

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2019年8月12日

CPI 顶部或已现 PPI 短期仍疲弱

— 7月物价数据点评

内容提要:

7月CPI同比上涨2.8%，预期2.7%，前值2.7%；PPI同比回落0.3%，预期回落0.1%，前值持平。

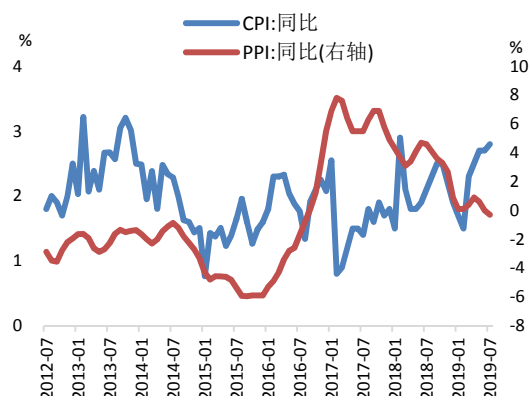
7月CPI略超市场预期。食品价格环比表现继续超季节性，非食品价格有所修复。其中，肉类价格大涨，尤其是猪肉价格；鲜果价格环比回落但同比涨幅仍然较大；蔬菜价格涨幅大体符合季节性规律。综合来看，鲜果、猪肉等价格涨幅较大是拉动7月食品价格同比超预期的重要原因，非食品价格有所反弹但同比涨幅保持稳定。年内猪油共振的可能性不大，7月或是CPI全年高点，8月或回落至2.6%左右或更低，年末虽有反弹，但年内破3压力不大。

PPI弱于市场预期，大宗商品价格表现仍较弱。虽然7月主要国家与经济体中部分制造业PMI有所反弹，但总体仍然偏弱，叠加中国国内需求回落，预计大宗商品价格难有起色。不过，2018年8月同期基数较低，大宗商品跌势或有所放缓。近期环保限产以及国庆70周年对北方工业生产有一定影响，短期价格或受到一定扰动，但决定中长期走势的主要因素在于需求，而目前看无论是汽车还是地产，相关需求均较为疲弱。初步预计8月PPI同比回落0.5%，9-11月同比或持续为负。

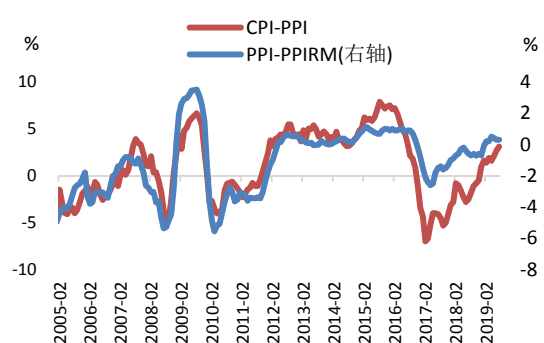
总的来看，7月通胀总体符合预期，CPI年内高点或现，未来趋于回落；PPI则受困于需求增长乏力而持续疲弱。随着全球政策日趋宽松，国内政策空间边际扩大，但在传导机制不畅、杠杆率总体高居不下的情况下，调整仍然需要保持定力，定向精准发力而非大水漫灌。

风险提示:供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，猪肉与原油价格超预期上涨，经济下行压力增大，海外黑天鹅事件等。

CPI与PPI



企业盈利情况



相关报告

1. 《内因外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温和 利润分配转移—2019年通胀形势展望》
3. 《经济下行压力尚存 疏通机制甚于放水—2019年中期国内宏观经济展望》
4. 《通胀符合预期 年内趋于回落—5月物价数据点评》

事件：国家统计局 8 月 9 日公布的数据显示，7 月 CPI 同比上涨 2.8%，预期 2.7%，前值 2.7%；PPI 同比回落 0.3%，预期回落 0.1%，前值持平。

点评：7 月通胀总体符合预期，其中 CPI 略高于预期，PPI 略低于预期。下半年在猪肉价格不发生大幅超预期的情况下，CPI 年内高点已现，未来或趋于回落；PPI 则受困于需求增长乏力而持续疲弱。随着全球政策日趋宽松，国内政策空间边际扩大，但在传导机制不畅、杠杆率总体高居不下的情况下，调整仍然需要保持定力，定向精准发力而非大水漫灌。

