

通胀分化，货币政策更应关注谁？

数据：6月CPI当月同比2.7%（前值2.7%），环比-0.1%（前值0.0%）；
6月PPI当月同比0.0%（前值0.6%），环比-0.3%（前值0.2%）。

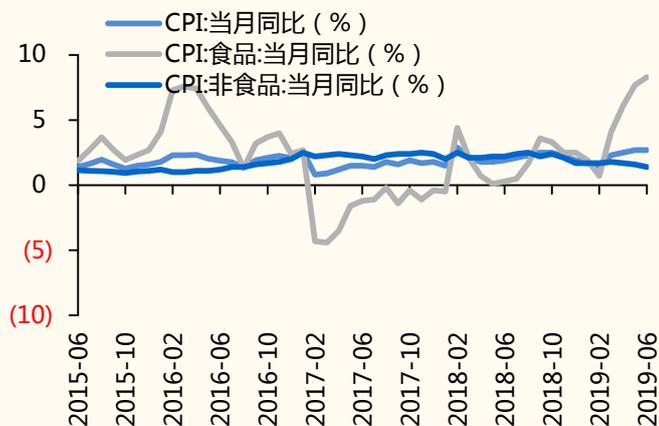
- **6月CPI当月同比持平前值，正向贡献在于猪价维持高位、水果价格上涨超季节性，负向贡献在于蔬菜价格下跌、原油价格下跌影响显现。**6月猪肉价格较5月上升，非洲猪瘟导致生猪养殖加速去产能，猪肉价格依然保持高位并持续上升。同时，去年北方水果收成欠佳且今年水果收成季节未到，整体水果库存偏低，导致水果价格上涨幅度明显超过季节性。但是，蔬菜价格下跌以及4月以来原油市场价格下跌的影响开始显现，蔬菜价格以及交通工具用燃料价格下跌对CPI形成拖累，两者综合导致CPI同比持平前值。从环比来看，食品类中，蔬菜（-9.7%）价格跌幅扩大，猪肉（3.6%）价格转为上涨，水产品（-0.9%）价格跌幅扩大，蛋类（-2.3%）价格转为下跌，水果（5.1%）价格涨幅收窄；非食品类中，衣着（-0.1%）价格转为下跌，医疗保健（0.3%）价格涨幅扩大，教育与娱乐（0.0%）价格环比上升至零，交通工具用燃料（-3.5%）价格转为下跌。
- **6月PPI当月同比下滑至零，主要原因在于全球需求走弱导致主要工业品（原油、煤炭、有色、水泥等）价格均出现下跌，且去年同期基数较高。**6月全球PMI下滑，表明需求进一步走弱叠加油价持续下跌带动大部分工业品价格下行。从环比来看，煤炭开采和洗选业（-0.1%）价格转为下跌，石油、煤炭及其他燃料加工业（-1.9%）价格转为下跌，化学原料及化学制品制造业（-1.1%）价格跌幅扩大，非金属矿物制品业（-0.4%）价格转为下跌，黑色金属冶炼及压延加工业（-1.3%）价格转为下跌，有色金属冶炼及压延加工业（-0.3%）价格跌幅扩大。
- **展望7月，CPI当月同比维持高位，PPI当月同比转负。**从CPI分项来看，7月以来猪肉、蔬菜、原油价格均值继续上涨，水果价格小幅回落，CPI环比可能为正，CPI当月同比维持高位。从PPI分项来看，7月以来煤炭、原油、钢铁价格小幅上升，但考虑到工业品价格对PPI分项的影响存在滞后，预计PPI当月同比可能回落至负值区间。
- **未来看，CPI破“3”概率不大，核心CPI维持低位，货币政策掣肘减轻。但PPI通缩压力上升，三季度或将继续下行至负区间。**我们预计下半年猪价仍将上涨支撑CPI当月同比维持高位，但水果随供给增多价格将出现下滑，需关注幅度是否超季节性。而蔬菜价格、交通工具用燃料价格处于下行趋势，预计CPI破“3”概率不大，实际上，年初以来剔除食品和能源价格的核心CPI同比一直处于低位。值得注意的是，由于去年三季度基数较高，基数效应可能同样对CPI同比产生负向影响。整体来看，我们认为供给端驱动的通胀对货币政策掣肘有限，货币政策更应关注PPI走势（PPI更反映需求变化），随着PPI通缩压力显现，预计央行四季度降息概率较大。从全球需求看，以美国为代表的全球重要发达经济体PMI均呈现下滑趋势，全球需求下滑、经济疲软将导致大宗商品价格出现下滑，CRB现货指数3月以来的下跌以及原油价格4月以来逐渐走弱与此相印证。预计未来国际大宗商品价格将持续走弱带动PPI下行。从国内需求来看，固定资产投资对PPI影响较大，虽然专项债发行提速以及财政支出扩张拉动基建投资，但由于地产销售低迷以及企业盈利依然较差，房地产和制造业投资仍存下行压力；整体上看，企业融资意愿依然不足，拖累工业品价格。综上，三季度PPI可能同比转负，通缩压力逐渐显现，考虑到维持实际利率不变，政策利率与名义利率需下调，央行下半年降息概率上升。
- **风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

