



6月价格数据点评

CPI与PPI的分化与政策选择

6月CPI同比增长2.7%，PPI同比持平。预计下半年CPI仍将在猪肉价格推动下维持在高位，PPI三季度仍有下探可能。PPI低迷意味着后续货币政策不会实质性收紧，但CPI的上行限制了货币政策进一步放松的空间。后续货币政策大概率维持稳健中性态度。

- 6月CPI同比上涨2.7%，核心CPI上涨1.6%。食品价格继续推动CPI维持高位。下半年，猪肉价格的继续上行以及PPI生活资料向CPI的传导可能继续导致CPI维持在较高水平，不排除触及3%政策目标的可能性。
- 6月PPI同比持平，环比下跌0.3%。后续需求端的弱势将继续对PPI环比构成压制；另一方面，2019年以来，供给端去产能和环保督察力度均有所调整，供给端收缩推动PPI上行的动力明显减弱；以上两者叠加基数的影响，三季度PPI仍有下探可能。
- 从实际利率的角度，在PPI走弱的背景下，2019年GDP平减指数将较2018年下行，实际利率有所上行；此外，核心CPI稳定；因此，货币政策不会因通胀实质性收紧。但持续高位的CPI也对政策构成了制约。在货币政策的多目标下，预计后续货币政策维持稳健中性。

相关研究报告

《流动性跟踪》 20190710
《7月宏观经济月报》 20190709
《A股市场快评》 20190708

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

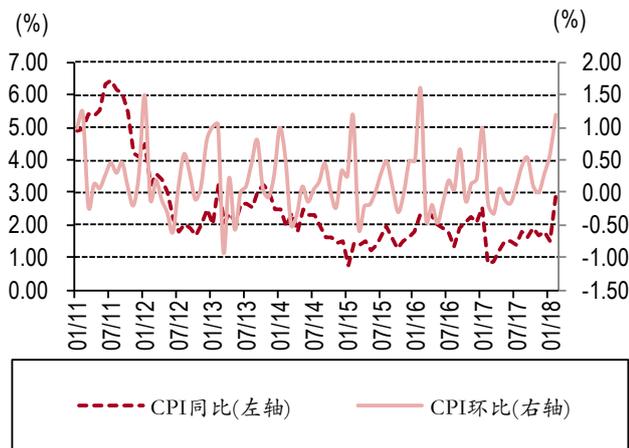
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

6月CPI延续高位

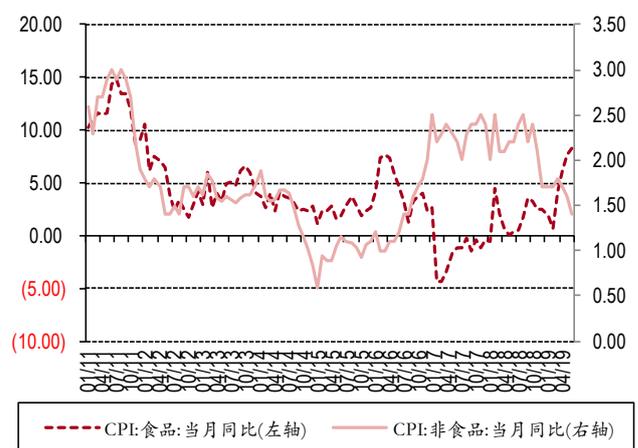
2019年6月，CPI同比上涨2.7%，涨幅与上月持平，延续高位；6月CPI环比下降0.1%。从分项看，食品价格依然是推动CPI维持高位的主要因素。6月食品价格同比上涨8.3%，涨幅较上月扩大0.6个百分点；非食品价格同比上涨1.4%，涨幅较上月收窄0.2个百分点。食品中，6月猪肉价格同比上涨21.1%，影响CPI上涨约0.45个百分点。

