

固定收益研究/动态点评

2019年07月10日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

- 1 《固定收益研究: 圣达转债: 饲料添加, 谨慎参与》2019.07
- 2 《固定收益研究: 信保合作放松的五点影响》2019.06
- 3 《固定收益研究: 经济动能弱, 逆周期调节+贸易摩擦降温正当时》2019.06

油价跌对冲食品涨, 通胀渐入喘息期

——2019年6月通胀数据点评

6月通胀观点

6月CPI同比2.7%, 持平前值。CPI环比-0.1%, 环比回落但持平季节性。PPI同比0%, 回落0.6个百分点。因食品涨价与油价下跌力量对冲, CPI表现平稳。预计7月猪价涨势放缓、水果价格步入下行通道, CPI同比降至2.6%, PPI随需求、翘尾等继续走低。近期供给因素引发食品涨价, CPI阶段性走高, 尚不构成趋势性通胀压力。三季度CPI或出现喘息期。PPI下行施压实体经济, 信用收缩风险也尚未解除。货币政策在复杂环境下无疑会保持较高灵活性, 短期通胀难以形成掣肘。而近期人民币汇率升值、美联储降息预期、中美利差走扩等外部环境则给货币政策留出腾挪空间。

6月CPI同比走平, 油价跌对冲食品涨

CPI食品同比8.3%, 环比-0.3%。猪肉、鲜果环比显著高于季节性。端午节增加肉食需求, 触发积累的涨价预期, 猪价环比走高但并未显著高于历史同期表现。鲜果环比涨幅仍显著高于季节性, 水果供给紧张局面尚未解除。CPI非食品同比1.4%, 环比-0.1。交通和通信分项是主要拖累。5月底国际油价大幅走低, 6月发改委跟随两次大幅调低汽柴油价格, 对CPI起到明显对冲“降温”效果。而食品涨价可能在向用工成本端传导。

6月PPI同比回落, 主因油价拖累

PPI生产资料同比-0.3%, 环比-0.4%。黑色、建材、农副产品环比涨价, 能源、有色、化工等环比降价。5月底国际油价在全球经济下行预期发酵中跳水, 6月下旬因美伊冲突、美联储降息预期等小幅提振, 但尚未能回补前期跌幅。6月螺纹钢价格呈V型走势。建筑业活动表现偏弱, 而供给面引发的铁矿石价格走高, 或是推升黑色价格主因。6月基建投资或一改疲态, 但对工业品需求拉动可能较有限。PPI生活资料同比0.9%, 环比持平。上游成本降低、终端消费需求稳定, 生活资料价格表现平稳。

7月通胀展望: CPI同比微降, PPI同比转负

展望7月, 时令水果陆续上市, 价格有望步入下行通道, 但需求旺季对价格仍存支撑。产能去化过程中, 猪价上行方向难改, 但7月肉食淡季且缺乏大涨诱因, 预计涨势放缓。结合翘尾因素, 预计7月CPI同比微降至2.6%。全球主要经济体PMI仍显疲态, 近期油价在美伊局势、美联储降息预期、OPEC+限产延迟落地三重因素叠加下仍未能回补前跌幅, 意味着需求逻辑成为油价上行的主要约束。预计国内基建上行难以对冲地产投资回落、制造业投资维持低迷, 工业品需求尚难改观。预计7月PPI同比转负。

CPI与PPI分化, 货币政策保持灵活性

CPI方面, 鲜果涨价是短期扰动, 而本轮猪周期上行是更大风险。主粮或成为下半年通胀另一大风险。8月起翘尾因素大幅走低有望带动CPI同比明显下行。PPI方面, 全球经济弱势未改, 需求逻辑制约下, 布伦特油价上行动能不足, 伊朗等地缘政治因素是风险。国内棚改减半、房企融资收紧将压制下半年地产投资。总需求不足叠加翘尾因素走低, PPI同比或继续下行探底。CPI阶段性走高尚不构成趋势性通胀压力, 三季度或出现喘息期。PPI下行施压实体经济, 信用收缩风险也尚未解除。货币政策在复杂环境下无疑会保持较高灵活性, 短期通胀难以形成掣肘。

