

当前不存在工业品通缩风险

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

证书编号: S0280517100001

刘娟秀 (分析师)

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

陈韵阳 (联系人)

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280118040020

● 当前不存在工业品通缩风险

市场对工业品通缩与降息的预期升温。6月PPI同比增速降至0，低于市场预期，通缩风险再度被关注，加上二季度经济增速加快下行、政策层面多次提到推动实际利率下行以及美联储7月大概率降息，市场对于中国央行降息的预期升温。

当前不存在工业品通缩风险。受高基数影响，未来数月PPI同比增速的确可能转负，但这不等同于传统意义上的通缩，当前不存在工业品通缩风险。其一，经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭。其二，内需改善可对冲外需下行，下半年经济有望企稳。其三，从CRB、M1、金属切削机床产量、OECD工业生产指数、企业活期存款/定期存款等领先指标走势来看，未来数月PPI同比增速可能低位震荡，再结合大宗商品价格的基数分布，三季度可能是PPI同比增速的底部区域，四季度再度向上。既然不存在通缩风险，市场对于降息的预期可能会逐渐得到修正，央行行长易纲在近期表示“降息主要是应对通缩危险，但现在中国物价走势温和”。

关注后续CPI增速是否会超预期。水果价格季节性下降，但同比增速还处于高位，后续拉升CPI增速的主力可能逐渐从鲜果切换到猪肉，农业农村部在6月26日新闻发布会上表示“由于生猪产能恢复需要周期，后期猪肉价格上涨的压力依然较大”，鉴于此轮猪周期和前几次不一样，猪价通过间接效应可能引发物价大范围上升，若如此，CPI增速可能突破基数抬升的限制而继续回升。

● 价格与利润率拖累6月企业利润增速回落

2019年6月工业企业利润同比下降3.1%，增速较5月小幅回落，工业企业利润可以大致从量、价和主营业务利润率增速三方面解释，6月企业利润增速回落主要受价格和利润率增速的拖累。

对于三季度企业盈利，可能是减税对冲PPI增速下滑。二季度利润同比下降1.9%，降幅较一季度(-3.3%)收窄。展望三季度，不利的方面在于，2-4月工业品价格增速修复期已经结束，从CRB走势来看，PPI增速可能在三季度出现小幅负增长。有利的因素有两个，其一，当前产成品库存增速处于历史低位，若贸易条件不再明显变差，则工业增加值增速可能不再创新低；其二，增值税减税增厚企业利润，尤其是上游制造企业利润增厚幅度，将对冲PPI增速下滑。

● 风险提示：全球贸易摩擦升级

相关报告

宏观报告：经济复苏预期升温，谨防预期差——宏观经济周度观察第85期

2019-4-14

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第84期

2019-4-7

宏观报告：4月资金面怎么看——宏观经济周度观察第83期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第82期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第81期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第79期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第78期

2019-2-24

宏观报告：1月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第77期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第76期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第75期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第74期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第73期

2019-1-6

目 录

1、 当前不存在工业品通缩风险.....	3
2、 价格与利润率拖累 6 月企业利润增速回落.....	6
3、 一周高频数据观察.....	7
3.1、 发电耗煤量上升.....	7
3.2、 原油价格上涨.....	7
3.3、 猪肉价格上涨.....	8
3.4、 房地产销售面积增速回落.....	8
3.5、 “TMLF+MLF”对冲 MLF 到期.....	9
3.6、 美元指数上涨.....	10

图表目录

图 1: 三季度 PPI 翘尾因素继续回落.....	3
图 2: 供给曲线陡峭化 (%).....	4
图 3: M1 增速与 PPI 增速.....	4
图 4: 金属切削机床产量季调趋势项与 PPI 增速 (%).....	4
图 5: OECD 工业生产指数与 PPI 增速.....	5
图 6: CRB 增速与 PPI 增速.....	5
图 7: 企业存款活化程度与 PPI 增速.....	5
图 8: CPI 增速或将处于高位 (%).....	6
图 9: 企业库存水平处于历史低位 (%).....	7
图 10: 发电耗煤量回升 (%).....	7
图 11: 油价上涨 (美元/桶).....	8
图 12: 猪肉价格上涨 (元/公斤).....	8
图 13: 房地产销售面积增速回落 (%).....	9
图 14: 货币市场利率下行 (%).....	10
图 15: 美元指数上涨.....	10
图 16: 人民币对美元贬值.....	10
表 1: 央行公开市场操作 (2019.7.22-7.26).....	9

