

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

通胀数据和降准有什么联系?

2021年7月11日

摘要:

- **CPI 同比涨幅回落, 环比跌幅扩大。**6月CPI同比从5月的1.3%下降至1.1%, 环比下降0.4%, 降幅比上月扩大0.2个百分点。6月核心CPI同比为0.9%, 与上月持平, 但是环比-0.1%, 由正转负。分项来看, 食品价格环比由升转降, 主要拖累项为猪肉和鲜果。非食品方面, 由于国际原油价格上涨, 带动交通工具燃料价格环比上升, 另一方面, 五一节日后进入旅游淡季叠加局部地区疫情影响, 旅游、交通工具价格分别环比下降。综合考虑供给和需求, 我们预计当下猪肉已经进入“筑底阶段”, 下半年对CPI的拖累将会降低, 7月食品CPI环比有望回升。
- **中上游PPI涨幅趋缓, 内部分化, 中下游PPI涨势乏力。**从同比看, PPI上涨8.8%, 涨幅比上月回落0.2个百分点, 从环比看, PPI上涨0.3%, 涨幅比上月回落1.3个百分点。中上游PPI涨幅趋缓, 内部走向分化。受原材料保供稳价政策影响, 叠加铜、铝、锌等国家储备发放, 工业品价格涨势趋缓。黑色金属冶炼、有色金属冶炼价格环比下降。与之相对的是, 高温天气导致动力煤需求较旺, 带动煤炭开采和洗选业价格上涨, 以及6月布伦特原油价格突破76美元/桶, 创今年新高, 石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨。中下游行业PPI涨势乏力。代表下游制造业的PPI加工工业环比上涨, 但涨幅较上月下降。值得关注的一点是, PPI加工工业环比涨幅继4月后再次超过原材料工业价格涨幅, 据此我们预计6月下游制造业利润将会有不错的表现, 利润占比可能会出现改善。下游消费品PPI环比由稳转降, 表现疲弱。
- **通胀数据和降准有什么联系?**7月9日央行宣布于7月15日全面降准0.5个百分点。本次全面降准的目的在于“进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持, 促进综合融资成本稳中有降。”结合历史来看, PPI的高涨往往会带来货币的收紧, 但是2021年此规律被打破。究其原因, 6月PPI与CPI的剪刀差维持在7.7%, 处于历史高位, PPI新涨价与CPI新涨价的剪刀差更是持续大幅上升。在结构性通胀下, 小微企业的生存空间受到挤压。从货币政策的角度, 本期CPI表现疲弱, 核心CPI环比时隔6个月后再度转负, 指向疫情背景下需求仍然偏弱的同时, 为货币边际放松提供了空间。但需要注意的是, PPI与货币政策的关系出现背离, 意味着PPI已不能被看作预测货币政策的线索, 同时也致使下半年PPI出现“双顶”的预期有所强化。
- **风险因素:** 疫情变异导致疫苗失效; 国内政策超预期等。

目录

一、CPI 同比涨幅回落，环比跌幅扩大.....	3
二、中上游 PPI 涨幅趋缓，内部分化，中下游 PPI 涨势乏力.....	4
三、通胀数据和降准有什么联系？.....	5
风险因素	6

图目录

图 1：环比来看，CPI 八大分项有七项低于季节性水平	错误!未定义书签。
图 2：领先 6 个月的能繁母猪存栏同比转头向上.....	4
图 3：PPI 同比涨幅回落.....	4
图 4：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅	5
图 5：相比历轮油价高点，当前原油价格不高	5
图 6：历史上资金利率与 PPI 存在正相关	6
图 7：PPI 新涨价与 CPI 新涨价的剪刀差创历史新高	6