图表 1.6月CPI维持高位



资料来源：万得，中银国际证券

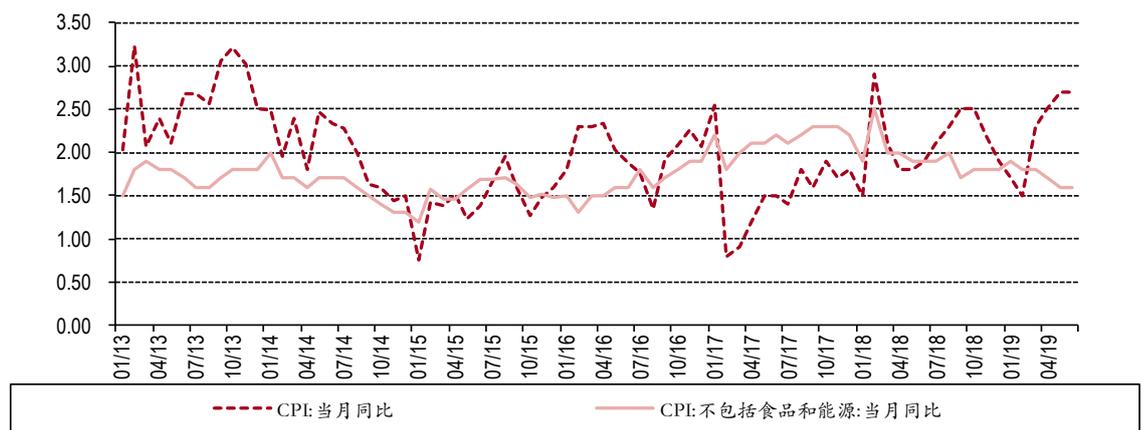
图表 2.6月食品价格同比涨幅继续扩大



资料来源：万得，中银国际证券

在CPI维持高位的同时，6月核心CPI同比涨幅与上月持平，维持在2016年9月以来的低位1.6%，显示需求端依然偏弱。CPI分项也显示了类似特点，构成CPI的八大类别中，除食品烟酒外，仅衣着和其他用品及服务涨幅较上月有所扩大，剩余五大类别价格涨幅均与上月持平或收窄。

图表 3.6月核心CPI依然偏弱



资料来源：万得，中银国际证券

尽管核心 CPI 平稳，但我们认为，食品价格，尤其是猪肉价格的后续上涨，仍将推动下半年 CPI 维持高位，不排除接近甚至触及 3% 政策目标的可能性。

猪肉价格本轮上涨来自两方面因素：一方面，本身“猪周期”处于上行阶段。从 22 省市生猪平均价看，2006 年以来，生猪价格的上行周期通常都在两年左右，从低点到高点的涨幅在一倍左右。上一轮生猪价格从 2014 年 3 月的 10.77 元/公斤最高升至 2016 年 2 月的 21.2 元/公斤，涨幅为 96.8%。而本轮生猪价格的低点在 2018 年 5 月，为 10.13 元/公斤，2019 年 6 月底的最新数据为 17.74 元/公斤，尽管考虑到消费结构的变化，猪周期的波动幅度可能有所收窄，但目前来看，猪周期本身的上行过程仍未结束。

另一方面，2018 年以来的非洲猪瘟疫情对猪肉供应量的影响在 2019 年逐步暴露。根据国家统计局数据，2018 年四季度，猪肉产量同比下降 3.8%，2019 年一季度，猪肉产量降幅扩大到 5.2%；农业农村部数据显示，2019 年 3 月，生猪存栏量同比下降 18.8%，降幅较 2 月扩大 2.2 个百分点。农业农村部在此前的新闻发布会也预警了下半年猪肉涨幅同比扩大的风险。

