宏观研究

当疫情遇见洪水，CPI结构分化明显

——6月物价数据点评

宏观事件点评　　2020年07月09日

报告摘要：

6月CPI同比上涨2.5%，核心CPI同比上升0.9%，PPI同比下降3.0%。猪肉、鲜菜和油价回升是CPI和PPI回升主要原因。

- **重要信息一，食品价格反弹主要跟疫情管制和洪涝灾害有关**

6月，北京疫情有所反弹，物流管制有所加严。受生猪出栏减缓、防疫调配要求从严及进口量减少等因素影响，猪肉供应偏紧，猪肉价格环比增速由负转正。我国多地发生洪涝灾害，北京新发地市场出现聚集性疫情，导致部分地区蔬菜短期供应紧张，鲜菜价格亦由负转正。但长期来看，猪周期已进入下半程，洪涝灾害和疫情管制只能在短期内对猪肉价格造成冲击，长期来看生猪补栏较快，猪肉价格仍有回落空间。

- **重要信息二， PPI环比正增长，预计未来缓慢回升**

6月，PPI明显回升，由上月下降0.4%转为上涨0.4%。受国际原油价格大幅度上涨影响，石油相关行业产品价格止降转涨，其中石油和天然气开采业价格上涨38.2%，构成PPI改善的最大动力。下半年，在中国经济和全球经济逐步复苏背景下，PPI继续改善基本可以确定。但生产复苏快于需求复苏、全球贸易不确定性仍大等因素，将压制PPI回升的斜率。两相权衡，缓慢回升是大概率事件。

- **重要信息三，核心CPI跌至有记录以来最低值**

核心CPI能较好地反映社会总供给和总需求相对变化的情况。6月核心CPI跌至0.9%，为2013年以来最低值。今年疫情以来由于复工复产政策的推进，生产领域恢复较快；但消费领域受制于居民收入增速不足以及部分行业仍存在疫情管制，恢复明显较生产领域慢，典型的比如餐饮、旅游、线下文娱等行业，因此经济存在明显供过于求的状态。从CPI环比分项也可以看出：6月交通和通信、教育文化和娱乐价格均下降0.3%，衣着、居住价格均下降0.2%，生活用品及服务价格下降0.1%。

- **未来展望：下半年CPI中枢下降趋势不变**

一是自从疫情爆发以来，核心CPI已连续5个月环比不涨，反映需求恢复可能需要较长时间；二是生猪存栏继续逐渐提高，生猪供应能力继续不断改善，下半年猪肉价格下降空间仍然较大；三是考察1998年洪灾严重的湖北、湖南的历史经验可知，洪涝灾害仅可能对蔬菜价格造成暂时性影响，汛期过后影响消退，不会长期推高蔬菜价格。我们维持判断，年底CPI同比将降至零附近，甚至不排除转负的可能。

- **风险提示：**洪涝灾害超预期，疫情二次爆发、生产端恢复超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

