

## 宏观研究/动态点评

2019年06月12日

**李超** 执业证书编号：S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**朱洵** 执业证书编号：S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

### 相关研究

- 1 《宏观：专项债用于资本金是大水漫灌吗？》2019.06
- 2 《宏观：进口数据下滑，内需存下行风险》2019.06
- 3 《宏观：汇率后市怎么看？》2019.06

# CPI 同比上行，但涨价压力仍可控

## 5 月通胀数据点评

### 5 月 CPI 同比+2.7%与我们预期一致，未来两个月 CPI 或将继续小幅上行

5 月 CPI 环比零增长、同比+2.7%，持平我们预测。据统计局解释，5 月鲜果价格和猪肉价格合计影响 CPI 上涨约 0.86 个百分点。5 月猪肉 CPI 环比小幅回落，但受基数原因影响，同比涨幅继续较前值扩大。鲜果 CPI 同比涨幅较前值明显扩大，我们认为鲜果价格上涨主要是受天气因素（倒春寒、阴雨等）和低库存综合影响。预计 6-7 月 CPI 可能继续小幅上行，中性情况下，我们仍预计今年 CPI 中枢上行到+2.5%，高点可能在 6 月或 7 月、低于+3%。

### PPI 同比+0.6%，年内节奏可能是前低后高

5 月 PPI 环比+0.2%、同比+0.6%，高于我们预期 0.1 个百分点。由于基数原因，PPI 同比较上月有所回落。我们认为未来对 PPI 环比表现的重要影响变量仍可能来自供给端，今年的供给侧政策变量最可能对 PPI 产生正向影响的是环保工作。今年是新一轮环保 3+1 督查的开篇之年，年初以来环保工作在广度和深度上仍在继续推进，我们预计今年二三季度，PPI 环比或继续在较多月份当中呈现正增长；但贸易摩擦升级的预期也可能从需求侧对 PPI 产生负面影响。总体而言，我们预计今年 PPI 中枢仍较去年明显回落，年内的节奏可能是前低后高。

### 猪周期回升叠加水果价格短期上涨，未来两个月 CPI 仍存上行压力

我们认为去年春季的异常低温天气，造成我国北方各类水果都出现了程度不等的减产、进而导致今年存储类水果（典型如苹果和梨）库存不足。而今年春季，南方地区阴雨天气较为普遍，菠萝等时令水果可能因阴雨天气影响而减产。异常天气因素叠加低库存，是造成 4-5 月水果 CPI 同比涨幅扩大的主要原因。近期猪肉价格涨势尽管有所放缓，但去年同期基数仍在下行，预计年内猪价同比涨幅可能继续扩大。我们认为猪周期触底回升叠加水果的短期涨价，6-7 月 CPI 或承受相对较大的上行压力，但国家已在发力保障各类食品的合理供给，CPI 上涨压力仍可控。

