

2019年07月10日

6月通胀数据点评：通胀预期逐渐证伪，利率曲线走向牛平

固收点评

华鑫证券 研究发展部

证券分析师：

吴笛

执业证书编号：S1050518070002

电话：021-54967707

邮箱：wudi@cfsc.com.cn

联系人：

池钟辉

电话：021-54967801

邮箱：chizh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

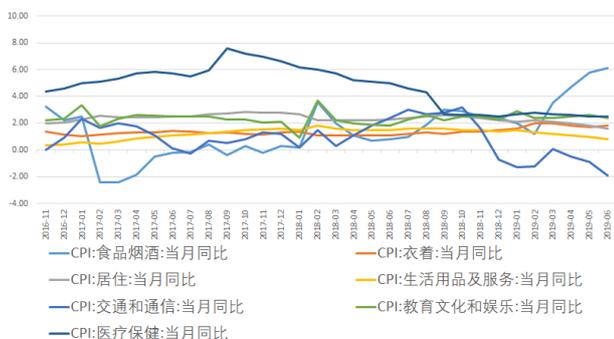
事件：统计局今日公布6月通胀数据，6月CPI同比增2.7%，前值2.7%。6月PPI同比增0%，前值0.6%。

- **非食品类价格同比继续回落，鲜果和猪肉推动食品价格同比创新高。**CPI同比上涨2.7%，其中食品价格上涨8.3%，较5月上行0.6个百分点，续创2012年2月以来新高。非食品价格同比上涨1.4%，较上月小幅回落0.2个百分点。猪肉、鲜果价格同比增速上升是食品增速上涨的主要原因。猪肉价格从上个月的18.2%涨幅扩大至21.1%，主要原因是6月份猪肉价格环比继续回升，年内仍有上涨的压力，拉动CPI同比0.45个百分点。鲜果价格从上月的26.7%涨幅扩大至42.70%，同比增速大幅反弹，鲜果在CPI中权重接近1.88%，影响CPI上涨约0.71个百分点，主要原因是应季水果价格回落但反季水果价格继续上升，南方雨水增多使得采摘和运输都受到一定的影响，后续来看3季度低基数持续，价格同比仍有一定上行空间，但环比涨幅大概率回落。6月鲜菜价格同比增速从上月的13.3%大幅回落至4.2%，对影响CPI拉动从上月的0.31%减弱至0.1%。非食品类中，除了交通和通信同比回落1.9%，其他主要分项同比增速都有所回升。
- **6月CPI高点已现，三季度将持续回落。**今年以来非食品对CPI的拉动逐渐放缓，CPI上涨主要由食品价格拉动，前期拉动较多的包括猪肉、鲜果、鲜菜和蛋类，影响时间的长短取决于其供给的周期。其中鲜菜和蛋类的供给周期较短，一般为3-6个月，目前对于CPI的拉动已经逐渐减弱。鲜果具有明显的季节性，虽然应季水果价格并未明显上涨，但特定的几类水果由于去年产量不足，其反季价格上涨的影响会持续一年左右，鲜果的同比回落可能要到今年4季度。猪肉的供给周期最长，从引种到出栏一般要18个月，目前存栏量持续下降，未来供给弹性不足，价格或持续回升。但从CPI同比走势来看，我们能够确定6月份已经是年内高点，由于翘尾因素的回落，7月CPI将较6月明显回落，三季度逐渐回落至2.1%左右。
- **PPI环比和同比涨幅回落。**出厂者价格环比涨-0.3%，同比涨0%，分别较上月回落0.5和0.6个百分点；购进者价格环比-0.3%，同比-0.1%，前值分别为0%和0.2%。环比来看，生产资料价格跌0.4%，回落0.6个百分点，生活资料价上涨0%，比上月回落0.1个百分点。在主要行业中，同比涨幅收窄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。石油、煤炭及其他燃料加工业由涨转降，同比降1.9%回落4.2个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，同比降0.5%，回落2.4个百分点；石油和天然气开采业，下降1.8%，回落8.5%。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。
- **PPI环比继续回落，下半年大概率转负。**6月份主要行业工业品价格环比回落，环比回升的行业仅有采矿业和部分轻工，而翘尾因素快速下行，导致PPI同比回落。从全球大宗商品来看，原油价格明显回落，铁矿石由于供给原因对价格有所支撑。但我们始终强调，全球需求回落的大背景下，单独依