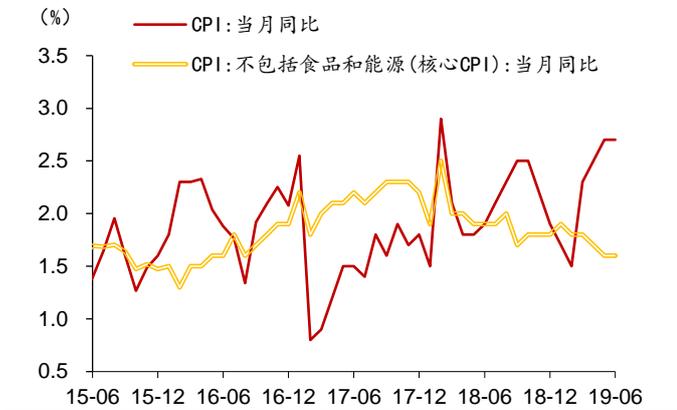
风险提示: 猪周期上行超预期, 美伊冲突恶化, 虫灾导致主粮减产超预期。

6月通胀概览

6月CPI同比2.7%，市场预期2.7%，前值2.7%；环比-0.1%。

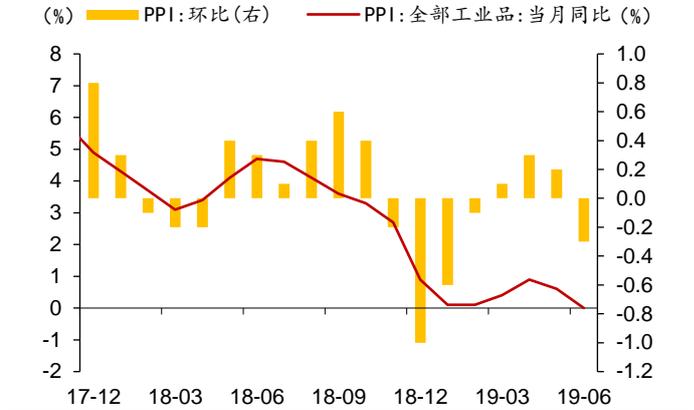
6月PPI同比0%，市场预期0.1%，前值0.6%；环比-0.3%。

图表1: CPI与核心CPI走平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: PPI同比下行, 环比走低



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

6月CPI同比走平, 油价跌对冲食品涨

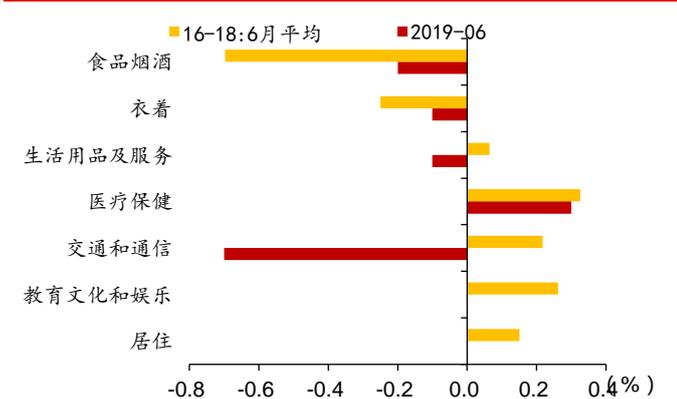
6月CPI同比2.7%，持平于上月，其中翘尾因素约1.6%。CPI环比-0.1%，环比回落但持平于历史同期水平(过去5年均值-0.1%)。核心CPI同比1.6%，持平于上月。6月CPI表现平稳主因食品涨价与油价下跌力量对冲。