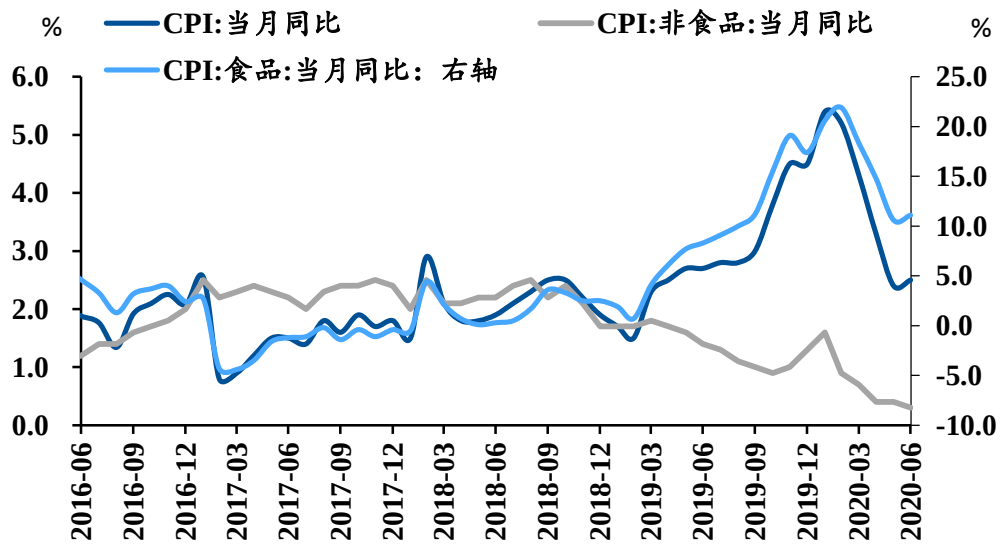
相关研究

一、数据表现：CPI 同比上涨 2.5%，PPI 同比下降 3.0%

（一）CPI 同比回升，环比下降

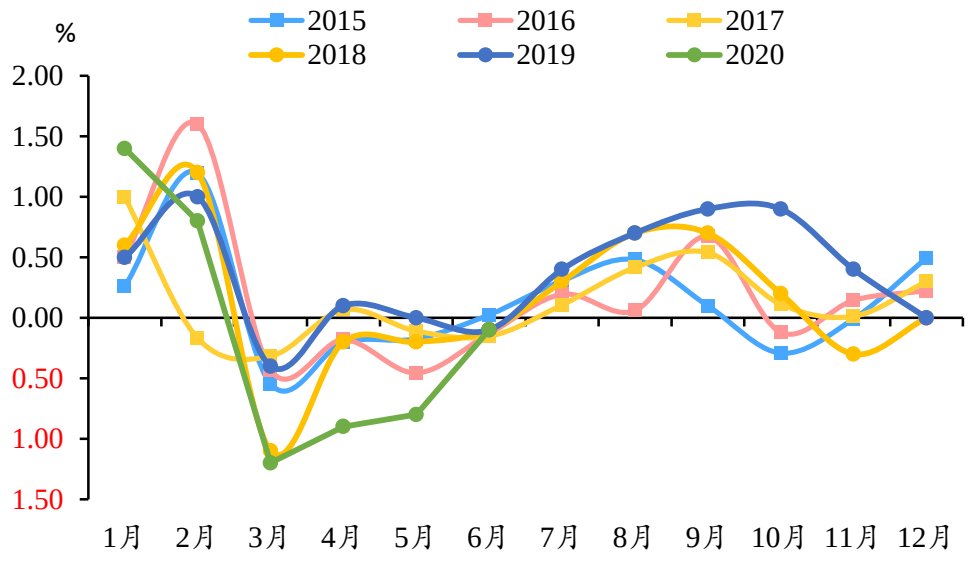
6 月 CPI 同比有所回升，环比下降。6 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.5%。其中，城市上涨 2.2%，农村上涨 3.2%；食品价格上涨 11.1%，非食品价格上涨 0.3%；消费品价格上涨 3.5%，服务价格上涨 0.7%。上半年，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.8%。环比来看，全国居民消费价格环比下降 0.1%。其中，城市下降 0.1%，农村持平；食品价格上涨 0.2%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格持平，服务价格下降 0.1%。

