



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 当前的结构性通胀压力不大

— 6月物价数据点评

### 分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2019年7月10日

### 内容提要:

6月CPI同比上涨2.7%，预期2.7%，前值2.7%；PPI同比持平，预期0.1%，前值0.6%。

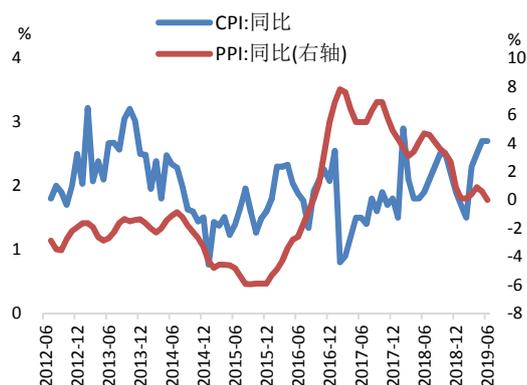
**6月CPI符合市场预期。**从环比看，食品类价格持续高于季节性，非食品价格则持续弱于季节性。食品中鲜果、猪肉等价格环比涨幅较高，蔬菜、鸡蛋等价格环比表现较弱。鲜果、猪肉等价格涨幅较大是拉动6月食品价格环比超预期的重要原因，需求偏弱导致非食品价格表现不佳。年内猪油共振的可能性不大，仅就CPI数据来看，统计局公布的猪肉价格涨幅对其同比推动作用小于其他渠道。维持此前观点，短期冲击因素消退后CPI将回归常态，叠加2018年7-11月基数升高，2019年2季度或是CPI全年高点，年内破3压力较小。预计7月CPI环比上涨0.2%，同比上涨2.6%左右，之后CPI温和回落，下半年在2%左右波动，全年同比上涨2.2%。

**PPI稍弱于市场预期。**6月CRB指数、LME基本金属指数、Brent原油价格均值同环比均出现回落，近期全球制造业PMI偏弱，叠加中国国内需求回落，预计大宗商品价格难有起色。环保限产会在一定程度上拉升部分工业品价格，但总体势头已不及往年。预计7月PPI同比回落0.2%，8-11月同比持续为负的可能性较大，维持全年涨幅或在0附近的判断。

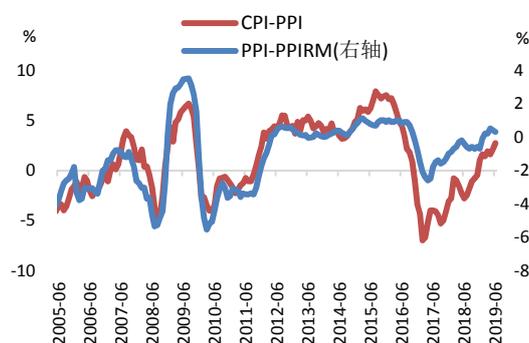
对于政策而言，当前的结构性通胀并不构成实质性约束（无论松紧），未来调整还需要保持定力，平衡好稳增长与防风险的关系。

**风险提示:**供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，猪肉与原油价格超预期上涨，经济下行压力增大，海外黑天鹅事件等。

### CPI与PPI



### 企业盈利情况



### 相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温和 利润分配转移—2019年通胀形势展望》
3. 《经济下行压力尚存 疏通机制甚于放水—2019年中期国内宏观经济展望》
4. 《通胀符合预期 年内趋于回落—5月物价数据点评》

**事件：**国家统计局7月10日公布的数据显示，5月CPI同比上涨2.7%，预期2.7%，前值2.7%；PPI同比持平，预期0.1%，前值0.6%。

**点评：**6月通胀基本符合预期，2季度或已达全年高点，预计下半年整体通胀下行，CPI温和回落，PPI持续负增长，GDP平减指数有所走弱。对于政策而言，当前的结构性通胀并不构成实质性约束（无论松紧），未来调整还需要保持定力，平衡好稳增长与防风险的关系。

### 1、CPI符合预期，食品价格持续超季节性，非食品价格偏弱格局不改

**6月CPI符合市场预期。**从环比看，食品类价格持续高于季节性，非食品价格则持续弱于季节性。食品中鲜果、猪肉等价格环比涨幅较高，蔬菜、鸡蛋等价格环比表现较弱。从同比看，食品价格上涨8.3%（5月为7.7%），非食品价格上涨1.4%（5月为1.6%）。在2.7%的同比涨幅中，翘尾因素和新涨价因素分别为1.5和1.2个百分点，两者均与前值持平。

统计局公布的数据还显示，6月食品价格下降0.3%，影响CPI下降约0.06个百分点。其中，鲜菜价格下降9.7%，影响CPI下降约0.25个百分点；鸡蛋价格下降2.6%，影响CPI下降约0.01个百分点；鲜果价格上涨5.1%，影响CPI上涨约0.11个百分点；猪肉价格上涨3.6%，影响CPI上涨约0.09个百分点。

