

宏观点评报告

2019年6月12日

3 季度 CPI 走弱，货币政策空间打开**5 月通胀点评****核心内容：****1、5 月 CPI 暂时走高，核心 CPI 下行**

5 月份全国居民消费价格同比上行 2.7%，环比保持平稳；其中食品价格上行 0.2%，非食品价格上行保持平稳。5 月 CPI 小幅保持平稳，但商品单体价格变动并不低，主要是价格上涨和下滑的商品出现对冲：（1）食品方面鲜菜价格下行 7.9%，猪肉价格下行 0.3%，抵消了鲜果和鸡蛋的上行；（2）旅游价格下行 1.2%，交通用燃料上行 1.9%。随着 CPI 同比增速的走高，核心 CPI 出现下行，5 月份核心 CPI 同比增速 1.6%，比上个月下行 0.1 个百分点，低于 2017 年和 2018 年的水平，食品和能源价格带动了 CPI 上行。

2、6 月份 CPI 下行

6 月份 CPI 翘尾影响约为 2.8%，6 月份由于油价下行，非食品价格对 CPI 的拉动为负，食品方面，蔬菜价格继续下跌，这是天气因素的影响，6 月份水果价格将有所回落，苹果价格已经开始下行。6 月份开始，猪肉价格再次上行，会对食品带来一定的困扰，但我们认为短期蔬菜价格的下跌可能高过猪肉价格的上行。**预计 6 月份 CPI 约为 2.6%~2.7%。**

6 月非食品价格变动较为微弱，旅游价格较为平稳。但 6 月份原油价格快速走低，6 月份前 10 天，布伦特和 WTI 原油期货价格比 5 月份分别下滑 11.92% 和 12.69%。发改委公告，自 6 月 11 日期，国内汽、柴油价格每吨分别下降 465 元和 445 元。随着原油价格走低，预计 6 月份发改委仍然会下调价格。

猪肉价格继续保持上行，5 月份猪肉价格上行幅度再次加快，猪周期下的猪肉价格涨幅仍然没有结束（参考《猪周期下的 CPI》），猪肉价格涨幅可能会忽视夏天需求的弱势，继续小幅上行，而在年末需求的带动下大幅上行，6 月份判断猪肉价格上行。鸡蛋价格来说，鸡蛋的供应会在未来几个月内走弱，加上猪肉价格上行带来的蛋白替代，预计 6 月份鸡蛋价格仍然小幅上行。

3、CPI 高点在年末，货币政策 3 季度有空间

由于 6 月份油价有下行态势，对 CPI 影响较大的油猪共振担忧减弱。历次 CPI 走高都是由于猪肉和原油配合而来，原油价格已经快速下滑，但 6 月份猪肉价格重新再次上行，CPI 与猪肉的联系更加紧密，未来 CPI 环比上行幅度会小幅加大。预计 2019 年 CPI 涨幅在 2.3% 左右，3 季度 CPI 回落，4 季度重新走高，CPI 高点在 2020 年春节到来，但短暂冲击后重新走低。本年度 2 季度可能是 CPI 运行的高点，但是 3 季度 CPI 随之下滑。而中美贸易摩擦处于升级状态，国内经济指标下滑，这时需要货币政策再次发力，而货币政策受到 CPI 的影响，在 3 季度操作空间较大。

4、商品价格回落，下半年 PPI 转负

5 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨 0.6%，环比上涨 0.2%。1~5 月份，工业生产者出厂价格同比上行 0.4%。从分类上来看，生产资料价格涨幅较大，采掘工业出厂价格上行最快，原材料工业也有一定上行。这与原材料价格上行分不开。铁矿石价格 5 月份平均价格 772.8 元/吨，比 4 月份上行 14.68%，但螺纹钢的平均价格 4035 元/吨，比 4 月份下行 0.6%。5 月份布伦特原油和 WTI 原油平均价格比上月分别下行 1.85% 和 4.82%。5 月份大宗商品价格的涨幅减弱。