1、CPI 略高于预期，除肉、蛋外的食品价格表现较弱

7 月 CPI 略高于市场预期。从环比看，食品类价格持续高于季节性，非食品价格在连续 4 个月弱于季节性后有所恢复。食品中猪肉、鸡蛋价格环比涨幅较高，蔬菜、鲜果等价格环比表现走弱。从同比看，食品价格上涨 9.1%（6 月为 8.3%），鲜果（39.1%）与猪肉（27.0%）涨幅较大；非食品价格上涨 1.3%（6 月为 1.4%）。在 2.8% 的同比涨幅中，翘尾因素和新涨价因素分别为 1.2 和 1.6 个百分点，后者较前值扩大 0.4 个百分点。

统计局公布的数据还显示，7 月食品价格上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点。其中，鲜菜价格上涨 2.6%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；猪肉价格上涨 7.8%，影响 CPI 上涨约 0.20 个百分点；鸡蛋价格上涨 5.0%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜果价格下降 6.2%，影响 CPI 下降约 0.14 个百分点。

食品价格环比表现继续超季节性。食品价格持续超季节性上涨，是推动上半年 CPI 上升的主要原因。7 月食品价格环比上涨 0.9%，大幅强于 2011-2018 年均值（0.2%）。

肉类价格大涨，尤其是猪肉价格。其中，7 月猪肉价格环比上涨 7.8%，大幅强于 2011-2018 年均值（2.5%），较 6 月扩大，同比上涨 27.0%，较 6 月扩大 5.9 个百分点，拉动 CPI 0.6 个百分点左右；肉禽及其制品环比上涨 4.9%，同比上涨 18.2%。8 月第 1 周猪肉价格再度大幅上冲，22 个省市猪肉价格环比上涨 6.3% 至 29.17 元/公斤，为 2016 年 6 月中旬以来最高。目前非洲猪瘟对猪肉供给的影响还在持续，有效疫苗短期内还难以上市，8 月淡季过去后进入 9 月旺季，猪肉价格上涨之势或将延续。不过，2018 年 7-11 月基数逐步走高（同比跌幅趋于收敛），一定程度上抵消当前同比涨幅，叠加统计局公布的猪肉价格涨幅持续低于其他渠道（农业部、中国畜牧业信息网等）以及猪肉在 CPI 中的权重已经从前些年的超过 3% 下调至 2.1% 左右，猪肉价格也难以额外大幅拉动 CPI。即使

按农业部预计猪肉价格最多同比上涨 70-80% (统计局目前公布数据仅为农业部的 0.7 倍左右) 来推算, 未来猪肉单项最多额外拉动 CPI 不到 0.5 个百分点, 加上非食品价格增长乏力, 猪、油价格共振难现, CPI 总体维持在 3% 左右没有太大问题。

表 1: 不同统计渠道猪肉价格同比涨幅 (单位: %)

时间	统计局 (全国)	农业部 (全国)	中国畜牧业信息网 (22 个省市)
1 月	-3.2	-11.7	-14.9
2 月	-4.8	-8.0	-6.9
3 月	5.1	12.1	23.3
4 月	14.4	23.7	37.2
5 月	18.2	26.9	30.7
6 月	21.1	32.8	42.8
7 月	27.0	37.8	44.1

资料来源: Wind, 国开证券研究部

鲜果价格环比回落但同比涨幅仍然较大。鲜果价格环比回落 6.2%, 小幅弱于 2011-2018 年均值 (下跌 5.8%); 同比上涨 39.1%, 较 6 月收窄 3.6 个百分点。随着应季水果逐步上市, 鲜果价格将向常态回归。

蔬菜价格涨幅大体符合季节性规律。6 月蔬菜价格环比上涨 2.6%, 强于 2011-2018 年均值 (上涨 1.5%), 但若剔除 2015 年异常值 (下跌 9.2%), 则小幅弱于此前 7 年均值 (上涨 3.0%); 同比上涨 5.2%, 较 6 月回升 1.0 个百分点。年初以来, 蔬菜价格较为坚挺, 多次超季节性上涨。由于 2018 年 8 月基数偏低, 叠加近期多地降雨偏多甚至出现洪涝灾害, 蔬菜价格同比涨幅或持续向上, 不过 2018 年 9-10 月基数走强, 蔬菜对 CPI 的拉动作用将部分被抵消。

