

点评报告

2019年6月12日

总需求走弱，CPI同比难破“3”

2019年5月CPI、PPI点评

主要预测

%	18	19E
GDP	6.6	6.4
CPI	2.1	2.3
PPI	3.5	1.2
社会消费品零售	9.3	9.3
工业增加值	6.3	5.8
出口	12.0	4.0
进口	18.9	5.0
固定资产投资	5.5	4.2
M2	8.0	7.0
人民币贷款余额	12.8	11.3
1年期存款利率	1.50	1.50
1年期贷款利率	4.35	4.10
人民币汇率	6.90	6.60

最新数据（5月）

工业	
城镇投资	
零售额	
CPI	2.7
PPI	0.6

资料来源：CEIC、招商证券

谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

林澍

86-755-83734406
linshu@cmschina.com.cn
S1090518110002

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

高明

gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn
S1090519010001

事件：

2019年6月12日，国家统计局发布2019年5月份宏观经济运行数据。全国居民消费价格总水平同比上涨2.7%，环比0%；全国工业生产者出厂价格同比0.6%，环比0.2%；工业生产者购进价格同比0.2%，环比0%。

核心观点：

1、5月CPI同比抬升0.2个百分点至2.7%符合市场一致预期，但小幅低于我们此前的预测值，食品项特别是猪肉的涨价幅度低于我们的预期，鲜果项是本月CPI同比上涨的主要动力。核心CPI环比0%，同比进一步下降0.1个百分点至1.6%，一定程度上佐证当前的CPI通胀压力主要源于供给冲击。CPI环比0增长。食品价格环比由负转正上涨0.2%，其中鲜果价格环比上涨10.1%，单项拉动CPI环比上涨0.2%，去年部分水果减产导致今年库存不足，叠加“厄尔尼诺”的影响导致今年极端天气事件增多，预计6月水果涨价势头将明显减缓。猪价环比下跌0.3%，统计局解释是天气变热导致需求下降所致，但高频数据监测5月价格环比仍涨，6月以来猪价温和上行，可能将接替鲜果项支撑CPI抬升，但可能将继续受到猪肉项权重调降的抑制。非食品价格环比0增长，节后出行需求下降与成品油价格调升形成对冲。

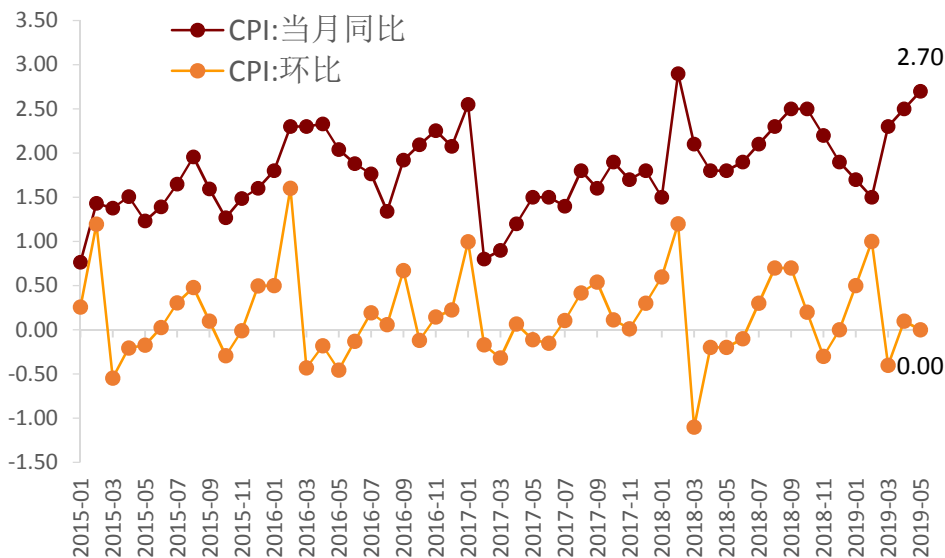
2、5月PPI同比增速回落0.3个百分点至0.6%，其中翘尾因素约贡献0.6%，新涨价因素为0，PPI环比涨幅收缩0.1个百分点至0.2%。生产资料价格环比上涨0.2%，采掘工业价格环比上涨1.9%涨幅扩大1.1个百分点，原材料工业与加工工业价格环比分别下降至0.2%、0%。生活资料价格环比抬升0.1%有所回落。分行业来看，5月环比涨幅靠前的行业依然是石化与黑色产业链，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、石油加工业分别环比涨价4.2%、2.2%、1.8%，此外烟草制品业环比涨幅回落至0.2%。