一、CPI 同比涨幅回落，环比跌幅扩大

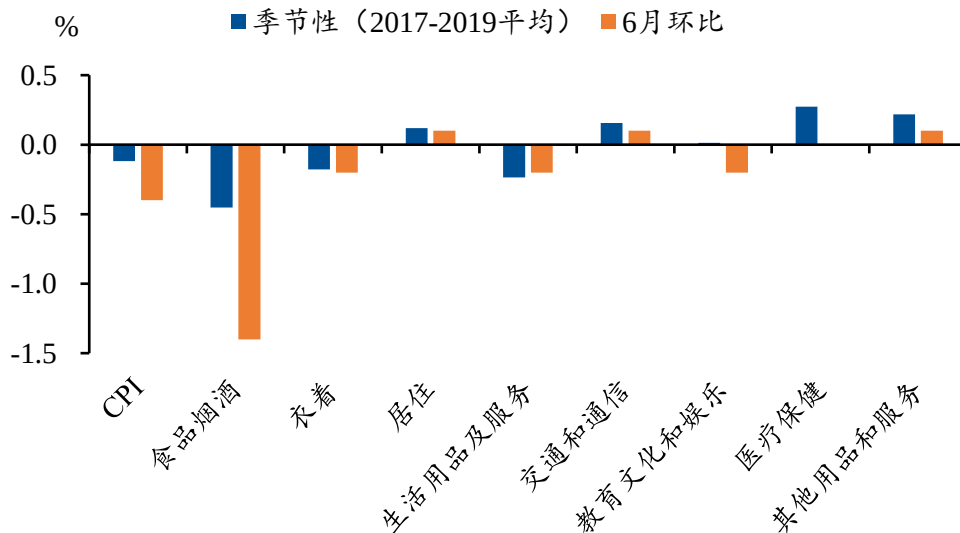
CPI 同比涨幅回落，环比跌幅扩大。6月CPI同比从5月的1.3%下降至1.1%，去年价格变动的翘尾影响0.8个百分点，比上月扩大0.1个百分点；新涨价影响0.3个百分点，比上月回落0.3个百分点。环比下降0.4%，降幅比上月扩大0.2个百分点。6月核心CPI同比为0.9%，与上月持平，但是环比为-0.1%，由正转负。

环比来看，八大分项有七项低于季节性水平。食品烟酒大幅低于季节性均值，影响CPI下降约0.40个百分点。食品外，交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健以及其他用品都明显低于季节性均值，仅有生活用品和服务高于季节性。

猪价持续回落，食品价格环比由升转降。食品价格由上月上涨0.3%转为下降1.7%，主要拖累项为猪肉和鲜果。猪肉价格下降36.5%，降幅比上月扩大12.7个百分点，鲜果价格上升1.4%，涨幅比上月收窄1.3个百分点。蛋类、水产品 and 酒类涨幅有所扩大。

非食品方面，能源价格是主要拉动项，旅游和服务是主要拖累项。6月非食品价格环比涨幅由上月的0.2%转为持平。分项来看，由于国际原油价格上涨，汽油和柴油价格分别上涨2.1%和2.3%，带动交通工具燃料价格环比上升2.0%，较上月涨幅扩大0.4个百分点。空调、电视机、台式计算机及住房装潢材料等工业消费品价格均有上涨，涨幅在1.8%—3.2%之间，推测是受到原材料价格上涨的带动。另一方面，五一节日后进入旅游淡季叠加局部地区疫情影响，旅游、交通工具价格分别环比下降0.2%、0.3%。

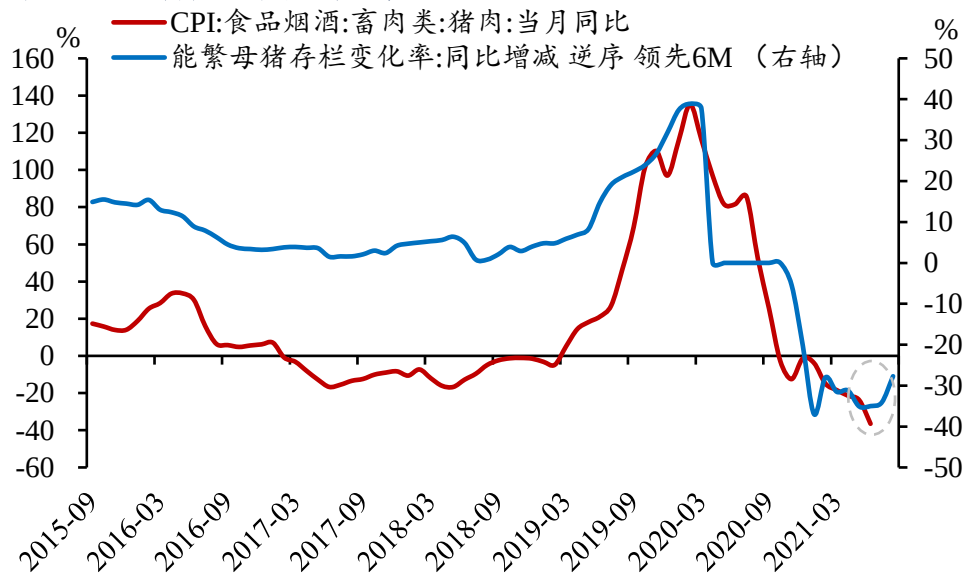
图 1：环比来看，CPI 八大分项有七项低于季节性水平



资料来源:万得, 信达证券研发中心

预计当下猪肉已经进入“筑底阶段”，后续对CPI的拖累将会降低。6月，猪肉批发价格再次下探，月底较月初下降8%。截至7月9日，猪价已降至22.4元/公斤。供给方面，根据农业农村部消息，5月份全国能繁母猪存栏量呈相当于2017年年末的98.4%，生猪的存栏量相当于2017年年末的97.6%，猪肉供给充足是猪肉价格不断压低的主要原因。但7月开始，领先于猪价6个月的能繁母猪存栏同比转头向上，预计有利于猪价企稳。需求方面，8月将进入猪肉的消费旺季，加之7月7日商务部和国家发改委、财政部等有关部门启动2021年度第一批中央储备猪肉收储，总量为2万吨。综合来看，预计当下猪肉已经进入“筑底阶段”，下半年对CPI的拖累将会降低，7月食品CPI环比有望回升。