6 月份开始，原油价格继续回落，布伦特原油和 WTI 原油分别回落 11.92% 和 12.69%，铁矿石价格仍然上行，上行幅度达到 4.78%，但受房地产开工影响较大的螺纹钢价格下滑了 7.25%。但是铁矿石受到供给消息影响较大，螺纹钢进一步上行的难度加大，如果钢材价格上行难度加大，那么更高价格的铁矿石和焦煤焦炭就没有基础。PPI 持续上行的动力并不足。PPI 翘尾在逐步回落，如果没有连续的价格上行，PPI 会在今年下半年跌入负值，我们认为下半年跌入负值的可能性较大。2019 年 PPI 可能在 0% 左右运行。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

一、5月CPI暂时走高，核心CPI下行

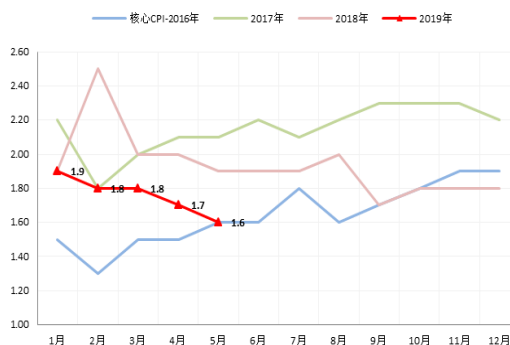
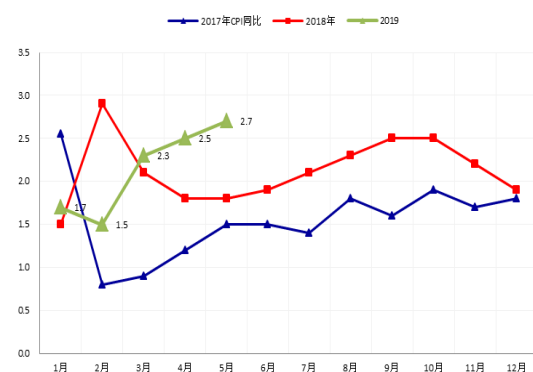
5月份全国居民消费价格同比上行2.7%，环比保持平稳；其中食品价格上行0.2%，非食品价格上行保持平稳。

5月CPI小幅保持平稳，但商品单体价格变动并不低，主要是价格上涨和下滑的商品出现对冲：（1）食品方面鲜菜价格下行7.9%，猪肉价格下行-0.3%，抵消了鲜果和鸡蛋的上行；（2）旅游价格下行1.2%，交通用燃料上行1.9%。

随着CPI同比增速的走高，核心CPI出现下行，5月份核心CPI同比增速1.6%，比上个月下行0.1个百分点，低于2017年和2018年的水平，食品和能源价格带动了CPI上行。

图1：CPI同比小幅上行（%）

图2：核心CPI小幅下滑（%）



数据来源：Wind 中国银河证券研究院

数据来源：Wind 中国银河证券研究院

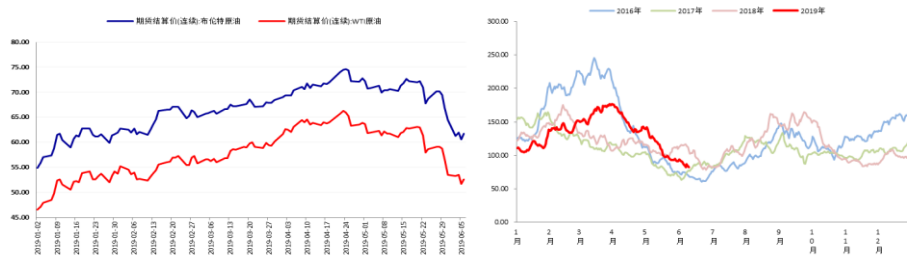
二、6月份CPI下行

6月份CPI翘尾影响约为2.8%，6月份由于油价下行，非食品价格对CPI的拉动为负，食品方面，蔬菜价格继续下跌，这是天气因素的影响，6月份水果价格将有所回落，苹果价格已经开始下行。6月份开始，猪肉价格再次上行，会对食品带来一定的困扰，但我们认为短期蔬菜价格的下跌可能高过猪肉价格的上行。预计5月份CPI约为2.6%~2.7%。