3、预计6月CPI同比可能将进一步小幅抬升，猪肉项可能接力鲜果项支撑CPI同比走势，我们依然坚持CPI同比难以破“3”的温和通胀的观点，此外从核心通胀数据来看仍趋于下行，以及后续中美贸易摩擦的不确定性，总需求层面并不支持通胀大幅上涨。预计PPI同比将进一步回落，并于9、10月份创下新低，6月翘尾因素将进一步下降约0.3个百分点，基数效应的变化仍是后续PPI走势的重要影响因素。

一、CPI 同比抬升至 2.7%符合市场一致预期

5 月 CPI 同比抬升 0.2 个百分点至 2.7%符合市场一致预期，但小幅低于我们此前的预测值，食品项特别是猪肉的涨价幅度低于我们的预期，鲜果项是本月 CPI 同比上涨的主要动力。

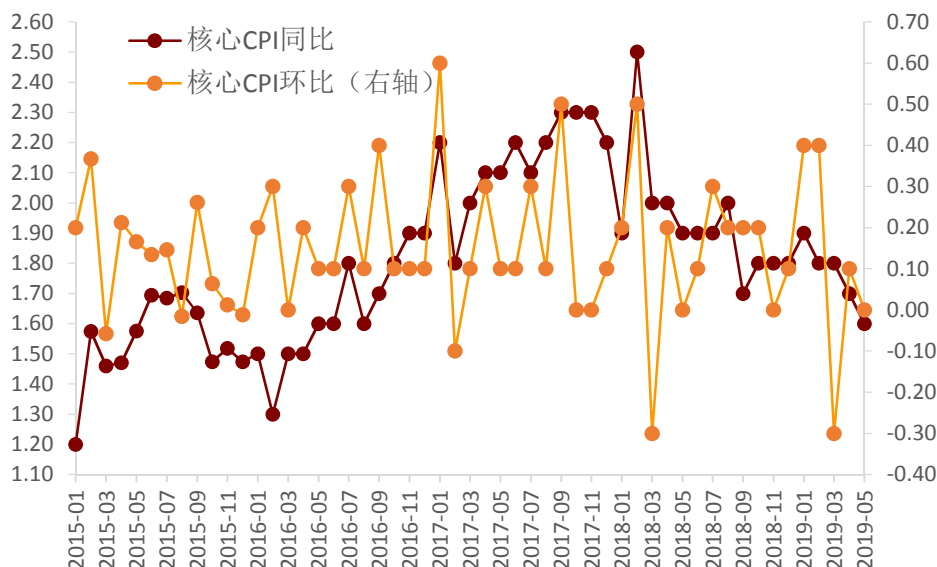
图 1: CPI 同比与环比走势 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