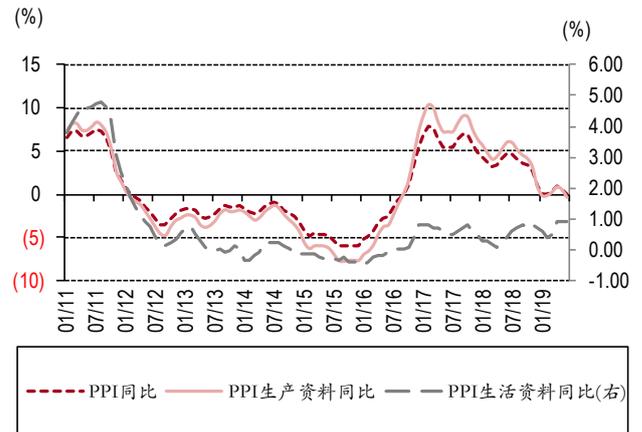
目前 CPI 权重中，猪肉占比约 2%，如猪肉涨幅超过 50%，对 CPI 的推动就将超过 1 个百分点。由此看，对猪肉价格的后续上涨以及对 CPI 的推动仍需警惕。

图表 4. 猪周期上行并未结束



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. PPI 生活资料价格上行趋势更为确定



资料来源：万得，中银国际证券

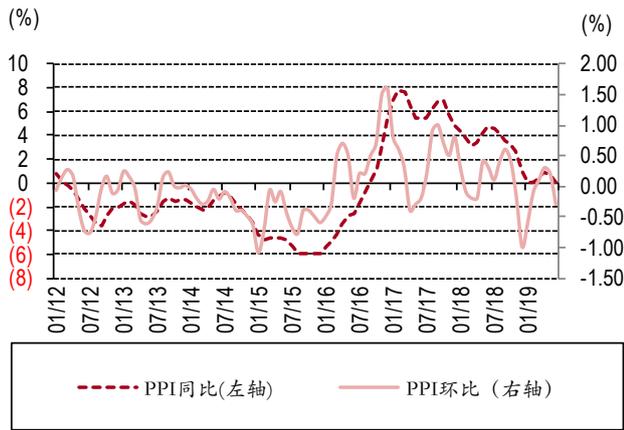
同时，我们注意到，上半年，PPI 中生活资料价格上行趋势渐趋明显，高于 PPI 整体涨幅，在 PPI 走低的同时，4 月至 6 月，PPI 生活资料价格同比涨幅已连续 3 个月维持在 0.9%。这也意味着，PPI 向 CPI 的传导逐渐体现出来，这是下半年又一个可能推动通胀上行的因素。

6 月 PPI 低迷

2019 年 6 月，PPI 同比持平，涨幅较上月收窄 0.6 个百分点；PPIRM 同比下降 0.3%，涨幅较上月收窄 0.5 个百分点。6 月 PPI 环比下降 0.3%；环比下降 0.1%。

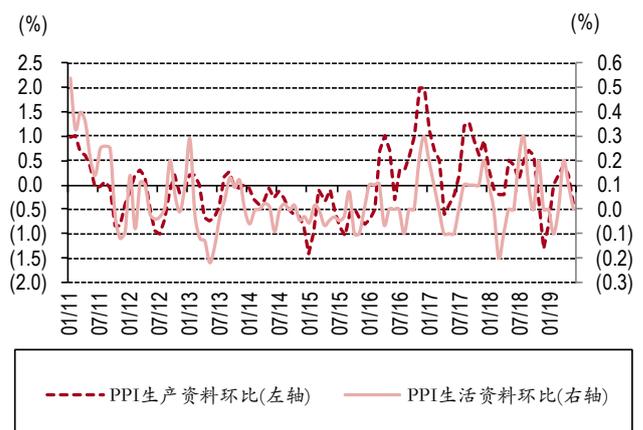
PPI 中，生活资料涨幅继续强于生产资料。生产资料价格同比下降 0.3%，涨幅较上月收窄 0.9 个百分点；环比下降 0.4%，环比涨幅收窄 0.6 个百分点。生活资料价格同比上涨 0.9%，涨幅与上月持平；环比持平，环比涨幅收窄 0.1 个百分点。

