受我国融资结构和居民财富结构影响，“货币超发”未必同步同幅推升通胀。

3. 本轮 PPI 的统计数据层面“工业品通缩”不同于 2012-2015 年的工业通缩，得益于基建回升和资源品的成本刚性，下半年 PPI 仍有韧性：

➢ 内需层面来看，专项债新规发布，基建对冲发力可期；年初以来房地产超预期韧性，高频数据显示短期房地产投资尚难大幅下滑，预计对内需形成一定支撑。

➢ 2018 年以来我国工业企业杠杆率走高、库存走低，叠加 2015 年供给侧结构性改革改善上游行业产能利用率和企业经营效率，PPI 具有成本刚性，将抑制 PPI 下行幅度。

风险提示：国内猪价快速大幅走高；油价超预期上涨；中美贸易摩擦加剧。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《CPI 进入上行通道，PPI 年内高点大概率已现——兼评 4 月通胀》2019-05-09

2、《“五一”宏观 8 看点》2019-05-05

3、《4 月 PMI 再弱的四个信号》2019-04-30

4、《从 PPI 上行可能性看库存周期演化路径——兼评 Q1 工业企业利润》2019-04-28

5、《3 月通胀如期反弹，全年有惊无险——兼看减税是否拉低通胀？》2019-04-12

6、《猪价起、油价涨、货币松，今年 CPI 会“破 3”吗？——兼评 2 月通胀》2019-03-10



内容目录

CPI如期走高但难“破 3”， PPI步入下行通道	3
食品价格拉升 6 月 CPI，环比增幅有限	3
PPI 步入下行通道，后续需关注对企业盈利的冲击	4
CPI尚难制约货币政策，下半年降准“降息”可期	5
提示关注下半年 PPI 的韧性，总体趋降但幅度有限	7
风险提示	9

图表目录

图表 1: 6 月 CPI 食品项大幅上涨，核心通胀持平	3
图表 2: 猪肉鲜果对食品项拉升作用显著	3
图表 3: 6 月成品油价格大幅下调	4
图表 4: PPI 生产资料同比下滑带动整体 PPI 下行	5
图表 5: 企业毛利面临压力	5
图表 6: 6 月油价大幅下滑	5
图表 7: 通胀对货币政策的制约逐渐减弱	6
图表 8: 货币政策需要盯住多重目标	6
图表 9: “货币超发”未必同步同幅推升通胀	7
图表 10: 年初以来房地产韧性较强	8
图表 11: PPI 生产资料与基建投资增速相关度较高	8
图表 12: 黑色有色金属矿采选业 PPI 同比仍上涨	8
图表 13: 工业产能利用率已较供给侧改革前大幅提升	9
图表 14: 2018 年之后杠杆率和库存走势发生背离	9

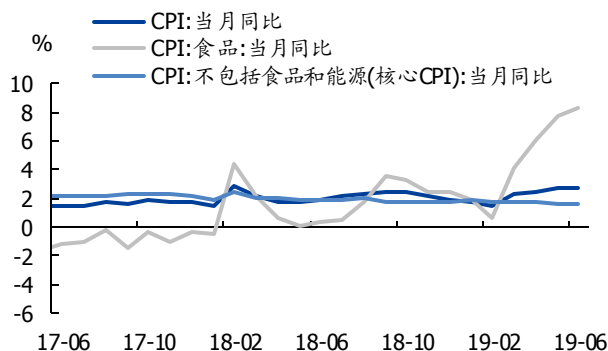
CPI如期走高但难“破3”，PPI步入下行通道

食品价格拉升6月CPI，环比增幅有限

食品继续拉升6月CPI同比，后续鲜果价格涨幅有望缩小，但仍需警惕猪价上行的影响。6月CPI上涨主因食品价格上涨和翘尾因素较高。6月CPI上涨2.7%，其中食品价格影响CPI约1.58个百分点，重点在鲜果（同比大幅上涨42.7%，影响CPI上涨约0.71个百分点）和猪肉（同比上涨21.1%，影响CPI上涨0.45个百分点）价格大涨。鲜果涨价主要有三方面因素，一是去年受冻灾、洪水等极端天气影响，苹果、梨等水果大量减产，导致库存不足；二是今年南方地区高温雨水影响了采摘和运输，火龙果和菠萝等水果价格上涨；三是去年以来进口高端水果大幅增加，引发国内果业向优质转型。高频数据显示7月第一周7种重点监测水果平均批发价环比已经降价，不过同比增速仍高。综合来看，尽管果业提质是长期趋势，但随着极端天气等短期影响因素的消退，鲜果价格涨幅有望缩小。