### 进入三季度以后，水果价格的涨价压力有望逐渐缓解

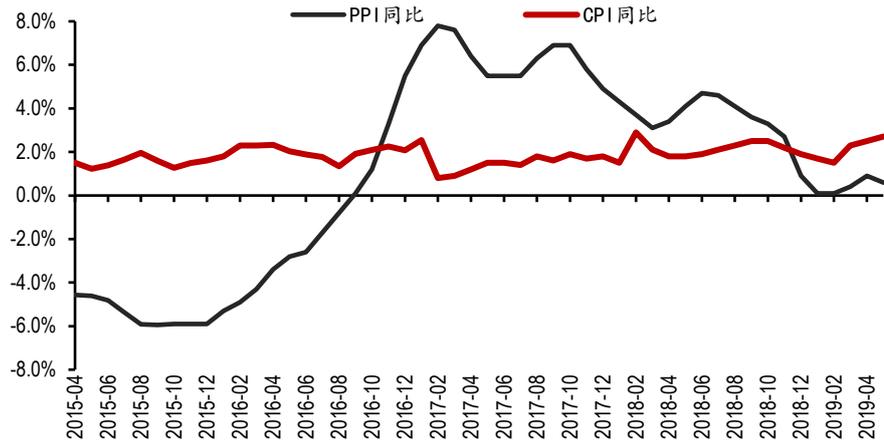
水果价格的上涨已引起了领导人的关注。6 月 5 日，李克强总理主持召开国务院常务会议，指出抓好农业生产、保证农产品充裕供给，是稳物价、稳预期、保民生的重要基础，对应对当前复杂形势、促进扩大消费、保持经济平稳运行具有重要意义。我们认为，中长期来看，水果的供给端规模/产量调整速度较快，水果价格不会是持续推动通胀上行的风险因素；随着夏季时令水果西瓜、葡萄等从 5-6 月开始逐渐上市，时令鲜果的品类将更加丰富，涨价压力有望逐渐缓解。而秋季北方新果——苹果、梨等也将从 8-9 月开始逐渐上市，有望缓解当前存储类水果低库存带来的涨价压力。

### 新涨价因素仍主要集中在食品端

5 月 CPI 构成中，食品烟酒类同比+5.8%，增速较前值上行 1.1 个百分点；衣着类同比+1.7%，增速较前值回落 0.1 个百分点；居住类同比+1.8%，增速回落 0.2 个百分点；生活用品服务同比+1%，增速回落 0.1 个百分点；交通通信类同比-0.9%，增速回落 0.4 个百分点；教育文娱同比+2.6%，增速较前值高 0.1 个百分点；医疗保健同比+2.5%，增速回落 0.1 个百分点。预计未来“猪油共振”情形仍是 CPI 超预期上行的最大风险因素，今年服务类价格中枢可能较去年小幅回落。

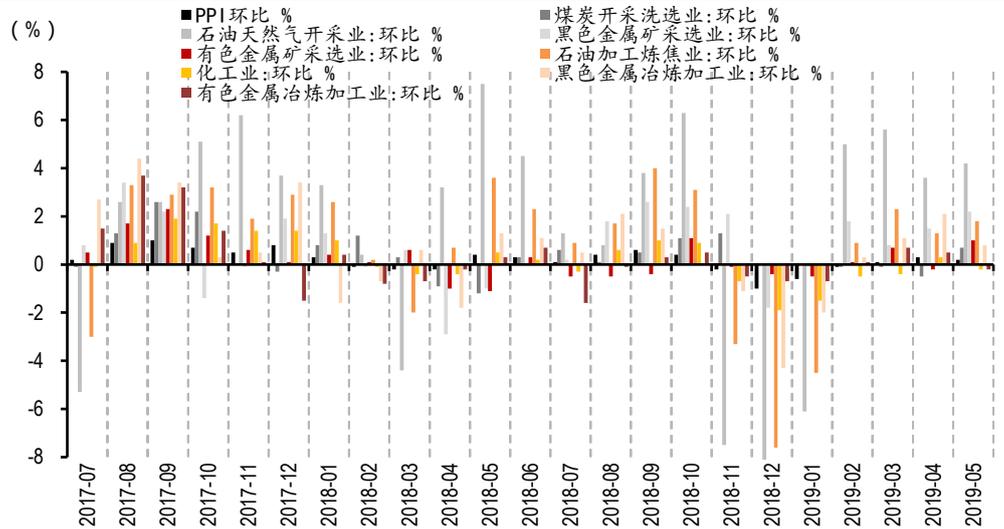
风险提示：受猪周期上行和鲜果短期涨价的因素影响，通胀上行速度可能超预期，货币政策可能超预期收紧，对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