分项来看:

6月CPI食品同比8.3%，环比-0.3% (过去5年均值-0.7%)。猪肉、鲜果环比高于季节性，是CPI同比的主要上行拉力。其中猪价环比3.6%。端午节增加肉食需求，触发了前期积累的涨价预期，猪价上行加速，但环比涨幅其实并未显著高于历史同期表现。鲜果环比5.1%，仍显著高于季节性。去年苹果主产区受倒春寒影响大幅减产，而时令水果尚未集中上市，5、6月份水果供给持续紧张导致价格居高不下，推动CPI食品端继续走高。

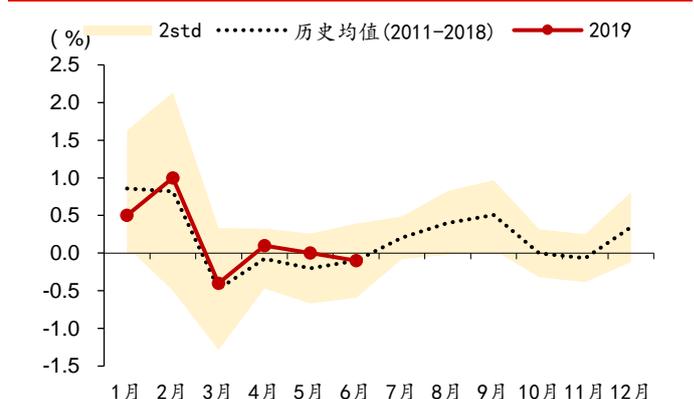
6月CPI非食品同比1.4%，环比-0.1% (过去5年均值0.1%)。其中，交通和通信分项环比-0.7%，是拖累非食品主要分项。5月底国际油价大幅走低，6月发改委跟随两次大幅调低汽柴油价格，对CPI起到明显对冲“降温”效果。而其他用品和服务、家庭服务、医疗服务等细项环比不同程度涨价，食品涨价可能在向用工成本端传导。

图表3: CPI分项环比, 食品烟酒显著高于季节性



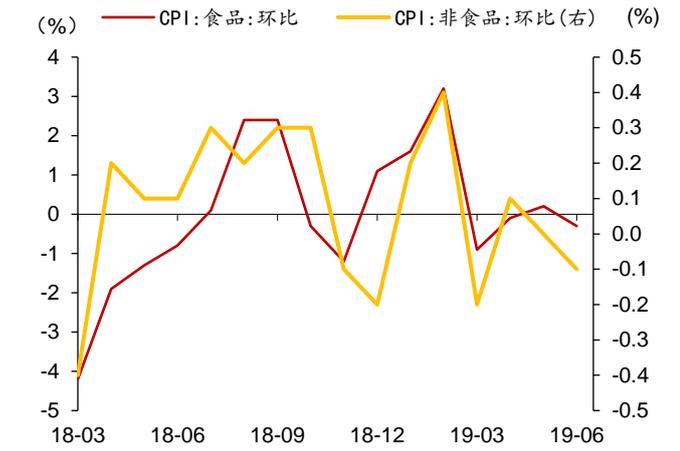
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: CPI环比季节性



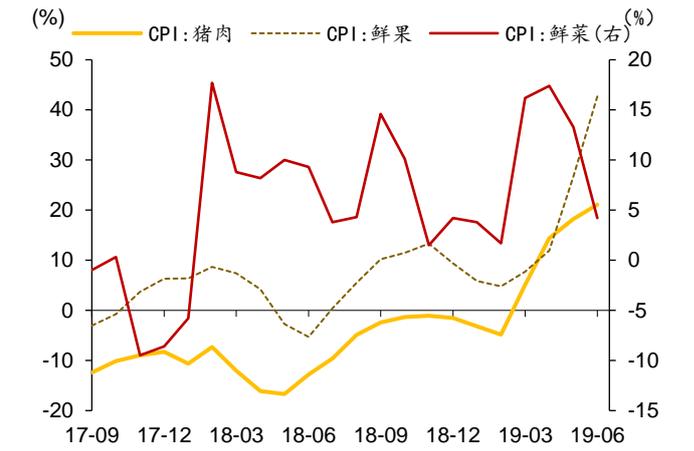
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: CPI 食品与非食品环比回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: CPI 鲜果同比继续走高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