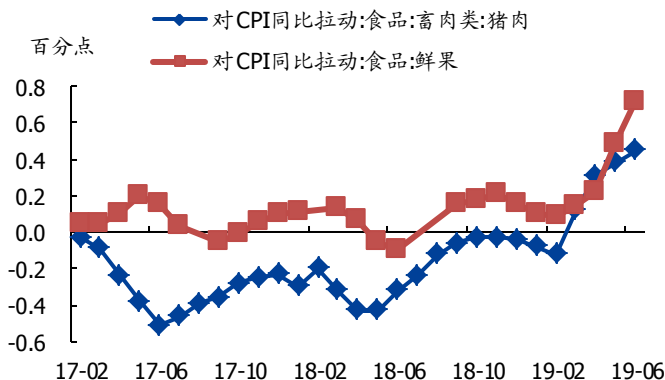
猪价方面，低基数推高6月猪价同比，受非洲猪瘟与周期性因素叠加影响，6月猪肉供应偏紧，猪肉价格环比上升3.6%。往后看，去年5月以来生猪、能繁母猪存栏快速去化对今年下半年生猪供应的拖累将逐步显现，叠加冻肉库存去化，三季度开始猪价可能出现较大幅度的上涨。

图表1：6月CPI食品项大幅上涨，核心通胀持平



资料来源：Wind，国盛证券研究所

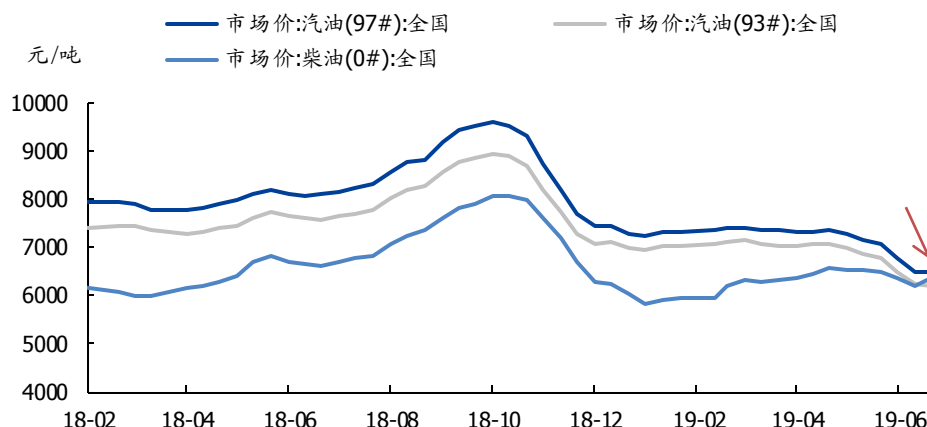
图表2：猪肉鲜果对食品项拉升作用显著



资料来源：Wind，国盛证券研究所

6月CPI非食品同比1.4%，较5月降低0.2个百分点，连续3个月增幅缩窄。其中，同比看除衣着、其他用品和服务外，居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化和娱乐、医疗保健等分项CPI同比增速均较5月回落或持平。6月CPI交通和通信分项同比为-1.9%，回落幅度最大，主因成品油调价，带动燃料价格下降。

图表 3: 6 月成品油价格大幅下调



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

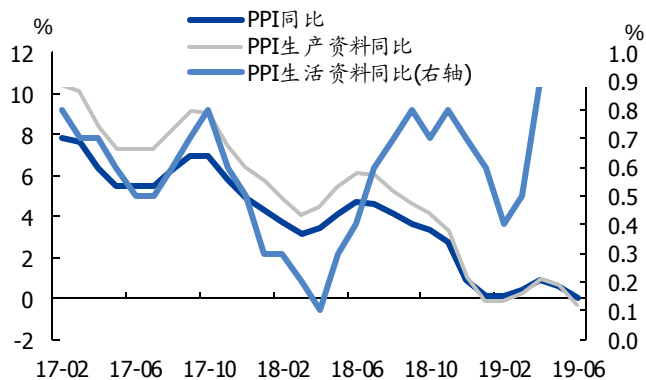
下半年 CPI 展望: 二季度的通胀压力主要来自于基数效应和食品（猪价、鲜果价格）涨价，考虑到非食品价格较为稳定，特别是油价难大幅上涨，中美贸易摩擦对国内通胀的影响也不会太大，综合来看预计 7 月 CPI 同比可能在 2.7%-2.8%。往后看，菜价、鲜果价格趋于稳定，降税降费和较弱的内外需带动非食品价格下降，高基数下 8 月和 9 月回落至 2.5% 下方，四季度再小升（警惕猪瘟导致猪价大涨，抑平 CPI 回落幅度）。全年看，除非油价超预期上涨，否则年内 CPI 难“破 3”。