图表1: 2019年5月份PPI同比小幅回落, CPI同比增速继续上行



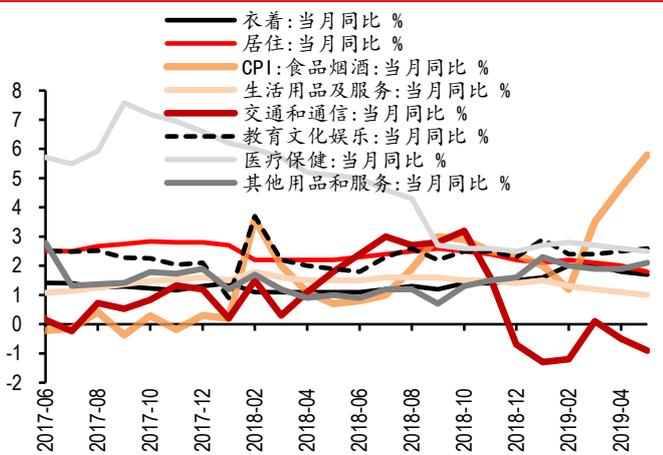
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2019年5月, PPI上中游行业当中, 煤炭、黑色和原油行业环比表现强于前值



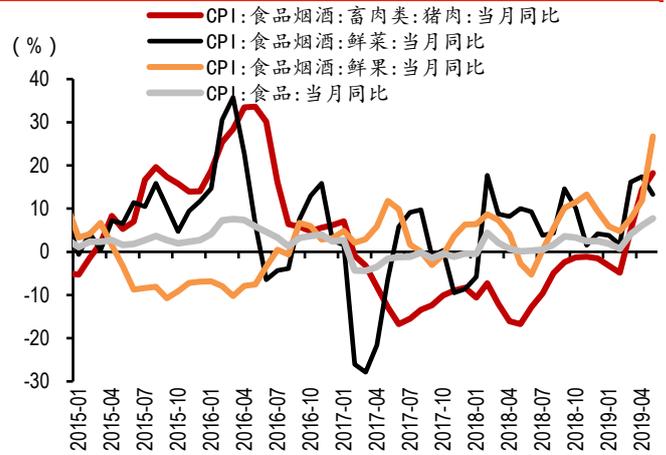
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: CPI各大类价格同比增速 %



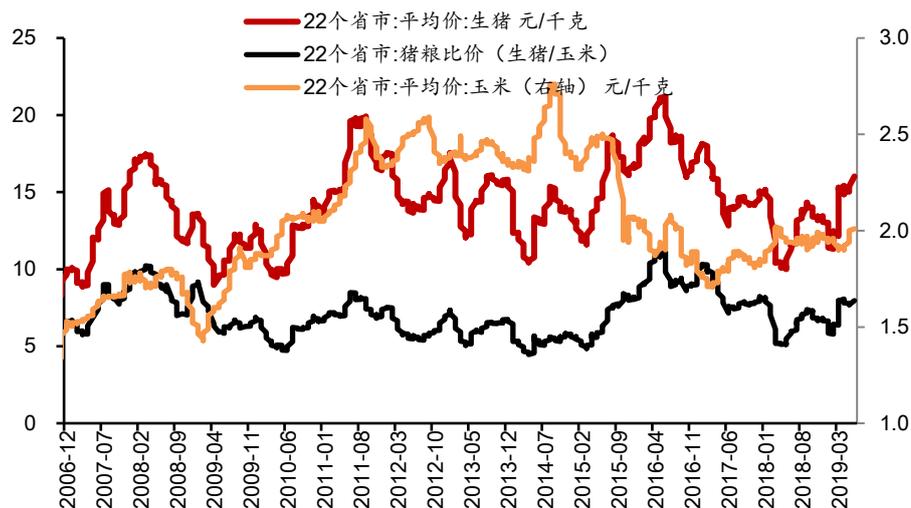
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 鲜果价格同比涨幅扩大



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5：生猪价格和猪粮比均继续上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：受猪周期上行和鲜果短期涨价的因素影响，通胀上行速度可能超预期，货币政策可能超预期收紧，对资本市场和实体经济产生超预期负面冲击。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

### 公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

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\\_12066](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12066)