图 1：6 月 CPI 同比回升至 2.5%



资料来源：Wind，民生证券研究院

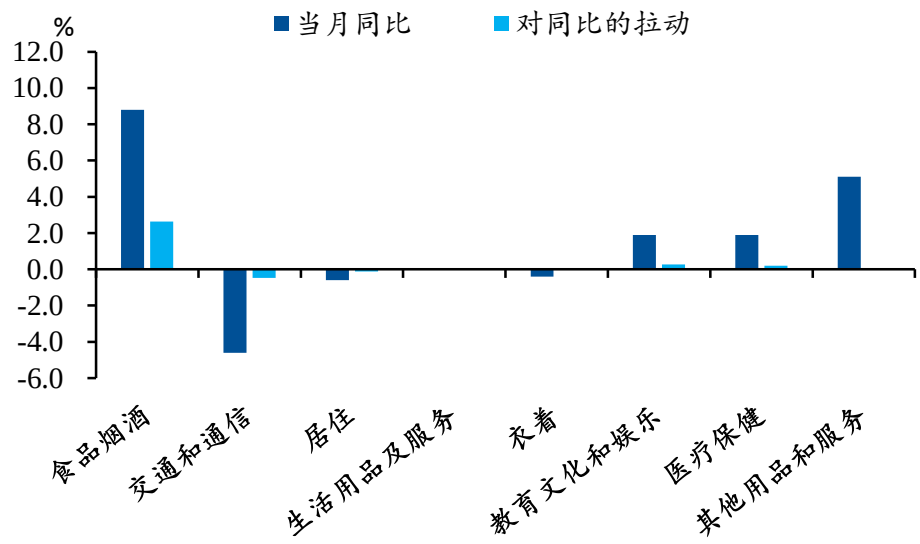
图 2：6 月 CPI 环比下降 0.1%



资料来源：Wind，民生证券研究院

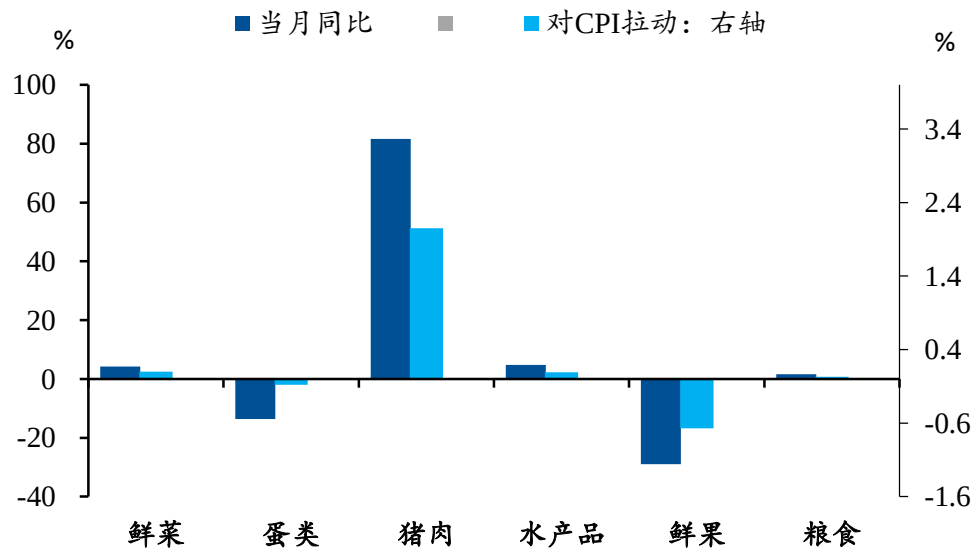
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）6 月份，食品烟酒类价格同比上涨 8.8%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 2.64 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 57.4%，影响 CPI 上涨约 2.61 个百分点，其中猪肉价格上涨 81.6%，影响 CPI 上涨约 2.05 个百分点；水产品价格上涨 4.8%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；鲜菜价格上涨 4.2%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点；粮食价格上涨 1.6%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜果价格下降 29.0%，影响 CPI 下降约 0.67 个百分点；蛋类价格下降 13.6%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点。（2）其他用品和服务价格上涨 5.1%，教育文化和娱乐、医疗保健价格均上涨 1.9%；生活用品及服务价格持平；交通和通信、居住、衣着价格分别下降 4.6%、0.6%和 0.4%。

图 3：6 月食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

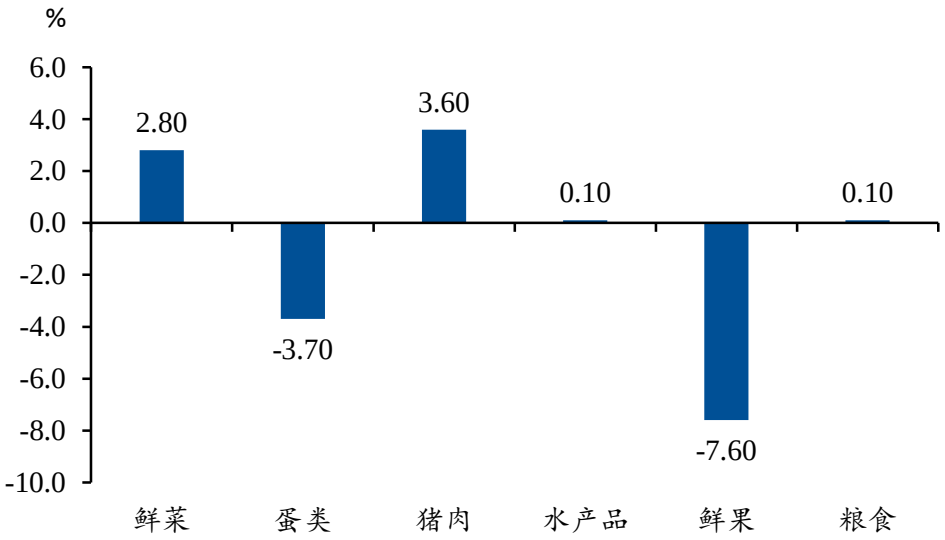
图 4：猪肉是拉动 CPI 同比上升的主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

