

固定收益

CPI 企稳，PPI 下行，通胀整体对债市扰动有限

——6 月份通胀数据点评

债券点评报告

2019 年 7 月 10 日

事件概述：

7月10日统计局公布6月份通胀数据，CPI同比上涨2.7%，预期2.7%，前值2.7%，环比由5月份持平转为下降0.1%；PPI同比持平，预期0.1%，前值0.6%，环比由5月份上涨0.2%转为下降0.3%。

● 猪肉、鲜果价格涨幅扩大，油品价格下降形成对冲，CPI暂时企稳

食品价格仍然是推动 CPI 上涨的主要因素。鲜果价格同比上涨 42.7%，涨幅扩大 16 个百分点，处历史高位；猪肉价格继 5 月小幅回调后再度回升，环比上涨 3.6%，同比上涨 21.1%，同比涨幅扩大 2.9 个百分点，猪肉、鲜果合计影响 CPI 涨幅 1.55 个百分点。同时，前期上涨的鲜菜价格受供给恢复而环比大幅下降 9.7%；成品油价格 6 月两次下调，汽、柴油合计每吨下调 585、560 元，对猪周期、鲜果涨价形成对冲，CPI 暂时企稳。

● 猪周期延续，油价再度上调，果蔬价格预计回落，7月CPI预计保持稳定

考虑到前期产能下降效应开始逐步释放，猪肉供应将持续趋紧，猪肉价格仍有继续上涨的惯性。OPEC 及俄罗斯等产油国同意延长减产协议 9 个月，布伦特原油价格 2 日开始调头向上，国内汽、柴油于 10 日分别上调 150、140 元/吨，预计油价月内仍将维持上调态势。但鲜果价格已处历史高位，且夏季、秋季供应量逐渐恢复，预计鲜果价格上涨空间不大。鲜菜继续大量上市，价格预计继续回落。综合来看，影响 7 月 CPI 的正、反方向力量较为均衡，CPI 预计继续保持稳定，年内突破 3% 的可能性不大。

● 生产资料价格下跌，生活资料价格稳定，PPI维持下行态势

PPI 同比持平，同比增速低于上月 0.6 个百分点；环比下降 0.3%，环比增速低于上月 0.5 个百分点。其中生产资料同比下降 0.3%，增速较 5 月大幅下跌 0.9 个百分点，生活资料环比持平，同比涨 0.9%。受 6 月国际原油价格大幅下跌及钢材产能恢复、上游库存积累等因素影响，6 月份石油、煤炭及其他燃料、黑色金属冶炼和压延加工相关产品价格下跌幅度较大，成拉低 PPI 涨幅的关键因素，黑金采选业产品价格受铁矿石供需失衡影响大幅上涨 3.7% 形成对冲。

● “CPI高位企稳+核心CPI低位震荡+PPI持续下行”，通胀对货币政策约束有限

非食品价格上涨 1.4%，涨幅低于 5 月 0.2 个百分点；剔除食品、能源后，核心 CPI 同比涨 1.6%，较上月持平，环比继上月持平后涨 0.1%，并未改变自 2018 年以来的下降趋势，处于较低水平。同时，考虑到中上游库存已处阶段高位，同时内需、外需均较为疲软，预计 PPI 将延续下行趋势进入负区间；但在专项债充当资本金约束放宽、铁道债集中发行等因素影响下，三季度基建或将发力，对 PPI 形成“托举”作用，无需过度担忧通缩风险。在核心 CPI 和 PPI 维持低位的前提下，食品价格的季节性上涨对货币政策约束不大，无需担心由此带来的货币收紧风险。

● 债市投资策略：整体仍然看多利率债，建议关注中间期限交易性机会

通胀难以成为制约货币政策的重要因素，核心仍需关注美联储动态及贸易谈判进展。“CPI 高位企稳+核心 CPI 低位震荡+PPI 持续下行”的通胀格局并不会形成较为严重的通胀压力，货币政策因此收紧的可能性不大，政策走向仍然取决于贸易

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：010-85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：樊信江

执业证号：S0100117110014

电话：010-85124733

邮箱：fanxinjiang@mszq.com

研究助理：颜子琦

执业证号：S0100117120035

电话：0755-58768652

邮箱：yanziqui@mszq.com

研究助理：孙嘉伦

执业证号：S0100118100014

电话：0755-58768652

邮箱：sunjialun@mszq.com

谈判进展，从而影响政策目标以“托底”为主还是以“改革”为主。此外，美联储降息与否及程度高低也是决定货币宽松空间大小的重要因素。

下半年短端利率波动较大，长端利率将在低位徘徊，建议关注锚定指标的预期差，把握交易机会。国债期限利差位于阶段性底部，需警惕扩张风险，但中间期限仍有利可图。

风险提示：流动性分层加剧，美联储货币政策不确定性较大

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

樊信江，固收方向负责人，清华大学工程管理硕士。3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验，2017年加入民生证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，2017年加入民生证券，从事固定收益证券研究。

孙嘉伦，美国约翰霍普金斯大学金融硕士，2018年加入民生证券，从事固定收益证券研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律法规允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的投资标的证券或参与本报告所提及的公司的金融衍生品交易，亦可

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_11542