6月非食品价格变动较为微弱，旅游价格较为平稳。但6月份原油价格快速走低，6月份前10天，布伦特和WTI原油期货价格比5月份分别下滑11.92%和12.69%。发改委公告，自6月11日起，国内汽、柴油价格每吨分别下降465元和445元。随着原油价格走低，预计6月份发改委仍然会下调价格。

图3：原油价格6月份快速下滑（%）

图4：蔬菜价格已经到达底部区域（%）



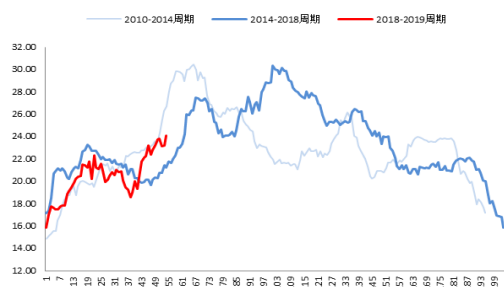
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

6 月份食品价格中，预计蔬菜继续下滑，水果可能仍然小幅上行。19 年度，蔬菜价格跌幅较为缓慢，但是在 6 月份蔬菜价格已经到达历史底部区域，下滑速度会有所减缓。在天气的影响下，水果产量减少，19 年度水果已经上行 21.9%，6 月份开始苹果期货下行，苹果的成熟期开始，供应增加，预计 6 月份水果价格下行幅度减缓。

猪肉价格继续保持上行，5 月份猪肉价格上行幅度再次加快，猪周期下的猪肉价格涨幅仍然没有结束（参考《猪周期下的 CPI》），猪肉价格涨幅可能会忽视夏天需求的弱势，继续小幅上行，而在年末需求的带动下大幅上行，6 月份判断猪肉价格上行。鸡蛋价格来说，鸡蛋的供应会在未来几个月内走弱，加上猪肉价格上行带来的蛋白替代，预计 6 月份鸡蛋价格仍然小幅上行。

图 5：猪周期下的猪肉价格（元/公斤）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

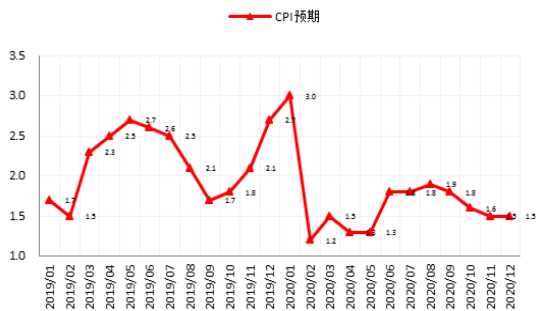
三、CPI 高点在年末，货币 3 季度有空间

由于 6 月份油价有下行态势，对 CPI 影响较大的油猪共振担忧减弱。历次 CPI 走高都是由于猪肉和原油配合而来，原油价格已经快速下滑，但 6 月份猪肉价格重新再次上行，CPI 与猪肉的联系更加紧密，未来 CPI 环比上行幅度会小幅加大。预计 2019 年 CPI 涨幅在 2.3% 左右，3 季度 CPI 回落，4 季度重新走高，CPI 高点在 2020 年春节到来，但短暂冲击后重新走低。

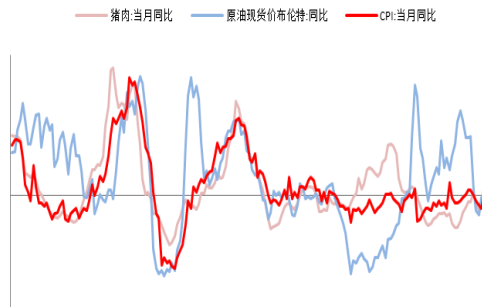
本年度 2 季度可能是 CPI 运行的高点，但是 3 季度 CPI 随之下滑。而中美贸易摩擦处于升级状态，国内经济指标下滑，这时需要货币政策再次发力，而货币政策受到 CPI 的影响，在 3 季度操作空间较大。

图 6：2019~2020 年 CPI 预期（%）

图 7：猪肉价格和原油运动相反（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

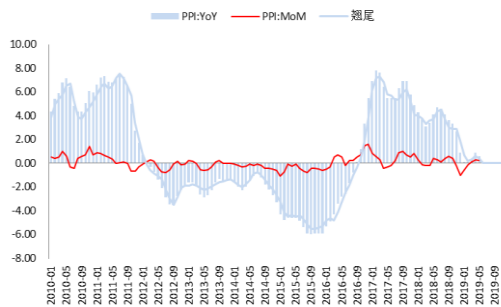
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