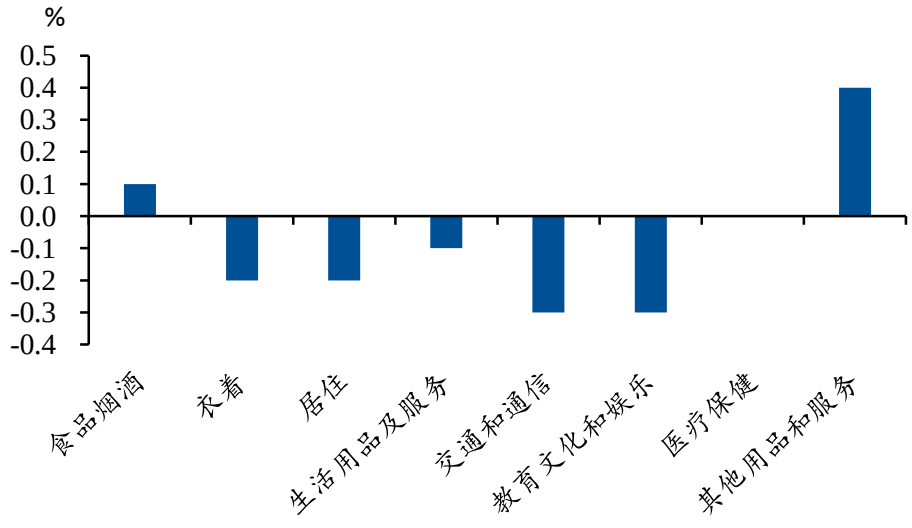
从大类环比看，受鲜菜和猪肉带动，食品烟酒有所回升：（1）食品：食品烟酒类价格环比上涨 0.1%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点；畜肉类价格上涨 2.2%，影响 CPI 上涨约 0.15 个百分点，其中猪肉价格上涨 3.6%，影响 CPI 上涨约 0.15 个百分点；鲜果价格下降 7.6%，影响 CPI 下降约 0.13 个百分点；蛋类价格下降 3.7%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。（2）非食品：其他用品和服务价格上涨 0.4%；医疗保健价格持平； 交通和通信、教育文化和娱乐价格均下降 0.3%，衣着、居住价格均下降 0.2%，生活用品及服务价格下降 0.1%。

图 5：6 月食品类环比分项情况



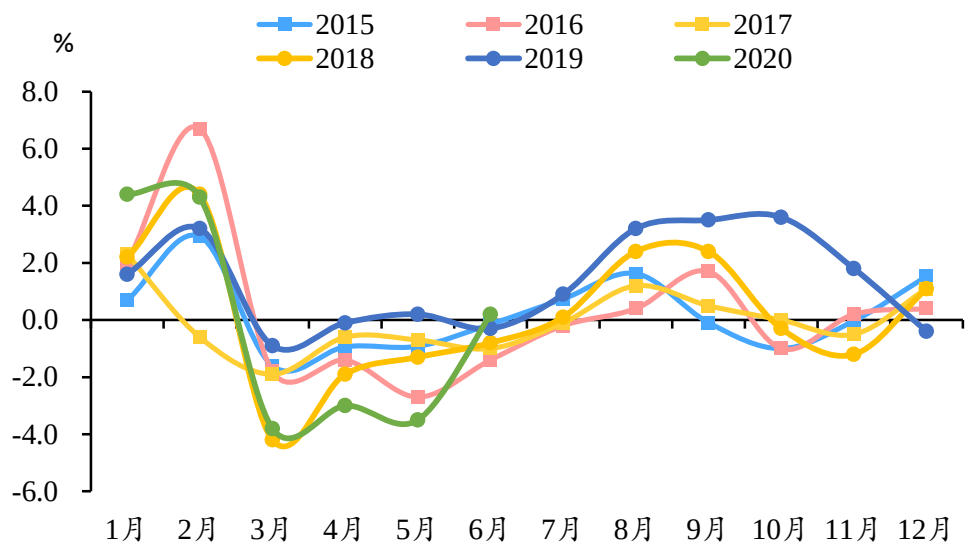
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：6 月 CPI 环比分项