图 2：领先 6 个月的能繁母猪存栏同比转头向上

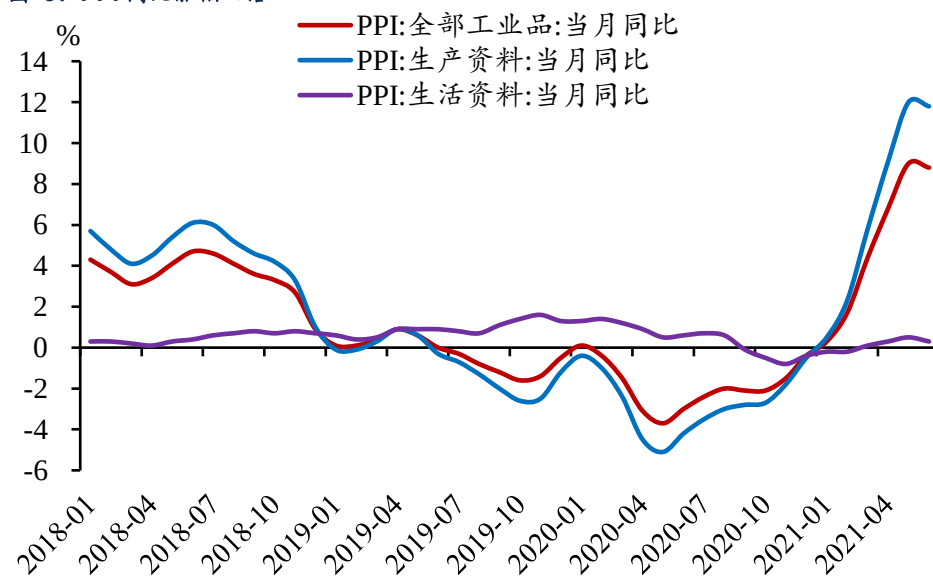


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、中上游 PPI 涨幅趋缓，内部分化，中下游 PPI 涨势乏力

6 月 PPI 同比环比涨幅均有所回落。从同比看，PPI 上涨 8.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。其中，生产资料价格上涨 11.8%，生活资料价格上涨 0.3%，涨幅均回落 0.2 个百分点。从环比看，PPI 上涨 0.3%，涨幅比上月回落 1.3 个百分点。生产资料价格上涨 0.5%，涨幅回落 1.6 个百分点；生活资料价格由上月上涨 0.1% 转为下降 0.2%。

图 3：PPI 同比涨幅回落



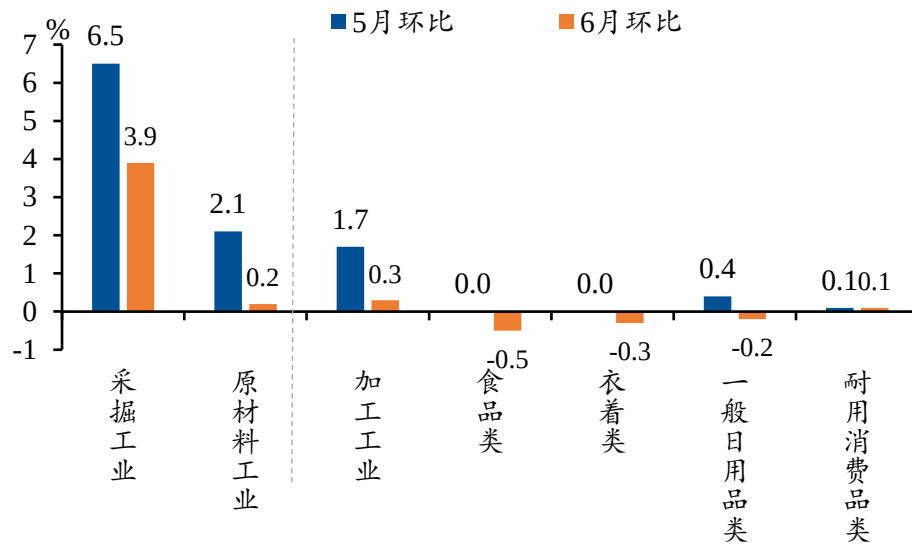
资料来源：万得，信达证券研发中心

中上游 PPI 涨幅趋缓，内部走向分化。PPI 采掘工业环比 3.9%，原材料工业环比 0.2%，涨幅均较上月明显放缓。受原材料保供稳价政策影响，叠加铜、铝、锌等国家储备发放，工业品价格涨势趋缓。黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 0.7%，有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 0.1%。与之相对的是，高温天气导致动力煤需求较旺，带动煤炭开采和洗选业价格上涨 5.2%。6 月布伦特原油价格突破 76 美元/桶，创今年新高，石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨 3.1%。