核心 CPI 环比 0%，同比进一步下降 0.1 个百分点至 1.6%，一定程度上佐证当前的 CPI 通胀压力主要源于供给冲击。

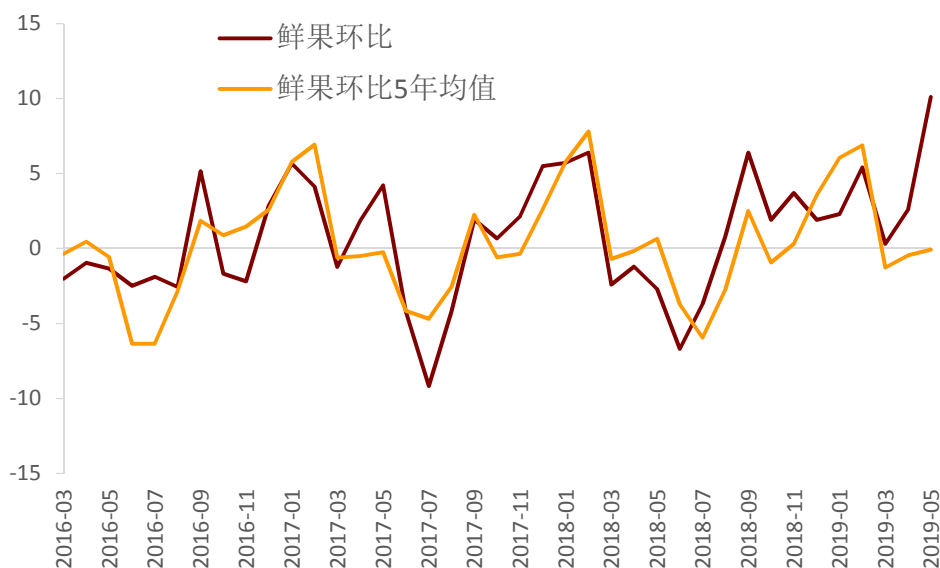
图 2: 核心 CPI (%)



资料来源: Wind, 招商证券

CPI 环比 0 增长。食品价格环比由负转正上涨 0.2%，其中鲜果价格环比上涨 10.1%，单项拉动 CPI 环比上涨 0.2%，去年部分水果减产导致今年库存不足，叠加“厄尔尼诺”的影响导致今年极端天气事件增多，预计 6 月水果涨价势头将明显减缓。

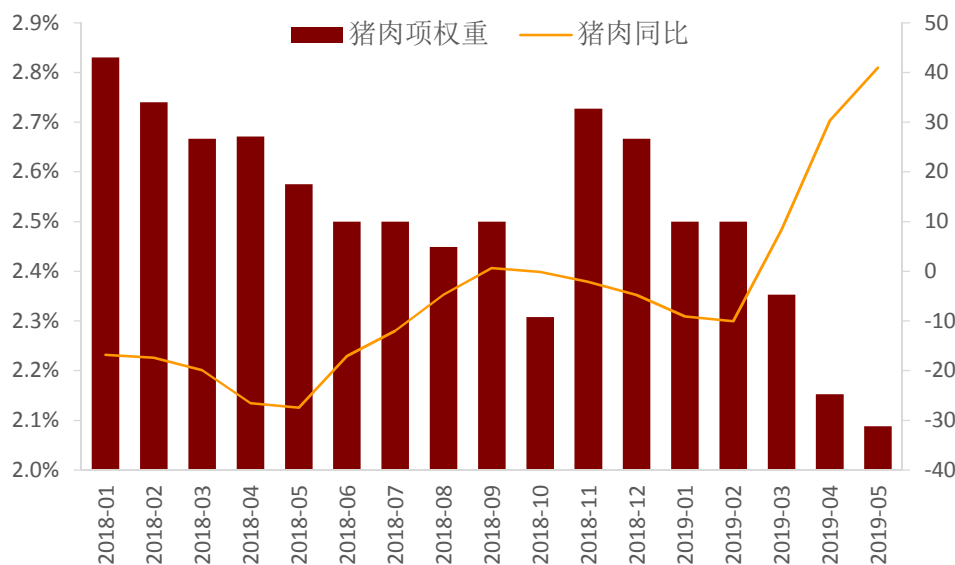
图3：鲜果价格走势（%）



资料来源：Wind，招商证券

猪价环比下跌 0.3%，统计局解释是天气变热导致需求下降所致，但高频数据监测 5 月价格环比仍涨，6 月以来猪价温和上行，可能将接替鲜果项支撑 CPI 抬升，但可能将继续受到猪肉项权重调降的抑制。