6月PPI同比回落, 主因油价拖累

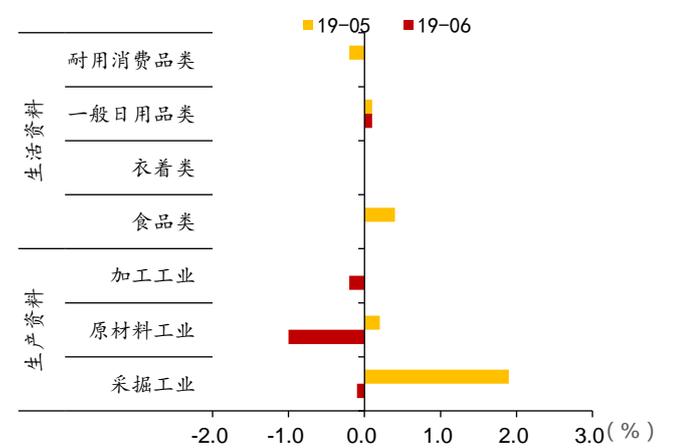
6月PPI同比0%, 较上月回落0.6个百分点, 其中翘尾因素约0.3%。PPI环比-0.3%, 环比降幅较上月扩大0.5个百分点。

分项来看:

6月PPI生产资料同比-0.3%, 环比-0.4%。其中, 采掘、原材料、加工工业环比分别为-0.1%、-1%、-0.2%。分产品看, 黑色、建材、农产品环比涨价, 能源、有色、化工环比降价。5月底国际油价在全球经济下行预期发酵中跳水, 6月下旬因美伊冲突、美联储降息预期等小幅提振, 但尚未能回补前期跌幅。6月螺纹钢价格呈V型走势。5月国内地产融资政策开始收紧或导致施工节奏放缓, 6月建筑业PMI环比表现弱于历史同期, 钢材库存也出现超季节性累库现象。而供给面引发的铁矿石价格持续走高, 或是推升黑色价格主因。虽然6月专项债发行放量叠加专项债新规, 基建投资或一改疲态, 但我们认为对工业品需求拉动仍较有限。

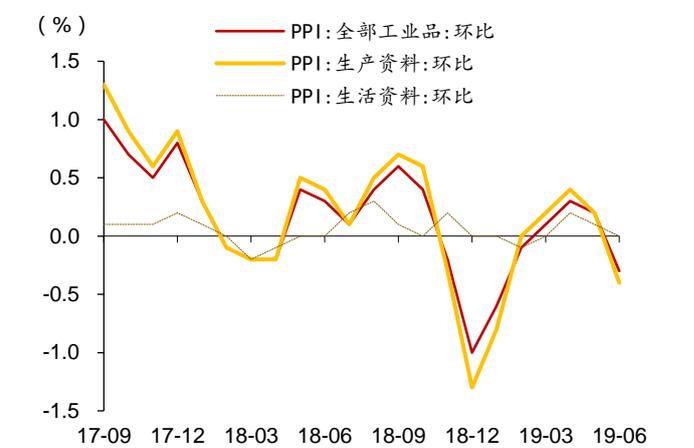
6月PPI生活资料同比0.9%, 环比持平。分项中, 仅一般日用品环比微涨0.1%, 其他分项环比持平。上游成本降低、终端消费需求稳定, 生活资料价格表现平稳。

