

# 核心 CPI 回落，货币政策维持微调

## ——5月通胀数据点评

宏观数据点评

2019年06月12日

### 报告摘要：

5月份CPI同比升2.7%（前值2.5%），PPI同比升0.6%（前值0.9%），CPI和PPI走势符合市场预期。

#### ● CPI、PPI走势符合市场预期

（1）5月CPI走高主要是因为鲜果鲜菜猪肉上涨带动食品上涨。预计6月份CPI将达到2.9%的高位。

（2）5月PPIRM回落主要受全球经济增速放缓和世界贸易不确定性增大影响，预计6月份PPIRM增速或回落至-0.1%。

（3）5月PPI回落主要受能源、原材料价格下降影响，预计6月份PPI增速将回落至0.4%。

#### ● 货币政策有空间但仍需观望

（1）央行主要关注扣除食品和能源价格的核心CPI。CPI温和上升，不会引起货币政策收紧。外部宽松叠加核心CPI回落，使得中国货币政策仍具有一定操作空间。

（2）中国经济下行压力一方面来自劳动年龄人口下降；一方面来自作为房地产和汽车等购买主力的25~44岁人口人数下降，使得房地产和汽车需求进入下降周期；一方面来自高房价对消费和企业利润的挤压；一方面来自外需下降。

（3）全面降准恐将使得中国杠杆率进一步提升。降息虽可部分对冲企业盈利下降，却未必有利于结构调整。货币过于宽松恐将再度推高房价，短期内使得企业盈利能力加速下滑，中长期内将使得中国总和生育率进一步下降，加剧人口老龄化。因而，政府仍需保持定力，坚持供给侧结构性改革，维持稳健的货币政策，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。同时通过加大财政赤字，进一步减税降费，保持适度的传统基建增速托底经济。

（4）预计货币政策仍将维持微调，重大变化需等待贸易战谈判结果。全面降准和降息短期内恐难见到，央行将通过结构性的定向降准、SLF、MLF维持合理的市场流动性。

#### ● 风险提示：中美贸易摩擦加剧，大宗商品超预期回升，猪瘟疫情蔓延，生猪流通受阻等。

### 民生证券研究院

#### 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

#### 研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

### 相关研究

- 1、通货膨胀的季节调整与预测模型——宏观预测专题报告一 20190408
- 2、基建投资资金来源剖析及增速预测——宏观预测专题报告二 20190523
- 3、中国人口变化带来的挑战与投资机会——人口系列深度报告 20190611

近日国家统计局公布5月份物价数据，5月份CPI同比升2.7%（前值2.5%），PPI同比升0.6%（前值0.9%），CPI和PPI走势符合市场预期。

我们认为：

1、5月CPI走高主要是因为鲜果鲜菜猪肉上涨带动食品上涨。预计6月份CPI将达到2.9%的高位。

2、5月PPIRM回落主要受全球经济增速放缓和世界贸易不确定性增大影响，预计6月份PPIRM增速或回落至-0.1%。

3、5月PPI回落主要受能源、原材料价格下降影响，预计6月份PPI增速将回落至0.4%。

4、CPI温和上升，不会引起货币政策收紧。外部宽松叠加核心CPI回落，使得中国货币政策仍具有一定操作空间。

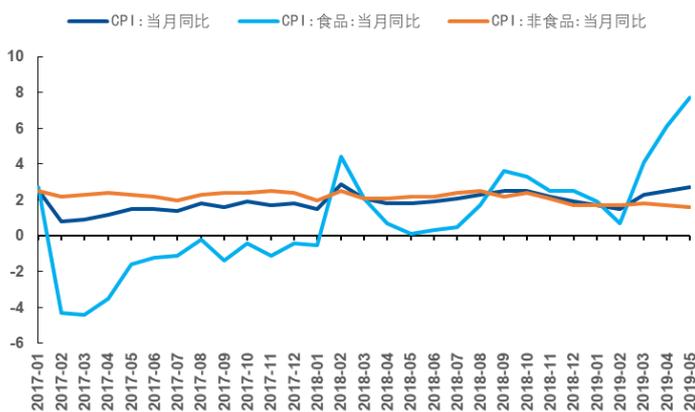
5、预计货币政策维持微调，重大变化需等待贸易战谈判结果。全面降准和降息短期内恐难见到，央行将通过结构性的定向降准、SLF、MLF维持合理的市场流动性。