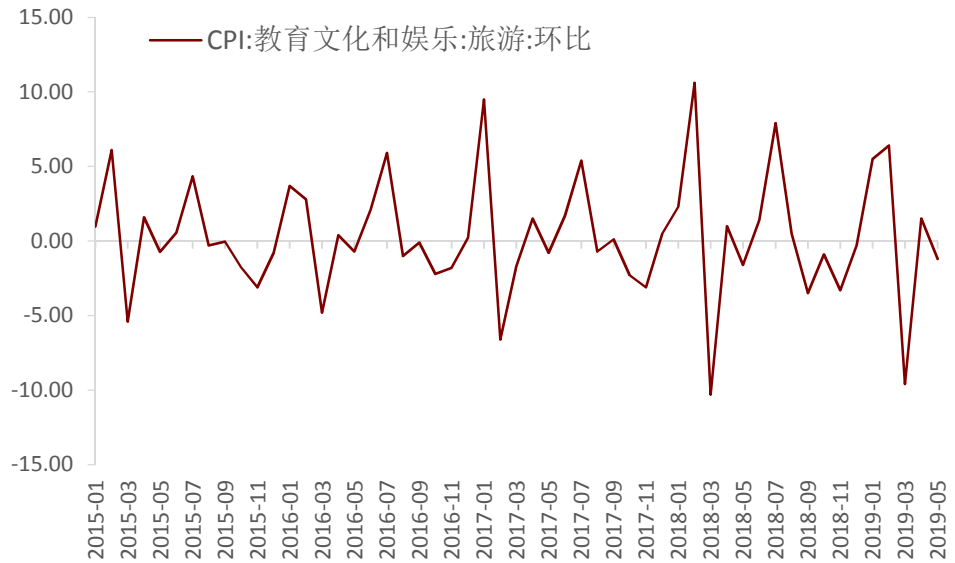
图4：猪价同比与猪肉权重的“此消彼长”



资料来源：Wind，招商证券

非食品价格环比 0 增长，节后出行需求下降与成品油价格调升形成对冲。

图 5：出行需求回落 (%)