图表7: PPI 分项环比



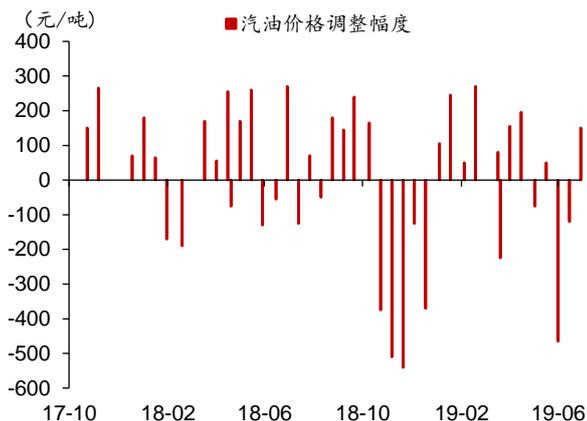
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: PPI 生产、生活资料环比回落



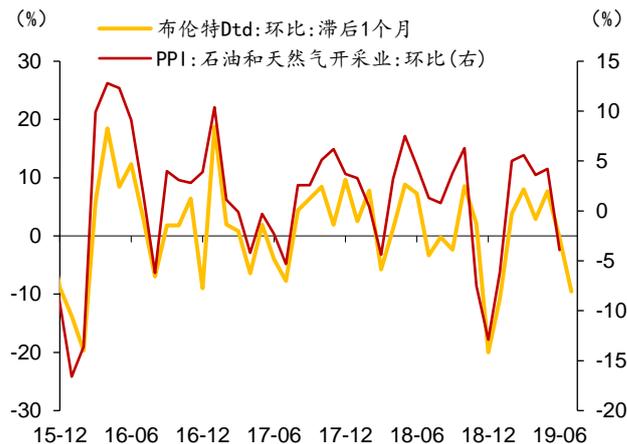
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9：发改委汽油价格调整



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：国内油价对国际原油存在1个月左右滞后



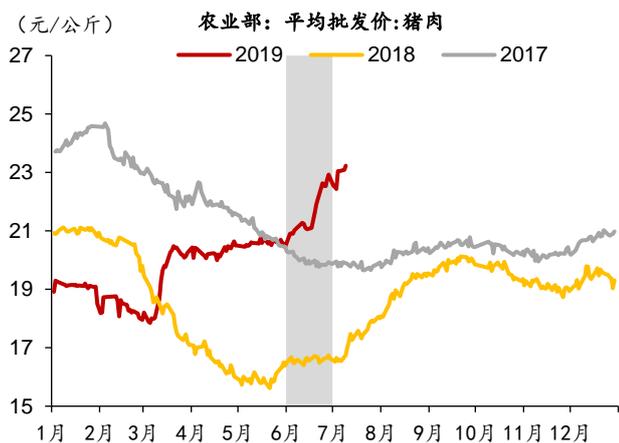
资料来源：Wind，华泰证券研究所

7月通胀展望：CPI同比微降，PPI同比转负

展望7月，随着夏季时令水果陆续上市，水果价格已出现回落势头，有望步入季节性下行通道，但需求旺季对价格仍存在支撑。供给收缩、产能去化过程中，猪价上行方向难改，但7月肉食淡季且缺乏大涨诱因，预计涨势放缓。结合翘尾因素，预计7月CPI同比微降至2.6%。