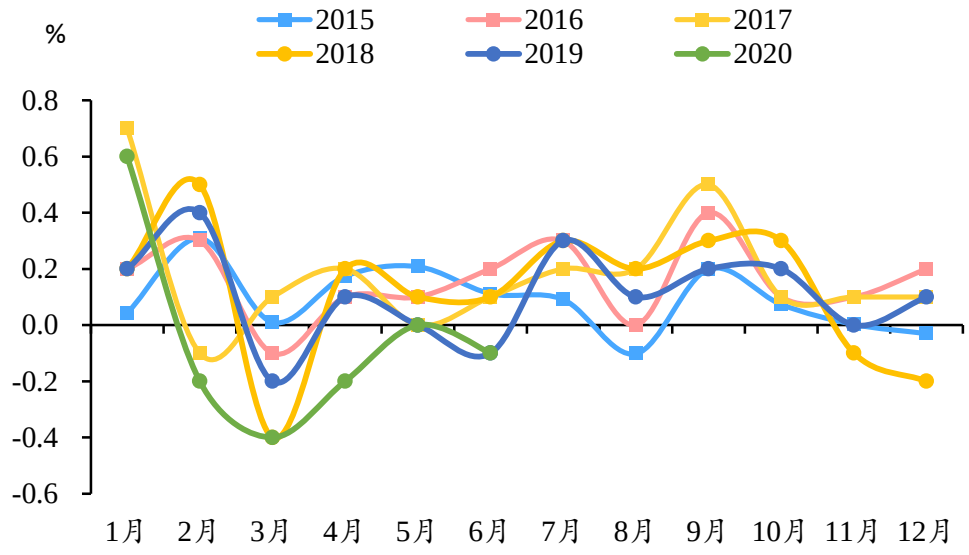
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：6 月 CPI 食品环比处于历史较高水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：6 月 CPI 非食品环比处于历史中间较低水平