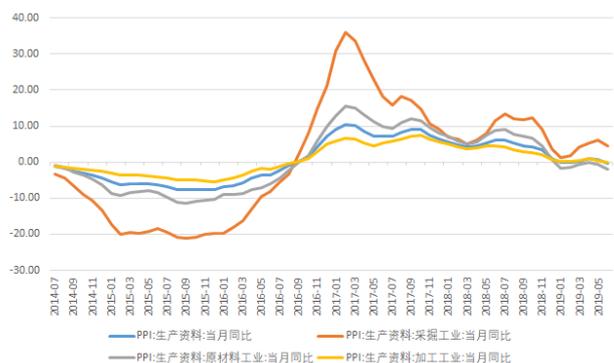
靠供给因素支撑的商品价格难有持续性。翘尾因素的快速下行仍是下半年PPI 同比数据回落的主要因素，下半年同比大概率转负。

- **通胀数据整体符合市场预期，CPI 高点已现，PPI 后续转负。**猪肉和鲜果等产品价格的上涨主要来自供给冲击，其中猪肉价格上涨有一定持续性，鲜果价格同比大概率从四季度初开始回落。但从CPI 同比来看，翘尾因素会使得CPI 在7月以后快速回落，而同时PPI 也将在负区间小幅波动。上半年有所反复的通胀预期或被证伪，甚至通缩的预期并不遥远。但通胀预期回落对长端利率的下行引导作用有限，主要原因在于流动性并不会比当前水平进一步宽松，短期资金价格反弹将使前期过低的资金价格修复至上半年的中枢，我们维持10年期国债收益率全年下限3.0%的判断，长端利率下行空间有限，曲线走向牛平。
- **风险提示：资金面超预期收敛**

图表1 CPI 具体分类同比 (%)

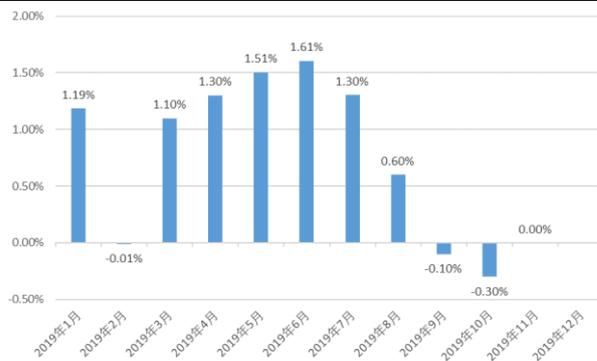


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部
图表3 PPI 生产资料同比 (%)

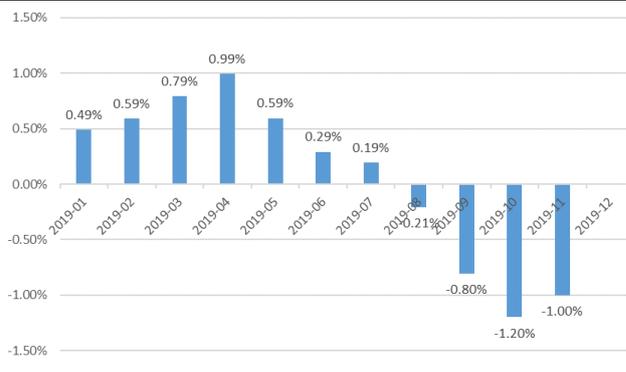


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表2 CPI 翘尾因素



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部
图表4 PPI 翘尾因素



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

吴笛：2016 年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：利率债。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

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_11547