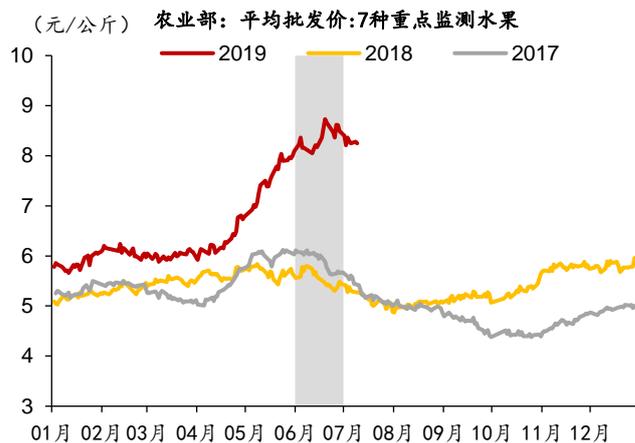
6月全球主要经济体制造业PMI仍显疲态（美国继续下行，中日欧仍处在荣枯线以下），近期布伦特油价在前述美伊局势、美联储降息预期、OPEC+限产延迟落地三重因素叠加下仍未能回补前跌幅，意味着需求逻辑成为油价上行的主要约束，7月布伦特油价仍或运行在70美元以下。预计国内基建上行难以对冲地产投资回落、制造业投资维持低迷，工业品需求尚难改观。预计7月PPI同比转负。

图表11：6月猪肉涨价提速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：6月鲜果价格继续走高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

CPI 与 PPI 分化，货币政策保持灵活度

CPI 方面，鲜果涨价是短期扰动，而去年非洲猪瘟引发产能加速去化，本轮猪周期确定性上行是 CPI 更大风险。根据能繁母猪到毛猪的养殖周期，下半年供给短缺现象可能较明显，叠加部分节日需求高峰触发，猪价或再现阶段性快速上涨。

主粮价格可能成为下半年 CPI 走高的另一大风险。今年草地贪夜蛾传入我国，目前已在 19 个省份发现，主要危害水稻、玉米等作物生长。据农业部，秋粮产量一般占全年的四分之三左右，而草地贪夜蛾对秋粮生产可能存在威胁。

自 8 月起翘尾因素大幅走低有望带动 CPI 同比明显下行。我们测算显示，5-7 月、12 月是年内 CPI 高点，而若主粮大幅减产或加重四季度 CPI 上行风险。

PPI 方面，全球经济弱势未改，近期 BDI 指数大幅上涨也难以反映需求回暖征兆。需求逻辑制约下，布伦特油价上行动能不足，除非伊朗等地缘政治因素引发供给快速收缩。三季度中枢或低于去年，拖累 PPI 同比。而去年四季度油价大幅回落拉低基数，年末油价或构成同比托升因素。国内棚改计划减半、房企融资收紧将压制下半年地产投资。6 月专项债新规预示后续基建逆周期或加码，但我们测算对投资拉动效果有限。总需求不足叠加翘尾因素走低，PPI 同比或继续下行探底，四季度有所回升。

近期 CPI 走高存在两个特征。其一，食品涨价是主要拉力。猪、菜、果轮番上阵推动 CPI 自 3 月起“步步上攻”。但由于经济下行、刚需疲弱，核心 CPI、PPI 反而呈下行走势。其二，主要受供给端影响。猪价主因猪瘟引发产能快速去化。年初鲜菜价格下行迟缓主因春节后南方持续阴雨导致冬春菜衔接断茬。近两月水果价格大涨，同样是气候因素引致的供给紧张。

我们认为，供给因素引发食品涨价，导致 CPI 阶段性走高，尚不构成趋势性通胀压力。三季度 CPI 或出现喘息期。而 PPI 下行施压实体经济，信用收缩风险也尚未解除。货币政策在复杂环境下无疑会保持较高灵活性，短期通胀难以形成掣肘。而近期人民币汇率升值、美联储降息预期、中美利差走扩等外部环境则给货币政策留出腾挪空间。

风险提示

- 1、猪周期上行超预期。若猪周期上行速度与幅度超预期，或加重 CPI 通胀压力。
- 2、美伊冲突恶化。7 月伊朗正式宣布突破铀浓缩丰度上限（伊朗核协议），美伊矛盾可能加剧。若美国对伊朗制裁措施升级，可能引发油价快速上行。
- 3、虫灾导致主粮减产超预期。草地贪夜蛾已侵袭我国 19 省，威胁主粮生产。若引发粮食

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_11517