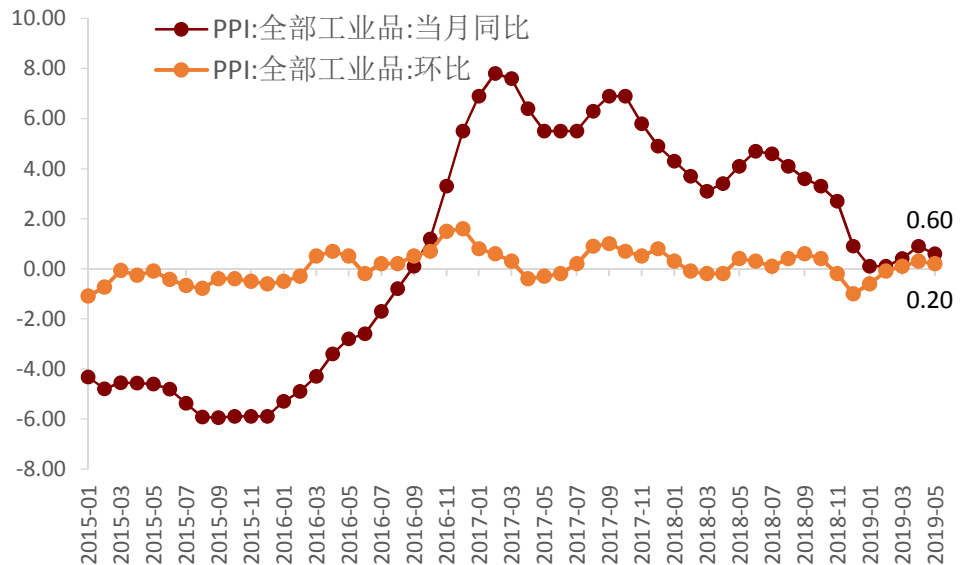


资料来源：Wind，招商证券

二、 PPI 同比 0.6%符合市场一致预期

5 月 PPI 同比增速回落 0.3 个百分点至 0.6%，其中翘尾因素约贡献 0.6%，新涨价因素为 0，PPI 环比涨幅收缩 0.1 个百分点至 0.2%。

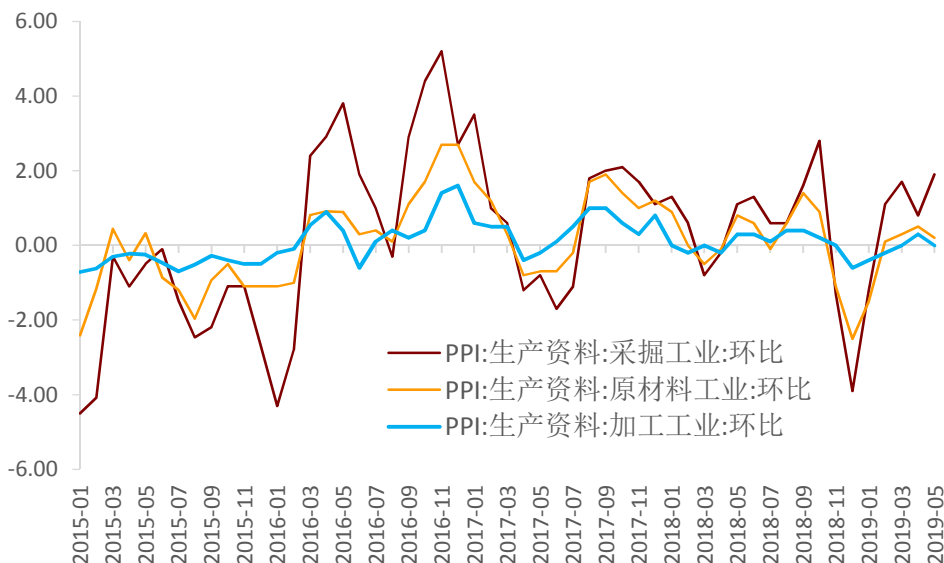
图 6：PPI 同比与环比走势 (%)



资料来源：Wind，招商证券

生产资料价格环比上涨 0.2%，采掘工业价格环比上涨 1.9%涨幅扩大 1.1 个百分点，原材料工业与加工工业价格环比分别下降至 0.2%、0%。生活资料价格环比抬升 0.1%有所回落。

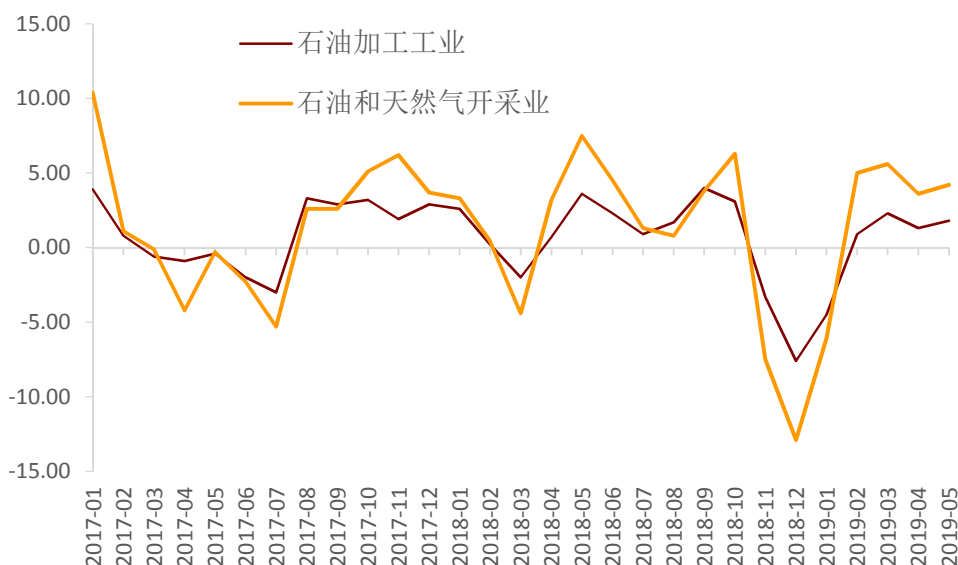
图 7：生产资料上下游情况 (%)