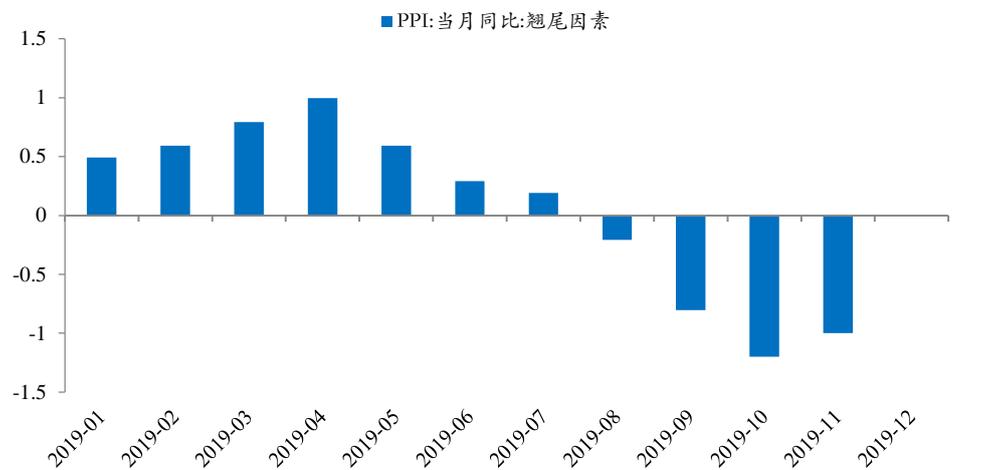
1、当前不存在工业品通缩风险

市场对工业品通缩与降息的预期升温。6月PPI同比增速降至0，低于市场预期，通缩风险再度被关注，加上二季度经济增速加快下行、政策层面多次提到推动实际利率下行以及美联储7月大概率降息，市场对于中国央行降息的预期升温。

当前不存在工业品通缩风险。受高基数影响，未来数月PPI同比增速的确可能转负，但这不等同于传统意义上的通缩，当前不存在工业品通缩风险。**其一**，经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭。**其二**，内需改善可对冲外需下行，下半年经济有望企稳。**其三**，从CRB、M1、金属切削机床产量、OECD工业生产指数、企业活期存款/定期存款等领先指标走势来看，未来数月PPI同比增速可能低位震荡，再结合大宗商品价格的基数分布，三季度可能是PPI同比增速的底部区域，四季度再度向上。既然不存在通缩风险，市场对于降息的预期可能会逐渐得到修正，央行行长易纲在近期表示“降息主要是应对通缩危险，但现在中国物价走势温和”。

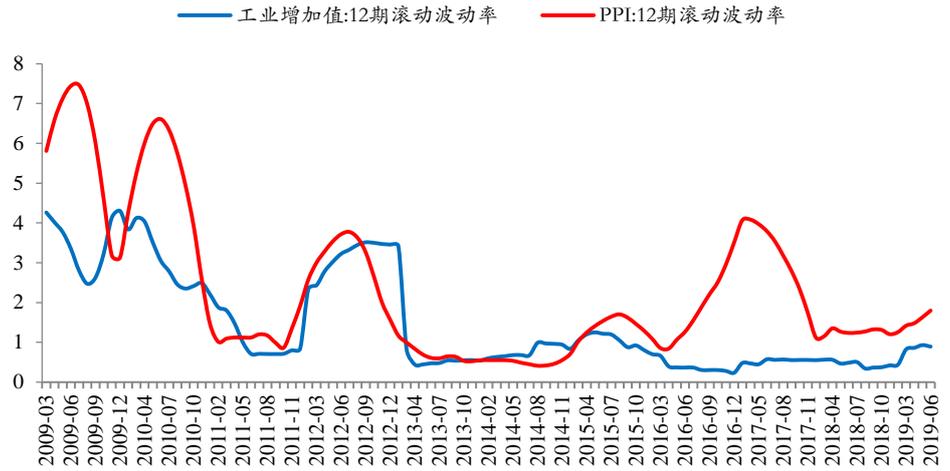
关注后续CPI增速是否会超预期。水果价格季节性下降，但同比增速还处于高位，后续拉升CPI增速的主力可能逐渐从鲜果切换到猪肉，农业农村部在6月26日新闻发布会上表示“由于生猪产能恢复需要周期，后期猪肉价格上涨的压力依然较大”，鉴于此轮猪周期和前几次不一样，猪价通过间接效应可能引发物价大范围上升，若如此，CPI增速可能突破基数抬升的限制而继续回升。