PPI 步入下行通道，后续需关注对企业盈利的冲击

6 月 PPI 同比持平主因生产资料拖累，反映内外需走弱。 6 月 PPI 持平去年同期，同比增速为 0.0%，涨幅较 5 月大幅回落 0.6 个百分点，翘尾因素约贡献 0.3 个百分点，新涨价因素约为 -0.3 个百分点。分项看，6 月 PPI 生产资料价格下跌 0.3%，涨幅较 5 月回落 0.9 个百分点；生活资料价格上涨 0.9%，涨幅持平 5 月。因此 6 月 PPI 同比走低主因生产资料价格走低，特别是上游采掘工业和原材料，分项同比增速分别较前值回落 1.6 和 1.5 个百分点。PPI 环比下跌 0.3%，涨幅较 5 月回落 0.5 个百分点，主要系石化产业链降价明显，其中石油和天然气开采业 PPI 环比降低 3.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 环比下跌 1.9%，化学纤维制造业 PPI 环比下跌 3.1%。受全球经济放缓、需求下滑拖累，6 月布油现货均价较 5 月下滑 10%，进而拉低石化链 PPI 增速。

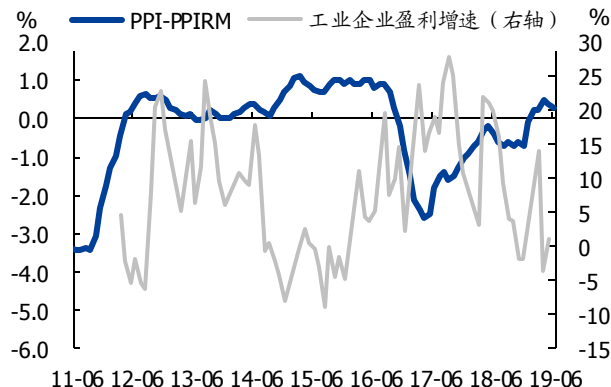
下半年 PPI 进入通缩区间，需持续关注 PPI 下行对企业盈利的影响。 自 2019 年 1 月以来，PPI-PPIRM 同比缺口连续四个月上行或持平后，5-6 月份缺口连续两个月回落，意味着企业毛利开始面临压力。维持此前判断，我们认为 PPI 全年高点大概率已现（4 月），之后趋落，三季度末迎来最大跌幅，四季度末再度小升。此前报告中我们指出，今年 8-11 月，去年 PPI 价格变动的翘尾影响分别为 -0.2%、-0.8%、-1.2% 和 -1.0%，因此，只要今年 PPI 新涨价因素低于 1.2%，年内 PPI 同比一定会转负，出现统计数据层面的“工业品通缩”，不过我们认为 PPI 全年整体回落，但不会严重通缩，具体原因后文将进行详细阐述。在此过程中，需关注 PPI 下行对企业盈利的影响。