非食品价格环比涨幅偏弱的情况有所改善。上半年非食品价格走势在近 9 年里最弱, 使得 CPI 上行总体上并未超预期。7 月环比上涨 0.3%, 稍强于 2011-2018 年均值 (上涨 0.2%)。分项数据 6 涨 1 降, 其中教育文化和娱乐、其他用品和服务、医疗保健价格分别上涨 1.3%、0.9% 和 0.2%, 居住、生活用品及服务、交通和通信价格均上涨 0.1%; 衣着价格下降 0.4%。暑期出行增加, 飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别上涨 19.3%、8.6% 和 2.2%, 合计影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点。受成品油调价影响, 汽油和柴油价格分别下降 1.9% 和 2.0%, 合计影响 CPI 下降约 0.04 个百分点。

核心 CPI 低位稳定。7 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 1.6%，与 6 月持平；环比增长 0.4%，强于 2013-2018 年均值（0.24%）。

综上，鲜果、猪肉等价格涨幅较大是拉动 7 月食品价格同比超预期的主要原因，非食品价格有所反弹但同比涨幅保持稳定。年内猪油共振的可能性不大，7 月或是 CPI 全年高点，8 月或回落至 2.6% 左右或更低，年末虽有反弹，但年内破 3 压力不大。

2、PPI 持续疲弱

PPI 弱于市场预期。7 月 PPI 环比回落 0.2%，与 2011-2018 年均值一致；同比回落 0.3%，稍弱于市场预期（回落 0.1%），较 2018 年同期涨幅回落 4.9 个百分点。PPIRM 环比回落 0.2%，同比回落 0.6%，后者为近 34 个月新低。在 -0.3% 的同比涨幅中，翘尾因素约为 0.2 个百分点，新涨价因素约为 -0.5 个百分点，后者较前值下降 0.2 个百分点。

统计局的数据还显示，7 月生产资料价格下降 0.7%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点；生活资料价格上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。在主要行业中，黑色金属矿采选业涨幅（23.7%）较大，较 6 月扩大 5.2 个百分点；石油和天然气开采业降幅（-8.3%）较大，较 6 月扩大 6.5 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 5.1%；化学原料和化学制品制造业下降 4.0%。

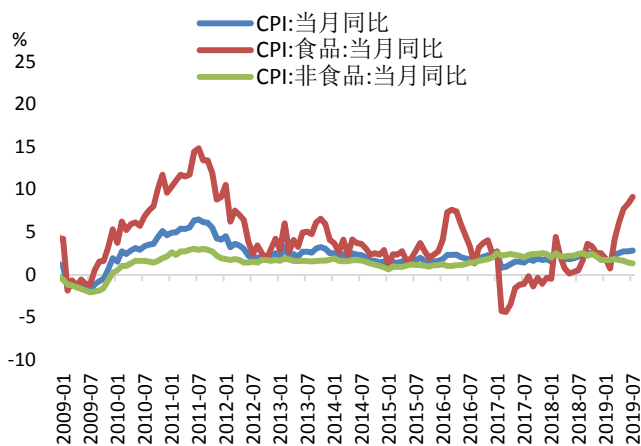
大宗商品价格表现仍较弱。7 月 CRB 指数均值同比回落 7.5%；LME 基本金属指数均值同比回落 7.0%；Brent 原油价格均值同比回落 14.3%。虽然 7 月主要国家与经济体中有部分制造业 PMI 有所反弹，但总体仍然偏弱，叠加中国国内需求回落，预计大宗商品价格难有起色。不过，2018 年 8 月同期基数较低，大宗商品跌势或有所放缓。

从中观高频数据看，7 月 6 大发电集团日均耗煤量环比增长 6.6%，同比下降 13.9%，后者较 6 月降幅（回落 10.1%）有所扩大；8 月上旬同比进一步收窄至下降 9.9%，短期工业生产有边际改善迹象，但总体并没有明显回暖。此外，近期环保限产以及国庆 70 周年对北方工业生产有一定影响，短期价格或受到一定扰动，但决定中长期走势的主要因素在于需求，而目前看无论是汽车还是地产，相关需求均较为疲弱。