图1：三季度PPI翘尾因素继续回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 供给曲线陡峭化（%）



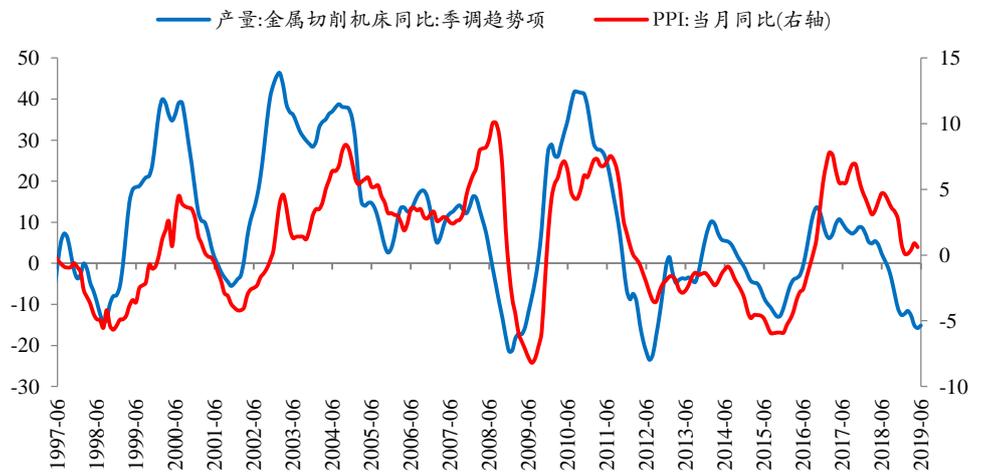
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： M1 增速与 PPI 增速



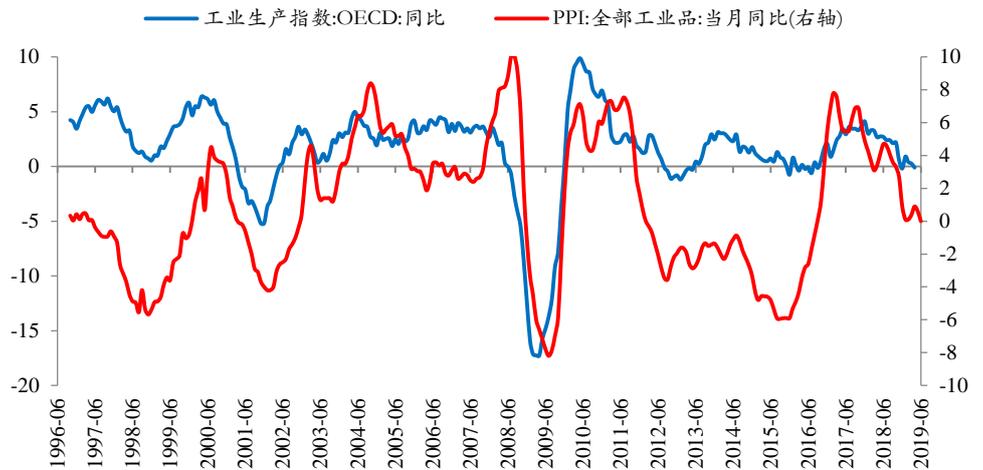
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 金属切削机床产量季调趋势项与 PPI 增速（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5: OECD 工业生产指数与 PPI 增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: CRB 增速与 PPI 增速