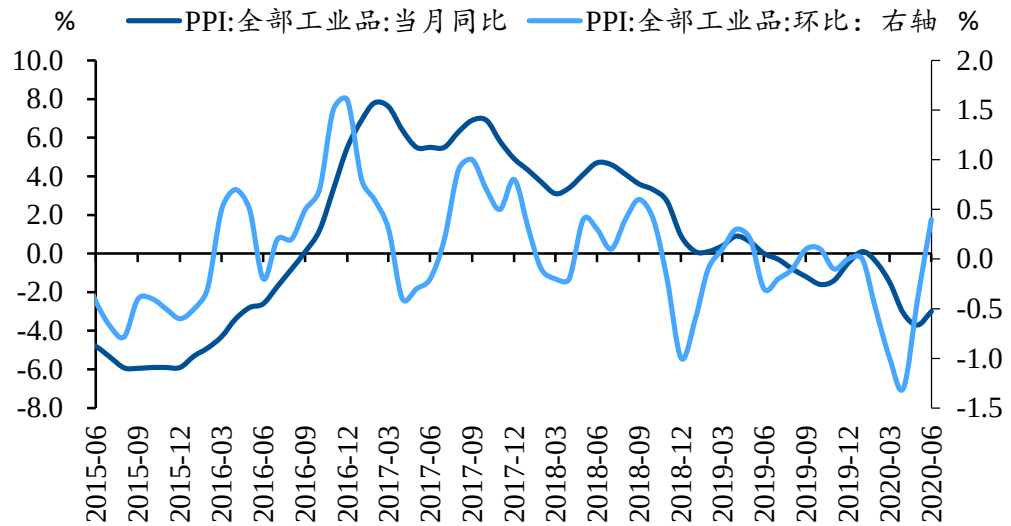


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）PPI 环比有所改善

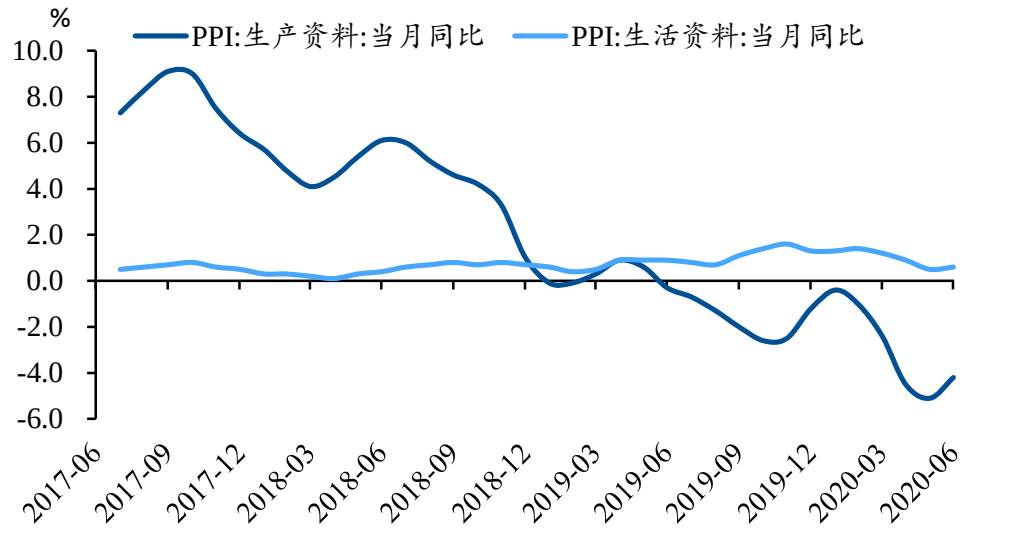
PPI 生产资料同比增速为负，生活资料同比增速为正： 6 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 3.0%，环比上涨 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 4.4%，环比上涨 0.4%。上半年，工业生产者出厂价格比去年同期下降 1.9%，工业生产者购进价格下降 2.6%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 4.2%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 3.11 个百分点。生活资料价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.16 个百分点。

图 9：6 月 PPI 环比增速转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：6 月生产资料同比增速有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

从同比看： 生产资料中采掘工业价格下降 10.5%，原材料工业价格下降 8.5%，加工工业价格下降 2.0%。生活资料中，食品价格上涨 3.2%，衣着价格下降 0.8%，一般日用品价格下降 0.3%，耐用消费品价格下降 1.8%。主要行业中，燃料动力类价格同比下降 14.2%，化工原料类价格下降 9.4%，有色金属材料及电线类价格下降 3.3%，黑色金属材料类价格下降 2.2%；农副产品类价格上涨 5.8%。

从环比看： 生产资料价格由降转涨，比上月上涨 0.5%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.40 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 4.9%，原材料工业价格上涨 0.7%，加工工业价格上涨 0.2%。生活资料价格环比由上月下降 0.3%转为上涨 0.1%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.03 个百分点。其中，食品价格上涨 0.3%，衣着和耐用消费品价格均下降 0.1%，一般日用品价格持平。

二、重要信息：CPI 短期回升不改长期回落趋势

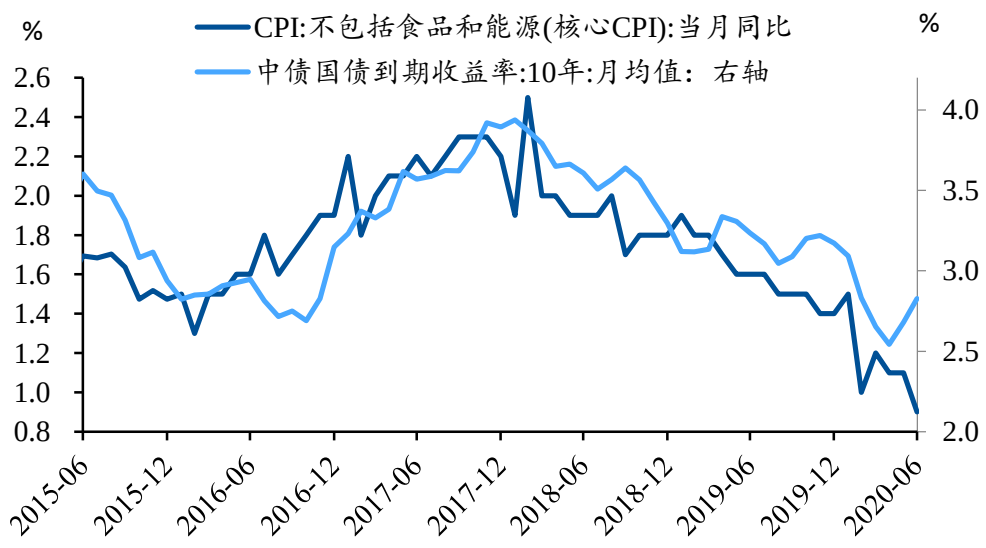
重要信息一，食品价格反弹主要跟疫情管制和洪涝灾害有关。6 月，北京疫情有所反弹，物流管制有所加严。受生猪出栏减缓、防疫调配要求从严及进口量减少等因素影响，猪肉供应偏紧，猪肉价格环比增速由负转正。我国多地发生洪涝灾害，北京新发地市场出现聚集性疫情，导致部分地区蔬菜短期供应紧张，鲜菜价格亦由负转正。但长期来看，猪周期已进入下半程，洪涝灾害和疫情管制只能在短期内对猪肉价格造成冲击，长期来看生猪补栏较快，猪肉价格仍有回落空间。