资料来源：Wind，招商证券

分行业来看，5月环比涨幅靠前的行业依然是石化与黑色产业链，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、石油加工业分别环比涨价 4.2%、2.2%、1.8%，此外烟草制品业环比涨幅回落至 0.2%。

图 8：石油产业链涨幅仍靠前 (%)

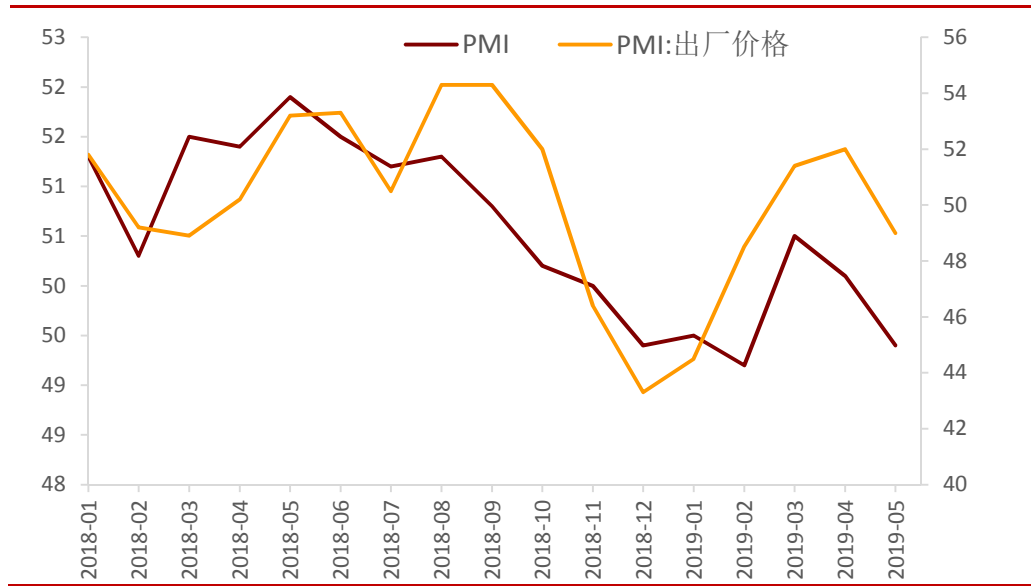


资料来源：Wind，招商证券

三、总需求有所走弱导致 CPI 同比难破“3”

预计 6 月 CPI 同比可能将进一步小幅抬升，猪肉项可能接力鲜果项支撑 CPI 同比走势，我们依然坚持 CPI 同比难以破“3”的温和通胀的观点，此外从核心通胀数据来看仍趋于下行，以及后续中美贸易摩擦的不确定性，总需求层面并不支持通胀大幅上涨。预计 PPI 同比将进一步回落，并于 9、10 月份创下新低，6 月翘尾因素将进一步下降约 0.3 个百分点，基数效应的变化仍是后续 PPI 走势的重要影响因素。

图 9：PMI 趋于下降



资料来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（执行董事），负责宏观经济研究。2013 年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014 年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015 年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016 年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾 10 年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商研究发展中心宏观经济分析师（副总裁），主要从事宏观经济研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

林 澍：中山大学金融学博士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

高 明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 ±5% 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。