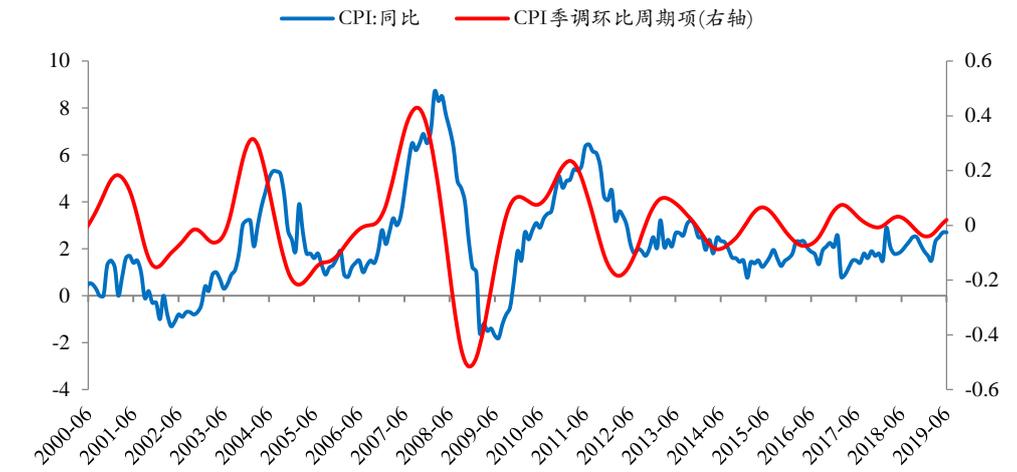


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 企业存款活化程度与 PPI 增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8：CPI 增速或将处于高位 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、价格与利润率拖累 6 月企业利润增速回落

2019 年 6 月工业企业利润同比下降 3.1%，增速较 5 月小幅回落，工业企业利润可以大致从量、价和主营业务利润率增速三方面解释，**6 月企业利润增速回落主要受价格和利润率增速的拖累。**

从量上来看。6 月工业增加值同比增长 8.5%，增速较 5 月大幅回升 3.2 个百分点，主要原因在于：其一，低基数。2018 年 6 月工业增加值季调环比 0.4%，和 2018 年 3 月（季调环比 0.37%）一样，都为 2019 年同期创造一个较低的基数，同时，2019 年 6 月制造业、电力燃气及水的生产和供应业工业增加值面临偏低的基数。其二，需求改善带动工业生产扩张。6 月出口交货值增速从 0.7% 上升至 1.9%，出口交货值与工业增加值中制造业占比均是最高，出口交货值增速回升叠加低基数拉动制造业增加值同比增速从 5% 回升至 6.2%。另外，基建投资、制造业投资累计同比增速分别上升 0.35、0.3 个百分点，也对工业生产扩张有贡献。其三，前期铁矿石涨价带动采矿业生产增速创多年新高。6 月采矿业工业增加值增速从 3.9% 显著回升至 7.3%，拉长时间看，采矿业生产增速自 2017 年 9 月见底回升，价在量前，铁矿石价格先于采矿业生产增速触底。6 月采矿业生产增速大幅回升可能与 2 月铁矿石价格大涨有关。

从价上来看。6 月 PPI 增速从 0.6% 降至 0，上游行业为 PPI 增速下滑的主要拖累，受美油产量增加、全球经济放缓、钢材供应增加等因素影响，石油、煤炭、化工、钢铁行业价格增速均有明显下滑。

从利润率增速来看。6 月主营业务利润率同比减少 5.5%，增速较 5 月（-3.4%）回落。

对于三季度企业盈利，可能是减税对冲 PPI 增速下滑。二季度利润同比下降 1.9%，降幅较一季度（-3.3%）收窄。展望三季度，不利的方面在于，2-4 月工业品价格增速修复期已经结束，从 CRB 走势来看，PPI 增速可能在三季度出现小幅负增长。有利的因素有两个，其一，当前产成品库存增速处于历史低位，若贸易条件不再明显变差，则工业增加值增速可能不再创新低；其二，增值税减税增厚企业利