中下游行业 PPI 涨势乏力。代表下游制造业的 PPI 加工工业环比上涨 0.3%，涨幅较上月下降 1.3 个百分点。其

中，通用设备制造业、汽车制造业环比增速分别为 0.4%、0.2%，涨幅高于上月。值得关注的一点是，PPI 加工工业环比涨幅继 4 月后再次超过原材料工业价格涨幅，据此我们预计 6 月下游制造业利润将会有不错的表现，利润占比可能会出现改善。下游消费品 PPI 环比由稳转降，食品、衣着、一般日用品分别环比下降 0.5%、0.3%、0.2%，前期分别为 0%、0%、0.4%。

图 4：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅



资料来源：万得，信达证券研发中心

下半年 PPI 仍有再现“双顶”形态的可能性。国内定价的大宗商品，在政府多次“喊话”以及保供稳价政策的下上涨势头有明显放缓，预计未来上行空间较为有限。不确定因素在海外定价的大宗商品。7 月以来，铜价出现小幅回调，铝价仍在高位震荡。下半年美国基建法案可能成为大宗商品价格的催化剂，通过提振大宗商品需求，引发新一轮涨价。原油方面，相比历轮油价高点，当前原油价格并不算高。随着海外发达国家疫苗接种范围扩大，原油需求持续复苏，未来油价仍有可能向上突破。因此我们判断，下半年 PPI 同比或再现“双顶”形态。

图 5：相比历轮油价高点，当前原油价格不高



资料来源：万得，信达证券研发中心

三、通胀数据和降准有什么联系？

CPI 的疲弱为货币政策边际放松提供了空间，但 PPI 与货币政策的关系出现背离，后续需要密切关注核心 CPI 的动向。7 月 9 日央行宣布于 7 月 15 日全面降准 0.5 个百分点。本次全面降准的目的在于“进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。”结合历史来看，PPI 的高涨往往会带来货币的

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5



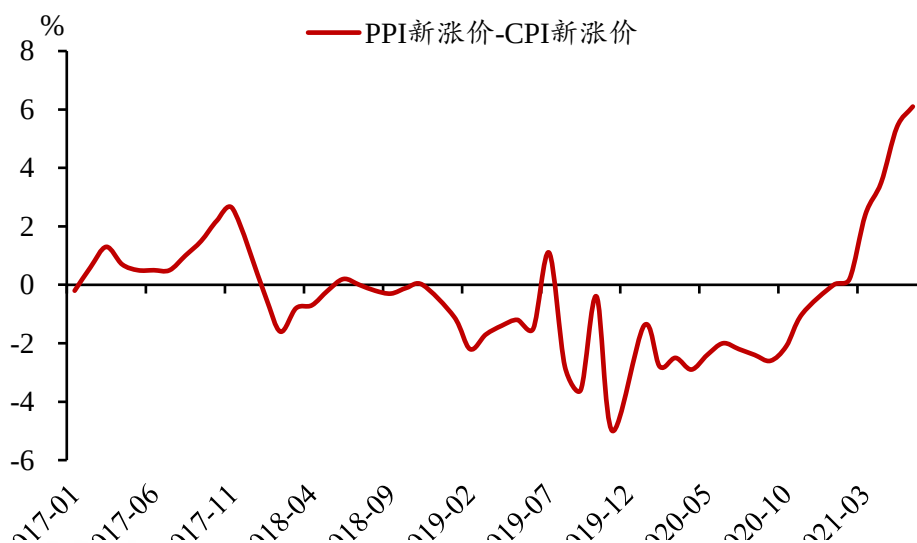
收紧，但是 2021 年此规律被打破。究其原因，6 月 PPI 与 CPI 的剪刀差维持在 7.7%，处于历史高位，PPI 新涨价与 CPI 新涨价的剪刀差更是持续大幅上升。在结构性通胀下，小微企业的生存空间受到挤压。从货币政策的角度，本期 CPI 表现疲弱，核心 CPI 环比时隔 6 个月后再度转负，指向疫情背景下需求仍然偏弱的同时，为货币边际放松提供了空间。但需要注意到是，PPI 与货币政策的关系出现背离，意味着 PPI 已不能被看作预测货币政策的线索，同时也致使下半年 PPI 出现“双顶”的预期有所强化。

图 6：历史上资金利率与 PPI 存在正相关



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：PPI 新涨价与 CPI 新涨价的剪刀差创历史新高



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_20692