## 一、CPI、PPI 走势符合市场预期

### （一）食品价格带动CPI同比上行

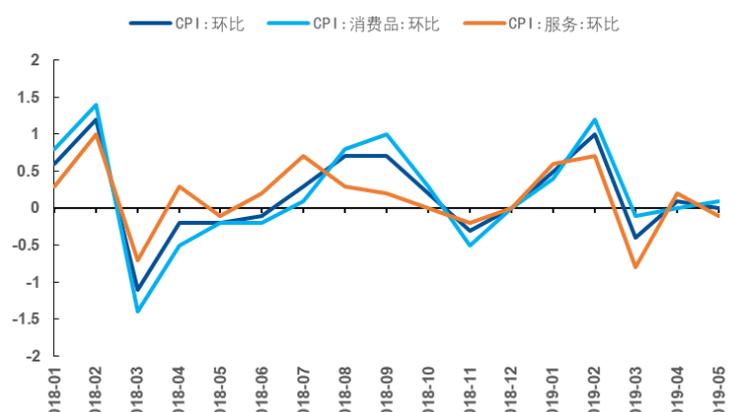
5月CPI走高主要是因为鲜果鲜菜猪肉上涨带动食品上涨。预计6月份CPI将达到2.9%的高位。

图1：5月CPI同比增长2.7%（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图2：5月CPI环比持平（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

**食品带动CPI同比上行。**5月CPI同比增长2.7%，较上月回升0.2个百分点，符合我们的预期。其中，鲜果鲜菜猪肉上涨带动食品上涨，食品项同比增7.7%，较上月大幅提升1.6个百分点；鲜果价格上涨26.7%，影响CPI上涨约0.48个百分点；鲜菜价格上涨13.3%，影响CPI上涨约0.31个百分点；猪肉价格上涨18.2%，影响CPI上涨约0.38个百分点。非食品价格同比增长1.6%，较上月回落0.1个百分点。

服务回落使得 CPI 环比持平。5 月 CPI 环比持平。其中，消费品价格环比上涨 0.1%，服务价格环比回落 0.1%。

## （二）6 月 PPIRM 或将回落至负区间

**PPIRM 回落符合预期。**5 月工业生产者购进价格同比上涨 0.2%，符合我们的预期。其中，工业生产者购进价格中，建筑材料及非金属类价格同比上涨 4.4%，黑色金属材料类价格上涨 3.9%，燃料动力类价格上涨 1.4%；化工原料类价格下降 3.5%，有色金属材料及电线类价格下降 2.5%。**PPIRM 回落主要受全球经济增速放缓和世界贸易不确定性重大影响，预计 6 月份 PPIRM 增速或回落至-0.1%。**

## （三）PPI 继续回落

**原材料、能源价格下降带动 PPI 回落。**5 月 PPI 同比增长 0.6%，较上月回落 0.3 个百分点。预期不足的主要原因在于根据原材料、能源价格下降对 PPI 增速进行调整不足。分大类来看，生产资料价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点；生活资料价格同比上涨 0.9%，涨幅与上月相同。在主要行业中，涨幅回落的有石油和天然气开采业，上涨 6.7%，比上月回落 3.4 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，上涨 2.3%，回落 1.9 个百分点；非金属矿物制品业，上涨 3.1%，回落 0.6 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 1.9%，回落 0.5 个百分点。**PPI 回落主要受原材料、能源价格下降影响，预计 6 月份 PPI 增速将回落至 0.4%。**

# 二、货币政策有空间但难宽松

## （一）核心 CPI 回落，货币政策仍有空间

**CPI 温和上升，不会引起货币政策收紧。**从央行的立场而言，央行主要关注扣除食品和能源价格的核心 CPI，且环比数据能更为灵敏地反映短期经济变化。5 月份不包括食品和能源价格的 CPI 环比持平，同比增速回落 0.1 个百分点至 1.6%。因而，即便后续食品价格对 CPI 造成较大影响，也不会引起货币政策的收紧。