润，尤其是上游制造企业利润增厚幅度，将对冲PPI增速下滑。

图9：企业库存水平处于历史低位（%）



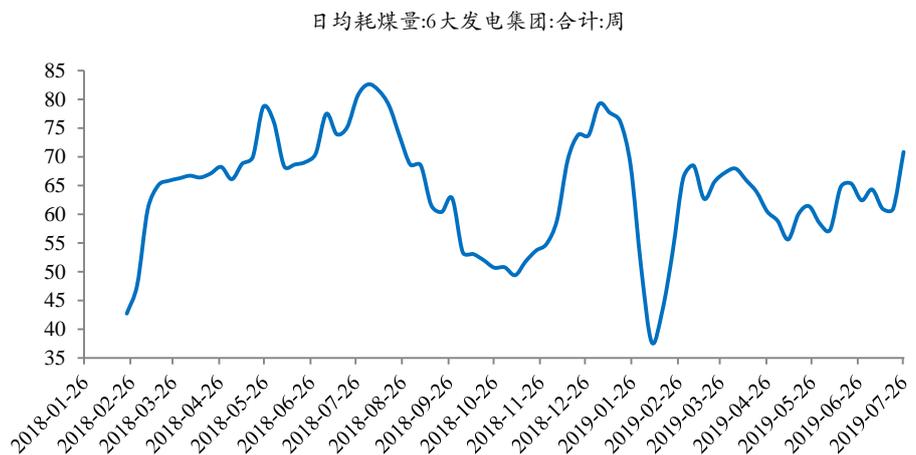
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、一周高频数据观察

3.1、发电耗煤量上升

上周（2019年7月20日-2019年7月26日，下同），全国高炉开工率持平于66.71%；6大发电集团日均耗煤量环比上升16.2%至70.84万吨，可能与近期气温较快回升有关。

图10：发电耗煤量回升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、原油价格上涨

上周，钢材社会库存环比增加3.2%，螺纹钢期货价收跌0.5%。油价上涨，布油价格一周收涨1.6%，WTI原油价格收涨1%，主要原因有：1）欧洲央行进一步

释放宽松信号；2) 美国二季度 GDP 增速超预期；3) EIA 公布报告称，截至 7 月 19 日当周，美国原油库存减少 1083.5 万桶，市场预期减少 444.32 万桶，

图11： 油价上涨（美元/桶）

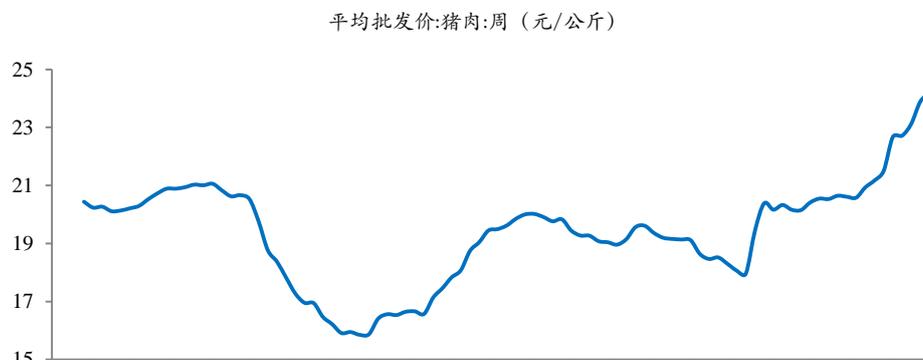


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.3、猪肉价格上涨

上周，随着天气好转，蔬菜集中上市，28 种重点监测蔬菜价格一周下跌 3.9%，降幅较前值 (-0.6%) 扩大。7 种重点监测水果价格下跌 5.8%，跌幅较前值 (-4.8%) 扩大。猪肉批发价一周上涨 1.1%，涨幅低于前值 (3.3%)。

图12： 猪肉价格上涨（元/公斤）



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_11172



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>