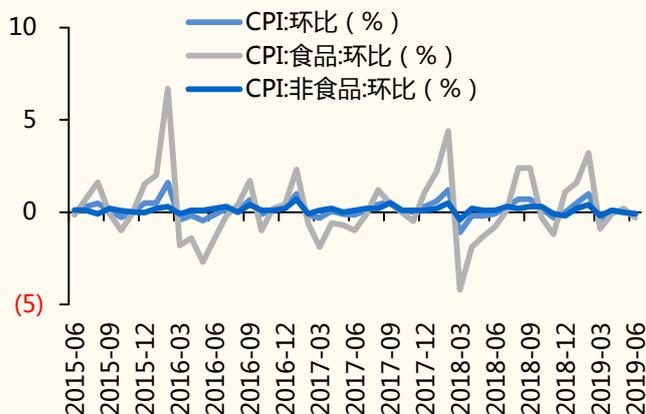
高翔 联系人
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1: CPI 当月同比持平前值



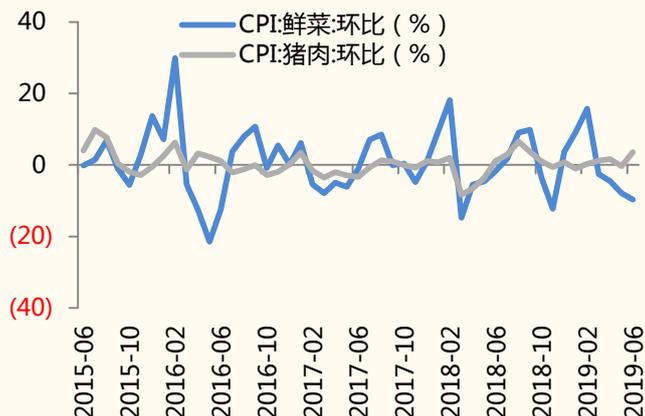
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 2: CPI 环比回落



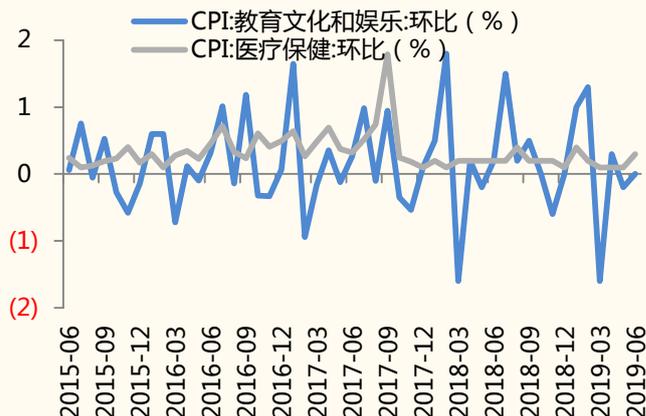
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 3: 猪肉价格上升, 蔬菜价格回落



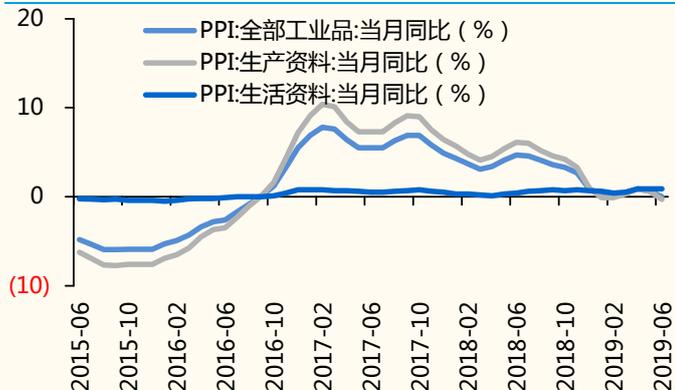
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 4: 文教娱乐环比上升至零



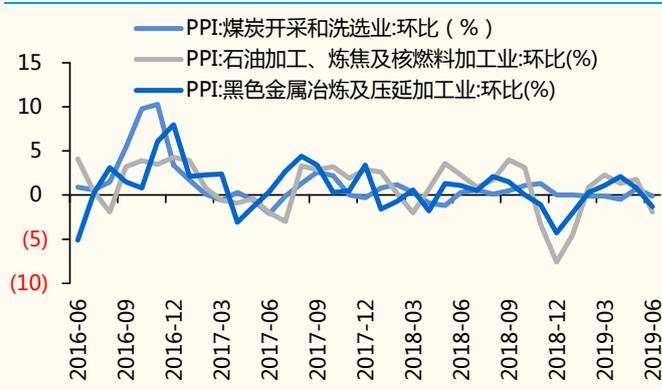
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 5: PPI 当月同比降至零



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 6: 黑色系价格下跌



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；如果美联储加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH

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_11523