图表 4: PPI 生产资料同比下滑带动整体 PPI 下行



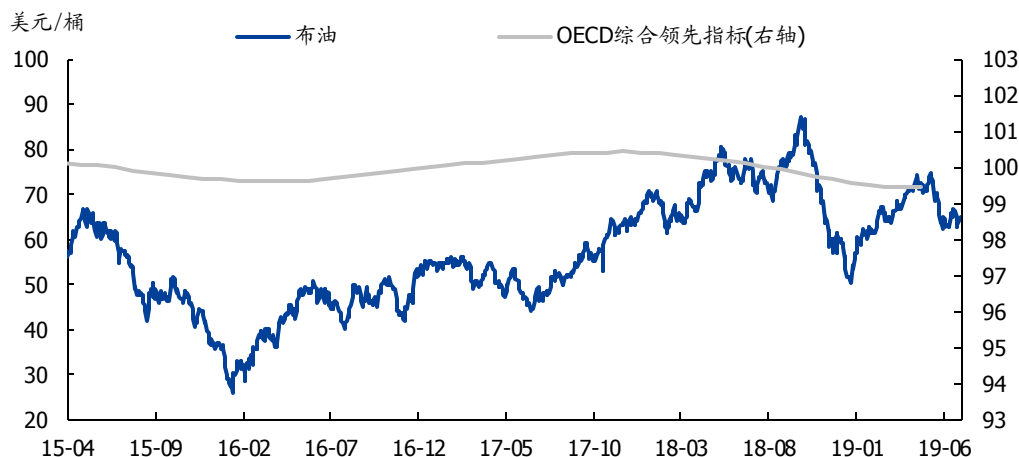
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 企业毛利面临压力



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 6 月油价大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

CPI 尚难制约货币政策，下半年降准“降息”可期

综合下半年通胀走势，历史上通胀和货币政策的关系以及我国货币派生的特点，再叠加我国经济下行压力仍大，我们认为，CPI 尚难制约货币政策，下半年降准降息可期。

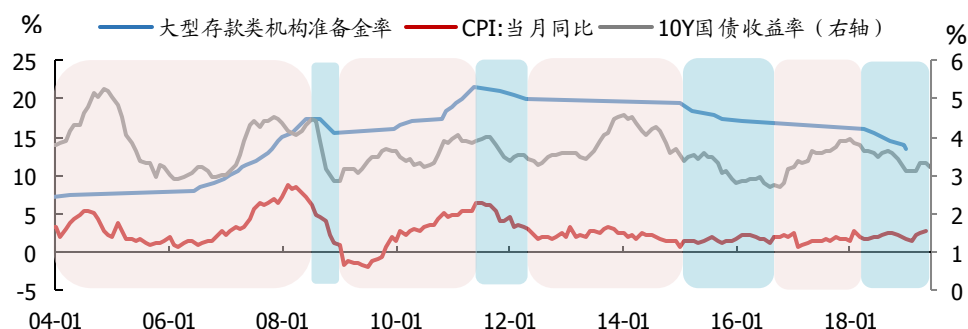
其一，2019 年下半年通胀料难大幅上行，为货币宽松进一步释放了空间。前述报告我们指出，考虑到 CPI 上行主要是供给端因素扰动，除非猪价和油价出现共振，否则 CPI 同比难以破 3%。同时，鲜果价格环比涨幅缩窄，油价趋势向下，预计 8 月之后 CPI 上行压力将有所缓解；此外，PPI 仍处于下行通道，下半年同比可能转负，因此通胀尚难对货币政策形成制约。

其二，以史为鉴，通胀不大幅上行，就不会制约我国货币政策的宽松。货币政策最终目标一般包括稳定物价、实现充分就业、促进经济增长和国际收支平衡等。多重目标之间既有一致性又有矛盾性，货币政策的调整需要权衡目标之间的关系。此处我们选取 3 个目标加以衡量，分别是物价稳定（CPI 当月同比）、经济增长（GDP 当季同比）和充分就业（失业率同比）。以大型存款类机构存款准备金率和 10 年期国债收益率综合衡量货币

政策环境，得出 2004 年至今存在 4 次货币政策由紧至松的拐点，分别是 2008 年 9 月、2011 年 9 月、2015 年 5 月、2018 年 7 月。

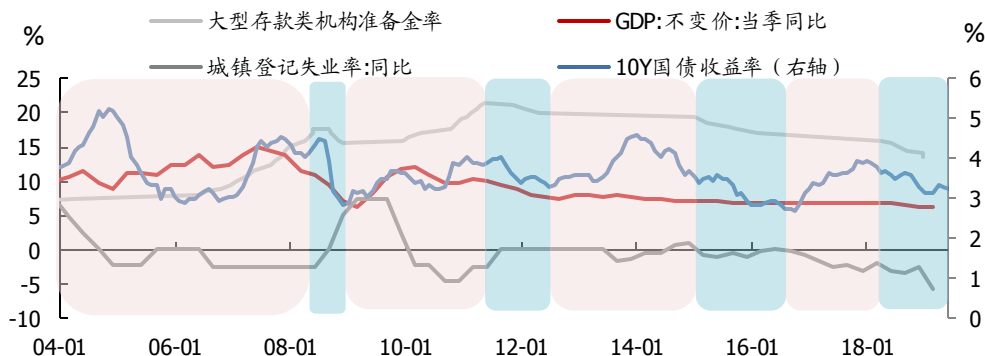
可以看出，前两次宽松时期均伴随着通胀大幅下行、经济增速明显下滑和失业率显著上升；但是 2015 年以来的两次宽松时期，通胀未现明显下行，反而有短期上行波动，期间失业率波动走势不一，经济稳中缓降。四次宽松时期宏观环境的演化可以说明，随着我国经济发展阶段的转变，货币政策目标的波动幅度均有所降低，只要通胀不存在大幅上行压力，就不会对货币宽松构成实质性限制。