四、商品价格回落，下半年 PPI 可能转负

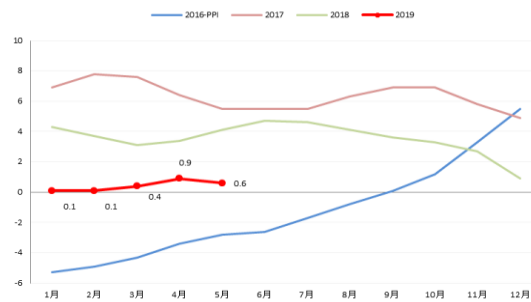
5 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨 0.6%，环比上涨 0.2%。1~5 月份，工业生产者出厂价格同比上行 0.4%。

PPI 水平低于 2017 年和 2018 年，这是供给侧改革结束后，工业品价格涨幅的自然回落。而 PPI 翘尾水平仍在低位，如果 PPI 不能保持持续上行，那么下半年 PPI 会回到负值。

图 8：5 月份 PPI 小幅下滑（单位：%）



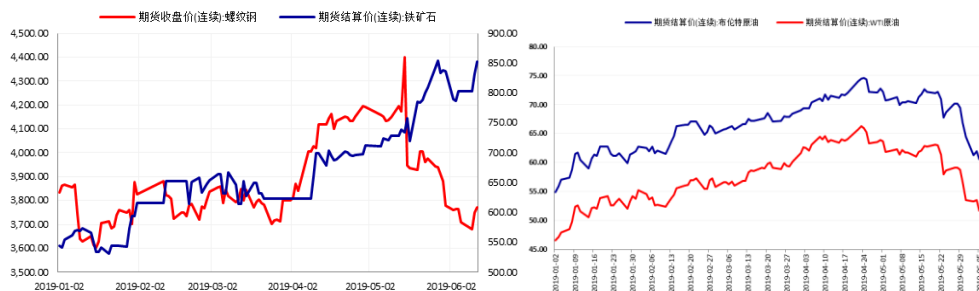
数据来源：WIND 中国银河证券研究院



从分类上来看，生产资料价格涨幅较大，采掘工业出厂价格上行最快，原材料工业也有一定上行。这与原材料价格上行分不开。铁矿石价格 5 月份平均价格 772.8 元/吨，比 4 月份上行 14.68%，但螺纹钢的平均价格 4035 元/吨，比 4 月份下行 0.6%。5 月份布伦特原油和 WTI 原油平均价格比上月分别下行了 1.85% 和 4.82%。5 月份大宗商品价格的涨幅减弱。

图 9：铁矿石和螺纹钢价格分化（元/吨）

图 10：原油价格下行（美元/桶）



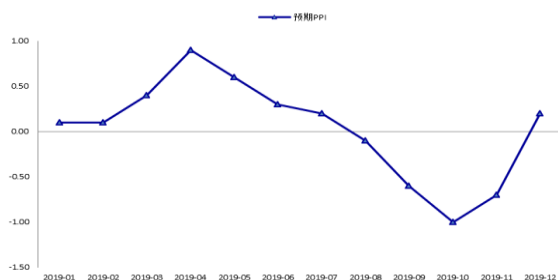
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

6 月份开始，原油价格继续回落，布伦特原油和 WTI 原油分别回落 11.92% 和 12.69%，铁矿石价格仍然上行，上行幅度达到 4.78%，但受房地产开工影响较大的螺纹钢价格下滑了 7.25%。但是铁矿石受到供给消息影响较大，螺纹钢进一步上行的难度加大，如果钢材价格上行难度加大，那么更高价格的铁矿石和焦煤焦炭就没有基础。PPI 持续上行的动力并不足。

PPI 翘尾在逐步回落，如果没有连续的价格上行，PPI 会在今年下半年跌入负值，我们认为下半年跌入负值的可能性较大。2019 年 PPI 可能在 0% 左右运行。

图 11: PPI 预期 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

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_12074