**货币政策仍有空间。**由于全球经济增速放缓，2019 年以来，印度、马来西亚、新西兰、澳大利亚等国先后降息以应对经济下行压力，美联储降息预期也不断走高。外部宽松叠加核心 CPI 回落，使得中国货币政策仍具有一定操作空间。

## （二）短期内中国货币政策难以放松

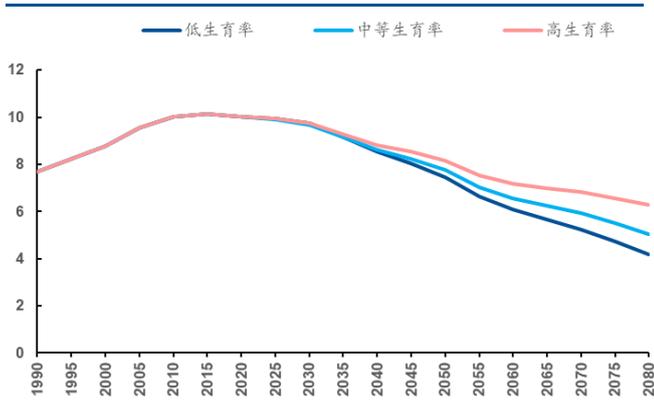
中国经济下行压力一方面来自劳动年龄人口下降；一方面来自作为房地产和汽车等购买主力的 25~44 岁人口人数下降，使得房地产和汽车需求进入下降周期；一方面来自高房价对消费和企业利润的挤压；一方面来自外需下降。

全面降准恐将使得中国杠杆率进一步提升。降息虽可部分对冲企业盈利下降，却未必有利于结构调整。货币过于宽松恐将再度推高房价，短期内使得企业盈利能力加速下滑，中长期内将使得中国总和生育率进一步下降，加剧人口老龄化。因而，政府仍需保持定力，

坚持供给侧结构性改革，维持稳健的货币政策，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。同时通过加大财政赤字，进一步减税降费，保持适度的传统基建增速托底经济。

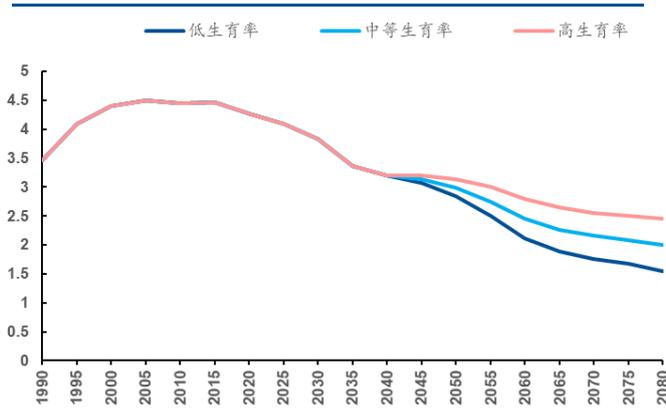
我们预计货币政策仍将维持微调，重大变化需等待贸易战谈判结果。全面降准和降息短期内恐难见到，央行将通过结构性的定向降准、SLF、MLF 维持合理的市场流动性。

图 3: 中国 15~64 岁人口预测 (亿)



资料来源: 联合国, 民生证券研究院

图 4: 中国 25~44 岁人口预测 (亿)



资料来源: 联合国, 民生证券研究院

## 风险提示

中美贸易摩擦加剧, 大宗商品超预期回升, 猪瘟疫情蔓延, 生猪流通受阻等。

## 插图目录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 图 1: 5 月 CPI 同比增长 2.7% (%) ..... | 2 |
| 图 2: 5 月 CPI 环比持平 (%) .....      | 2 |
| 图 3: 中国 15~64 岁人口预测 (亿) .....    | 4 |
| 图 4: 中国 25~44 岁人口预测 (亿) .....    | 4 |

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\\_12080](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12080)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>