**食品价格环比表现超季节性。**食品价格持续超季节性上涨，是上半年CPI趋于上升的主要原因。1-5月食品价格分别环比变动1.6、3.2、-0.9、-0.1、0.2个百分点。与2011-2018年同期均值相比，只有1月因为春节错期走低0.8个百分点，2-5月则分别高出0.6、0.9、0.8、1.2百分点。相较于2011-2018年均值，除了3月因为2月大涨从而有所收缩、4月持平外，其他3个月份均较大幅度超出季节性特征。6月延续了上述情况，环比回落0.3%，强于2011-2018年均值（回落0.6%）。

**鲜果价格同比持续大涨。**鲜果价格环比上涨5.1%，虽然较5月收窄5个百分点，但仍大幅强于2011-2018年均值（下跌4.6%）；同比上涨42.7%，较5月扩大16个百分点，为2016年7月以来最高，主要原因是2018年苹果和梨减产，2019年库存不足。西瓜和桃子等水果集中上市从而价格下降，但苹果和梨价格继续上涨且涨幅较高，加之南方部分地区多次强降水影响采摘和运输，火龙果和菠萝等水果价格上涨。考虑到近期环比涨幅放缓，叠加应季水果上市量逐步增加，后期价格将逐步回落至合理区间。不过，水果生长周期长于蔬菜，部分产品的供给缺口难以在短时间内得到弥补，价格回落的时间要慢于蔬菜。

**猪肉价格涨幅扩大，再度强于季节性。**上半年猪肉价格上涨，主要受猪周期与非洲猪瘟等因素影响。环比方面，2-4月猪肉价格连续上涨且强于季节性；5月下跌0.3%，稍弱于季节性（2011-2018年历年5月均值为上涨0.3%），根据统计局的说法，猪肉因受天气变热等因素影响，消费需求减弱，从而价格出现下跌。同比方面则于3月结束了此前25个月的连续下跌，而且3-5月同比涨幅逐步扩大，其中5月上漲18.2%，拉动CPI 0.38个百分点。6月同环比涨幅均有所扩大，其中环比上漲5.1%，大幅强于2011-2018年均值（下跌4.6%）；同比上漲21.1%，较5月进一步扩大2.9个百分点。我们此前在报告《猪油共振难现 通胀趋于回落—2019年下半年通胀形势展望》中综合供给、需求、饲料等方面情况后，判断下半年猪肉价格仍会继续上冲，但2018年6-11月基数逐步走高（同比跌幅趋于收敛）以及6-8月进入猪肉消费淡季等因素或在一定程度上抵消了猪肉价格同比涨幅。此外，由于抽样时间和样本的不同，3-6月统计局公布的猪肉价格涨幅持续低于其他渠道（农业部、中国畜牧业信息网等）；叠加猪肉在CPI中的权重已经从前些年的超过3%下调至2.1%左右（2019年4月为2.15%，5月为2.09%，6月为2.13%），猪肉价格上涨对CPI数据方面的助推作用不及2011年，甚至可能不及2016年。若猪瘟有效疫苗能提前上市，补栏加速推动供给缺口得以弥补，将进一步有利于CPI及通胀预期的稳定。

表 1: 不同统计渠道猪肉价格同比涨幅（单位：%）

| 时间 | 统计局<br>(全国) | 农业部<br>(全国) | 中国畜牧业信息网<br>(22个省市) |
|----|-------------|-------------|---------------------|
| 1月 | -3.2        | -11.7       | -14.9               |
| 2月 | -4.8        | -8.0        | -6.9                |
| 3月 | 5.1         | 12.1        | 23.3                |
| 4月 | 14.4        | 23.7        | 37.2                |
| 5月 | 18.2        | 26.9        | 30.7                |
| 6月 | 21.1        | 32.8        | 42.8                |

资料来源：Wind，国开证券研究部

**蔬菜价格由超季节性回归。**6月蔬菜价格环比下跌9.7%，弱于2011-2018年均值（下跌4.5%）；同比上漲4.2%，较5月回落9.1个百分点。此前，蔬菜价格坚挺，2-5月蔬菜价格分别超季节性4.9、4.4、0.7、2.1个百分点，虽然3-5月仍然表现为环比下跌，但从同比涨幅看，均在15%左右（13.3-17.4%），分别拉动CPI 0.42、0.43、0.31个百分点。综合基数（2018年7-8月基数偏低）、天气（水利部和中国气象局此前预测2019