图表 6. 6月 PPI 走低



资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. PPI 生活资料强于生产资料



资料来源：万得，中银国际证券

本月原油价格环比大幅下跌，是导致 PPI 环比走弱的重要原因。此外，从 PPI 分项看，生产资料中采掘工业、原材料工业、加工工业环比均有所回落。我们认为，后续需求端的弱势将继续对 PPI 环比构成压制。另一方面，2019 年以来，供给端去产能和环保督察力度均有所调整，供给端收缩推动 PPI 上行的动力明显减弱。加之基数的影响，三季度 PPI 仍有下探可能。

“通胀”、“通缩”与政策选择

CPI 与 PPI 走势的分化，令市场对后续货币政策选择产生分歧。我们认为，总体上，工业品价格的低迷影响更大，即货币政策不会因价格因素实质性收紧；但同时，CPI 的上行也对货币政策的进一步松动构成了制约。尽管 6 月以来，随着美联储发出降息信号，全球主要央行转向宽松，但中国央行后续货币政策大概率维持稳健中性态度。

从实体经济融资成本看，实际利率的走势是关键。央行此前在 2015 年三季度货币政策执行报告中讨论过如何度量实际利率的问题，当时指出，“以 CPI 或 GDP 平减指数来测算实际利率水平可能更合适一些”。在 2019 年 PPI 维持低位的情况下，尽管 CPI 明显向上，但 GDP 平减指数整体仍较 2018 年有所下行。2019 年一季度，GDP 平减指数为 1.35%，较 2018 年的 2.9% 下降明显。我们估算 2019 年全年的 GDP 平减指数不会超过 2%。因此，尽管 CPI 上行明显，但如果以 GDP 平减指数测算实际利率，则实际利率实际是有所上行的。从这一角度看，货币政策没有收紧的必然性。

此外，在 CPI 上行的同时，核心 CPI 一直维持低位，意味着当前 CPI 的上涨更多来自成本端的推动而非需求端的拉动。而从货币政策的角度看，货币政策收紧对通胀的抑制作用主要来自对过热总需求的抑制。如果说当前 CPI 的上涨主要来自成本端尤其是食品的推动，那么，货币政策收紧对其抑制作用有限。

另一方面，如 CPI 持续维持在接近 3% 政策目标的范围，其信号作用依然明显，至少限制了央行进一步松动的空间。央行在 2019 年一季度货币政策执行报告中明确提出，“物价形势总体较为稳定，不确定因素有所增加”；“稳健的货币政策保持松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定”，意味着央行也已经开始关注通胀的上行。

事实上，中国货币政策一直是多目标的。在 2019 年一季度货币政策执行报告“下一阶段主要政策思路”部分，央行先后提到了六项内容：一是稳健的货币政策保持松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定；二是促进结构优化，更好地服务实体经济；三是进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率，完善金融调控机制；四是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用；五是深化金融供给侧结构性改革，扩大对外开放，通过优化供给和增强竞争改善金融服务；六是打好防范化解重大金融风险攻坚战。从中可以看到，稳增长、调结构、促改革和防风险均在央行的目标范围内。



中银国际证券

BOC INTERNATIONAL (CHINA)

就年内看，中美贸易谈判不确定性仍在，除了外部冲击外，国内经济依然存在下行压力，而国内的经济转型和防控风险仍是决策层所关注的问题。因此，我们认为，货币政策的首要目标仍是维持稳定的货币金融环境，这一总体方向不会发生变化。政策的阶段性调整只是因为短期内各项目标的侧重点有所不同，这也是央行此前称货币政策“原来并没有放松，现在也谈不上收紧”的原因。而为了维持稳定的货币金融环境，保持流动性合理充裕和利率水平合理稳定依然是央行的首要考量。

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_11545