重要信息二，下半年 CPI 中枢下降趋势不变。一是自从疫情爆发以来，核心 CPI 已连续 5 个月环比不涨，反映需求恢复可能需要较长时间；二是生猪存栏继续逐渐提高，生猪供应能力继续不断改善，下半年猪肉价格下降空间仍然较大；三是考察 1998 年洪灾严重的湖北、湖南的历史经验可知，洪涝灾害仅可能对蔬菜价格造成暂时性影响，汛期过后影响消退，不会长期推高蔬菜价格。我们维持判断，年底 CPI 同比将降至零附近，甚至不排除转负的可能。

重要信息三，PPI 环比正增长，预计未来缓慢回升。6 月，PPI 明显回升，由上月下降 0.4%转为上涨 0.4%。受国际原油价格大幅度上涨影响，石油相关行业产品价格止降转涨，其中石油和天然气开采业价格上涨 38.2%，构成 PPI 改善的最大动力。下半年，在中国经济和全球经济逐步复苏背景下，PPI 继续改善基本可以确定。但生产复苏快于需求复苏、全球贸易不确定性仍大等因素，将压制 PPI 回升的斜率。两相权衡，缓慢回升是大概率事件。

重要信息四， 核心 CPI 跌至有记录以来最低值。核心 CPI 能较好地反映社会总供给和总需求相对变化的情况。6 月核心 CPI 跌至 0.9%，为 2013 年以来最低值。今年疫情以来由于复工复产政策的推进，生产领域恢复较快；但消费领域受制于居民收入增速不足以及部分行业仍存在疫情管制，恢复明显较生产领域慢，典型的比如餐饮、旅游、线下文娱等行业，因此经济存在明显供过于求的状态。从 CPI 环比分项也可以看出：6 月交通和通信、教育文化和娱乐价格均下降 0.3%，衣着、居住价格均下降 0.2%，生活用品及服务价格下降 0.1%。

图 11：核心 CPI 跌破 1%关口



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：政策宽松还不到退出的时候

当前中国经济存在供过于求的状态。从核心 CPI、CPI 非食品分项可以看出，当前我国消费端恢复速度明显滞后于生产端恢复速度。我国复工复产已基本完成，但消费端受制于居民增速缓慢、疫情管控和消费信心不足等因素，恢复仍较为滞后，未来来看一方面是可以考虑放松对一些消费行业的疫情管控，比如影视等行业；另一方面仍需保留一定的宽松政策。

财政政策有发力空间。根据相关要求，1 万亿特别国债要在 7 月底之前发行完毕，其中 7000 亿可用作项目资本金，理论上最大可带动 35000 亿基建投资。叠加专项债大量发行，三季度我国基建投资增速有望得到保证。

结构性货币政策仍有保持必要。上周央行下调再贷款和再贴现利率 25BP，考虑到第三批再贷款额度 1 万亿元，而这部分资金将作为基础货币流入小微企业、三农领域等薄弱环节，预计可在需求侧产生一定拉动。另一方面 5 月以来央行“退空转”政策已取得一定成效，未来货币政策进一步收紧概率较低，预计保持灵活适度。

风险提示

洪涝灾害超预期，疫情二次爆发、生产端恢复超预期等。

插图目录

图 1：6 月 CPI 同比回升至 2.5%.....2
图 2：6 月 CPI 环比下降 0.1%.....2
图 3：6 月食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因.....3
图 4：猪肉是拉动 CPI 同比上升的主要原因.....3
图 5：6 月食品类环比分项情况.....4
图 6：6 月 CPI 环比分项.....4
图 7：6 月 CPI 食品环比处于历史较高水平.....5
图 8：6 月 CPI 非食品环比处于历史中间较低水平.....5
图 9：6 月 PPI 环比增速转正.....6
图 10：6 月生产资料同比增速有所回升.....6
图 11：核心 CPI 跌破 1%关口.....8

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

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，通过合理判断并得出结论，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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。