年气象水文年景总体偏差，水旱灾害偏重）以及季节性规律看，未来蔬菜的涨幅或继续收敛，对CPI同比拉动作用趋于平缓。

**非食品价格环比涨幅偏弱的情况仍在持续。**上半年非食品价格走势较为疲弱，使得CPI上行总体上并未超预期。1-5月非食品价格分别环比变动1.6、3.2、-0.9、-0.1、0.2个百分点，相较2011-2018年同期均值，除了2月因为春节错期高出均值0.2个百分点外，其他4个月分别走低0.1、0.2、0.1、0.1个百分点，上述表现在近9年里最弱。6月环比回落0.1%，弱于2011-2018年均值（上涨0.1%），且上述8年中环比均在0-0.2%。分项数据2涨3降2持平（5月为2涨1降4持平），其中其他用品和服务、医疗保健价格分别上涨0.6%和0.3%；交通和通信、衣着、生活用品及服务价格分别下降0.7%、0.1%和0.1%；居住、教育文化和娱乐价格均持平。受成品油调价影响，汽油和柴油价格分别下降3.5%和3.7%，合计影响CPI下降约0.07个百分点。

**租金价格同比增速持续回落。**4-5月环比连续停涨，创有数据以来（2011年）同期最差表现，6月恢复上涨（环比0.2%），但同比上涨2.0%，持平于2009年10月以来最低增速。

**核心CPI低位稳定。**6月除去食品与能源的核心CPI同比上涨1.6%，与5月持平，但弱于2013-2018年均值（1.8%）；环比增长0.1%，与2013-2018年均值一致。

综上，鲜果、猪肉等价格涨幅较大是拉动6月食品价格环比超预期的主要原因，需求偏弱导致非食品价格表现不佳。年内猪油共振的可能性不大，仅就CPI数据来看，统计局公布的猪肉价格涨幅对其同比推动作用小于其他渠道。维持此前观点，短期冲击因素消退后CPI将回归常态，叠加2018年7-11月基数升高，2019年2季度或是CPI全年高点，年内破3压力较小。预计7月CPI环比上涨0.2%，同比上涨2.6%左右，之后CPI温和回落，下半年在2%左右波动，全年同比上涨2.2%。

## 2、PPI将进入通缩区间

**PPI弱于市场预期。**6月PPI环比回落0.3%，与2011-2018年均值一致；同比持平，稍弱于市场预期（增长0.1%），较2018年同期涨幅回落4.7个百分点。PPIRM环比回落0.1%，同比回落0.3%，后者为近33个月以来第2次负增长（前1次为2019年2月）。在0.6%的同比涨幅中，翘尾因素约为0.3个百分点，新涨价因素约为-0.3个百分点，后者较前值下降0.3个百分点。

统计局的数据还显示,6月生产资料价格由5月上涨0.6%转为下降0.3%;生活资料价格上涨0.9%,涨幅持平于5月。在主要行业中,涨幅回落的有煤炭开采和洗选业,上涨3.4%,比上月回落0.4个百分点;非金属矿物制品业,上涨2.5%,回落0.6个百分点。由涨转降的有石油、煤炭及其他燃料加工业,下降1.9%;石油和天然气开采业,下降1.8%;黑色金属冶炼和压延加工业,下降0.5%。另外,黑色金属矿采选业价格上涨18.5%,涨幅比上月扩大4.3个百分点。

**大宗商品价格回落影响PPI。**6月CRB指数均值环比回落1.9%,同比回落10.9%;LME基本金属指数均值环比回落1.9%,同比回落17.1%;Brent原油价格均值环比回落10.3%,同比回落17.0%。近期全球制造业PMI偏弱,叠加中国国内需求回落,预计大宗商品价格难有起色。

**表 2: 近 3 个月大宗商品均价走势 (单位: %)**

| 时间  | CRB 环比 | CRB 同比 | LME 基本金属环比 | LME 基本金属同比 | Brent 环比 | Brent 同比 |
|-----|--------|--------|------------|------------|----------|----------|
| 4 月 | 2.1    | -5.8   | -0.7       | -9.9       | 6.9      | -0.2     |
| 5 月 | -3.7   | -11.6  | -5.7       | -14.9      | -1.9     | -8.7     |
| 6 月 | -1.9   | -10.9  | -1.9       | -17.1      | -10.3    | -17.0    |