综上，初步预计 8 月 PPI 同比回落 0.5%，9-11 月同比或持续为负。

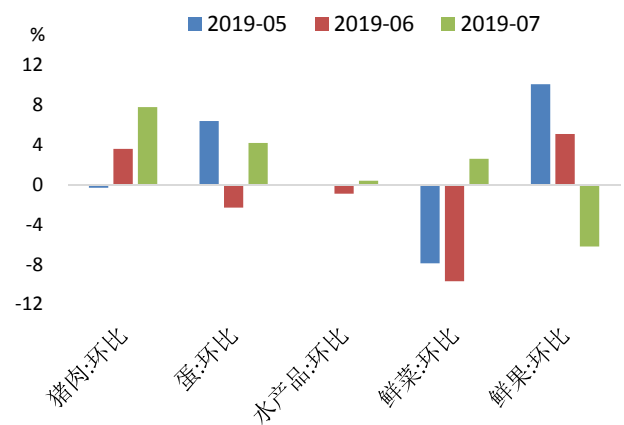
风险提示：供给侧改革调整力度加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，猪肉与原油价格超预期上涨，经济下行压力增大，海外黑天鹅事件等。

图 1: 7 月 CPI 略超预期



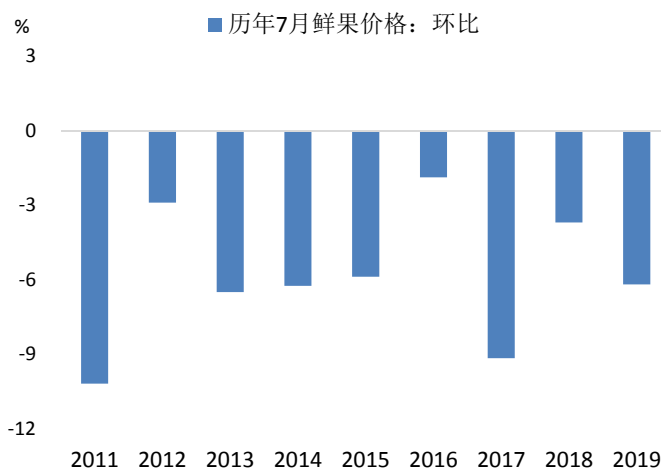
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 2: 7 月食品价格以涨为主



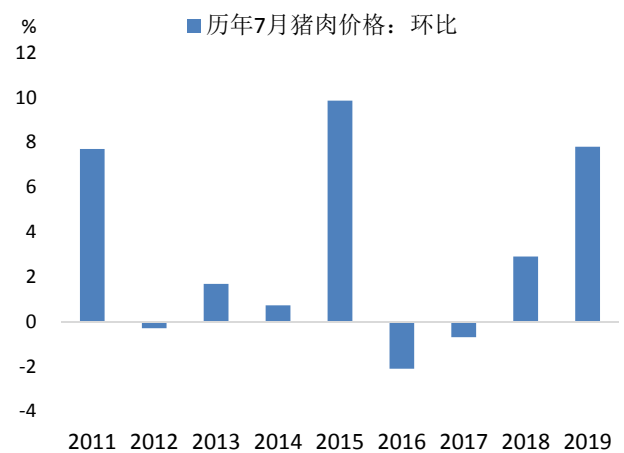
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 3: 7 月鲜果价格下跌



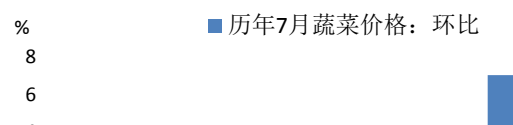
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 4: 7 月猪肉价格超季节性上涨



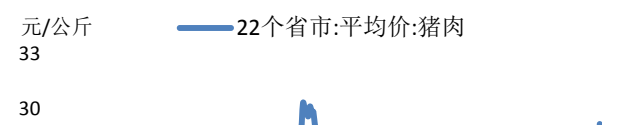
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 5: 7 月蔬菜价格涨幅大体与历史均值一致



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 6: 8 月初 22 个省市猪肉均价再度上冲



资料来源: Wind, 国开证券研究部

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_10766