图表 7: 通胀对货币政策的制约逐渐减弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

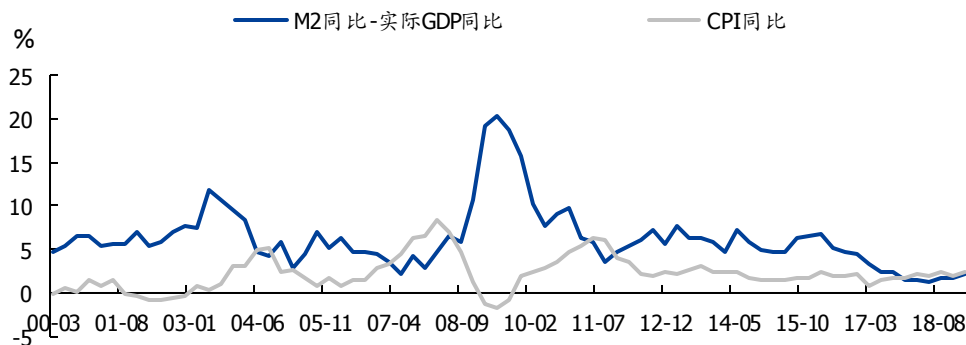
图表 8: 货币政策需要盯住多重目标



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其三，“货币超发”未必同步同幅推升通胀。由于我国整体融资结构以间接融资为主，且居民资产配置中储蓄存款占比较高，货币宽松之后 M2 中居民存款随之大幅增加，货币未在实体经济和金融领域流通，所以 M2 高增未必对应 CPI 高企。数据显示，21 世纪以来，我国 M2 与实际 GDP 的差长期高于 CPI 同比增速。从这个角度来看，尚不必过分担心 M2 高增将同步推高实体经济通胀。

图表 9: “货币超发”未必同步同幅推升通胀



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

维持此前判断, 在中美贸易谈判存在反复, 经济未稳, 通胀不高, 叠加美联储降息预期升温情况下, 货币政策灵活性空间打开。中国人民银行行长日前也公开表示, “我国政策还有很大空间, 如果事态恶化, 货币政策将有效应对, 中国的利率、存款准备金率还具备充足的空间。”我们预计, 下半年货币总体维持宽松, 降准“降息”可期 (不排除降低存贷款基准利率), 主要靠结构性工具发力, 此外更需关注利率并轨和金融供给侧改革。

提示关注下半年 **PPI** 的韧性, 总体趋降但幅度有限

在报告《此通缩非彼通缩: 三线索指向 **PPI** 尚难大幅下行》中我们曾指出, 统计数据层面的“工业品通缩”不同于 2012-2015 年国内经历的工业通缩, 核心区别在于, 我们认为本轮高基数效应下的“工业品通缩”并不意味着工业品价格的大幅下跌, 对企业盈利影响较为有限。此外, 综合考虑逆周期调节政策和经济结构特征, 我们认为 2019 年下半年 **PPI** 下行幅度有限, 主要原因有二:

原因一: 内需层面来看, 基建对冲发力, 房地产超预期韧性, 预计对内需形成一定支撑。随着我国经济下行压力加大, 去年 7 月以来相关部门先后出台加大基建补短板力度、促进国内消费、房地产政策差异化放松等宏观对冲政策。就今年上半年来看, 房地产超预期韧性, 前 5 个月房地产投资累计同比为 11.2%, 较去年底上升 1.7 个百分点; 高频数据显示 6 月 30 大中城市的商品房成交面积继续扩大, 其中二线城市环比增幅最为明显, 因此预期上半年商品房销售面积、销售额、预计 6 月商品房销售面积环比增幅至 14% 左右。

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_11528