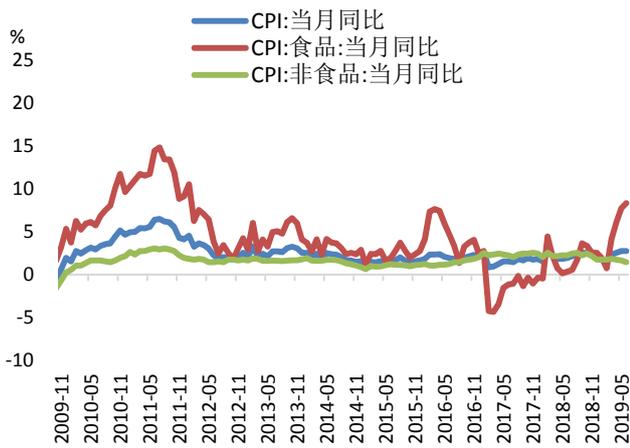
资料来源: Wind, 国开证券研究部

从中观高频数据看,6月6大发电集团日均耗煤量环比增长6.5%,同比下降10.3%,较5月降幅(回落18.8%)有所收窄。不过,7月上旬再度同比回落17.8%,固然其与环保限产(河北部分地区)、水电升温有一定关系,但总体上反映了经济趋弱的情况并未改变。虽然环保限产会在一定程度上拉升部分工业品价格,但总体势头已不及往年。对于部分价格上涨过快的原材料与工业品,国家也给予了高度关注,有利于价格平缓回落。比如对于上半年上涨过高的铁矿石,近期中国钢铁工业协会副会长屈秀丽表示,国家有关部委高度关注进口铁矿石价格的大幅上涨,正在调查了解上涨原因,将严厉打击乱涨价、价格垄断等不规范行为。

综上,初步预计7月PPI同比回落0.2%,8-11月同比持续为负的可能性较大,维持全年涨幅或在0附近的判断。

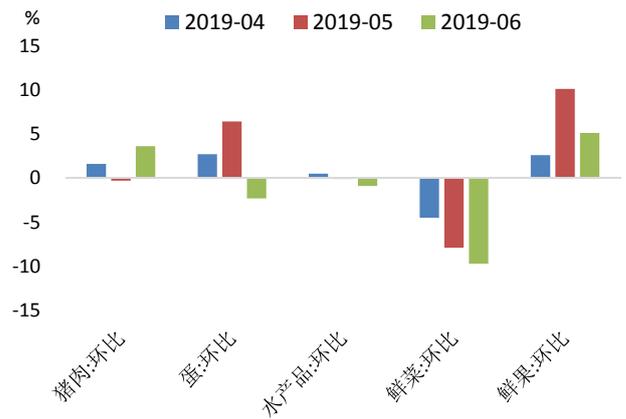
**风险提示:** 供给侧改革调整力度加大,央行超预期调控,贸易摩擦升温,猪肉与原油价格超预期上涨,经济下行压力增大,海外黑天鹅事件等。

图 1: 6 月 CPI 符合预期



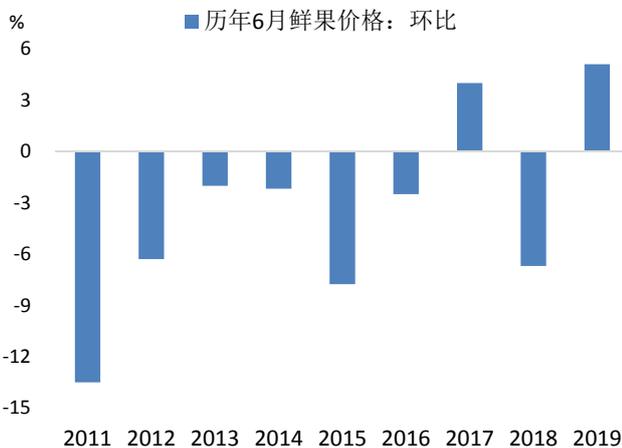
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 2: 6 月食品价格涨少跌多



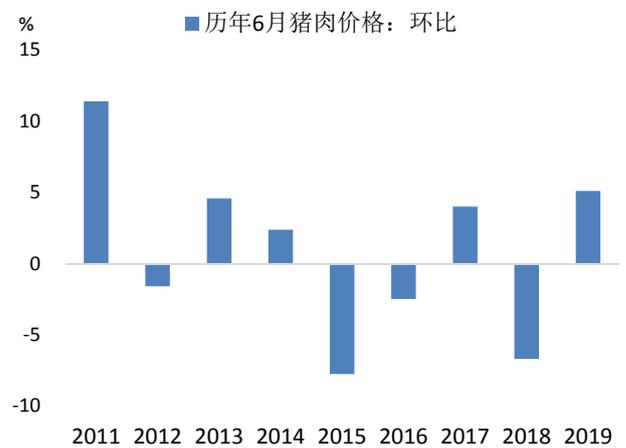
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 3: 6 月鲜果价格环比强于历史均值



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 4: 6 月猪肉价格环比强于历史均值



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 5: 6 月蔬菜价格环比弱于历史均值



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 6: 6 月 22 个省市猪肉均价上涨较多



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\\_11497](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11497)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>