

宏观点评

CPI 和 PPI 继续分化，下半年通胀整体趋回落——兼评 7 月通胀

事件：中国 7 月 CPI 同比上涨 2.8%（预期 2.7%，前值 2.7%）；PPI 同比上涨-0.3%（预期-0.1%，前值 0.0%）。

核心结论：

1.7 月 CPI 上涨主因食品价格上涨和翘尾效应，预计三季度整体回落，四季度再度小升。除非油价超预期上涨，否则年内难“破 3”。

- 7 月 CPI 同比上涨 2.8%，涨幅较上月扩大 0.1 个百分点，其中食品价格影响 CPI 约 1.74 个百分点，鲜果和猪肉（合计影响 1.22 个百分点）仍是主要因素，同时 7 月鲜菜价格上涨也成为助攻。分项看，1）受极端天气拖累库存、产量和运输影响，鲜果价格涨幅连续 4 个月维持高位；随着时令水果大量上市，鲜果价格环比已经开始下降，预计后续同比涨幅将受限。2）猪价方面，受非洲猪瘟疫情影响，猪肉供应偏紧推高 7 月猪价；随着生猪、能繁母猪存栏快速去化对今年下半年生猪供应的拖累逐步显现，后续猪价可能继续出现较大幅度的上涨，将成为拉动下半年 CPI 上涨的最主要因素。3）夏天高温多雨天气影响鲜菜生产和运输，导致 7 月鲜菜环比上涨 2.6%，同比上涨 5.2%，预计难以持续。同时，受成品油调价影响，7 月交通燃料价格同比下降 9%，带动非食品分项同比增幅继续收窄 0.1 个百分点至 1.3%。
- 下半年 CPI：年内高点大概率已现，随着鲜果价格环比涨幅回落，叠加翘尾因素影响，预计 8-9 月 CPI 同比在 2.5% 以下，四季度再度小升。全球需求回落下油价易跌难涨，除非油价超预期上涨，否则年内 CPI 难“破 3”（需警惕猪瘟和贸易摩擦升温抑平 CPI 回落幅度）。
- 综合考虑下半年通胀缓解、近年来我国货币政策主要目标为支撑经济增长和居民财富中存款占比较高，倾向于认为通胀难制约货币宽松。

2.7 月 PPI 同比转负，主因生产资料拖累和翘尾因素，特别是国际油价下跌的影响。预计下半年 PPI 趋落，但在内需和成本刚性支撑下跌幅受限。

- 7 月 PPI 增速为负主受生产资料拖累，特别是油价下跌影响下石化产业链降价明显。7 月 PPI 同比上涨-0.3%，较 6 月回落 0.3 个百分点。分项看，除一般日用品同比涨幅扩大，其余各项涨幅均缩窄，其中上游采掘业和原材料同比增幅大幅回落 1.3 和 0.8 个百分点至 3.2% 和 -2.9%。分析原因，在国际油价下跌情况下，石化产业链降价明显。此外，煤炭开采和洗选业、纺织业、TMT 制造业、燃气、电力、热力的生产和供应业等分项 PPI 同比降幅扩大或涨幅缩窄。但是与房地产、基建较为相关的黑色、有色等分项降幅收窄，说明房地产基建在一定程度上抑平 PPI 降幅。
- 下半年 PPI：综合考虑翘尾因素和融资收紧等拖累房地产投资，预计下半年 PPI 趋落，三季度末迎来最大跌幅，四季度末再度小升。PPI-PIRM 同比缺口连续三个月回落或持平前值，企业毛利压力增大。
- 综合考虑内需方面基建对冲的支撑和 2015 年供给侧改革以来上游行业的成本刚性，我们认为 2019 年下半年 PPI 下行幅度有限。

风险提示：国内猪价快速大幅走高；油价超预期上涨；中美贸易摩擦加剧。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

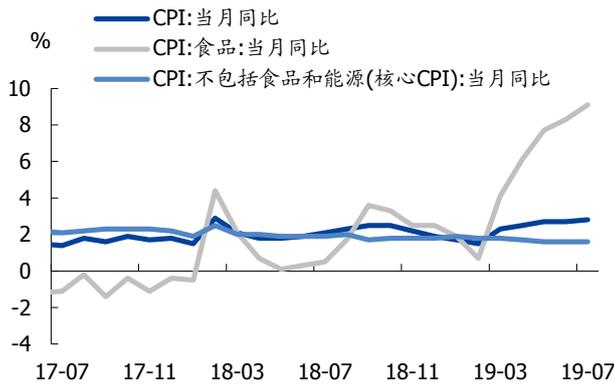
邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 《通胀尚难制约货币政策，PPI 趋下行但有底——兼评 6 月通胀》2019-07-10
- 《CPI 进入上行通道，PPI 年内高点大概率已现——兼评 4 月通胀》2019-05-09
- 《“五一”宏观 8 看点》2019-05-05
- 《4 月 PMI 再弱的四个信号》2019-04-30
- 《从 PPI 上行可能性看库存周期演化路径——兼评 Q1 工业企业利润》2019-04-28
- 《3 月通胀如期反弹，全年有惊无险——兼看减税是否拉低通胀？》2019-04-12

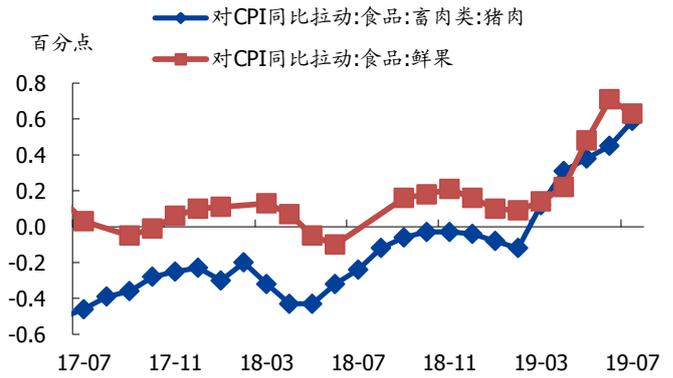


图表1: 7月CPI食品项大幅上涨, 核心通胀持平



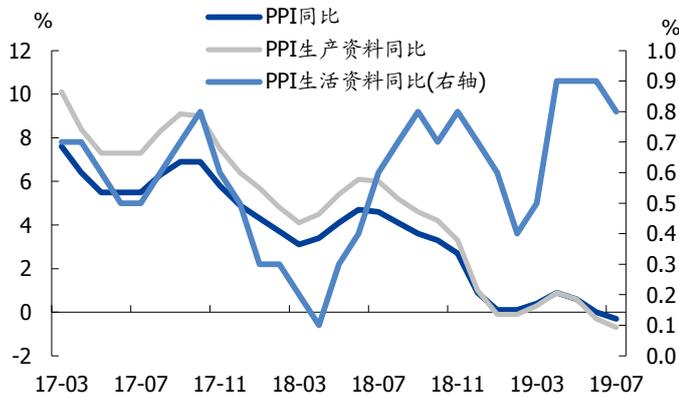
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 猪肉鲜果对食品项拉升作用显著



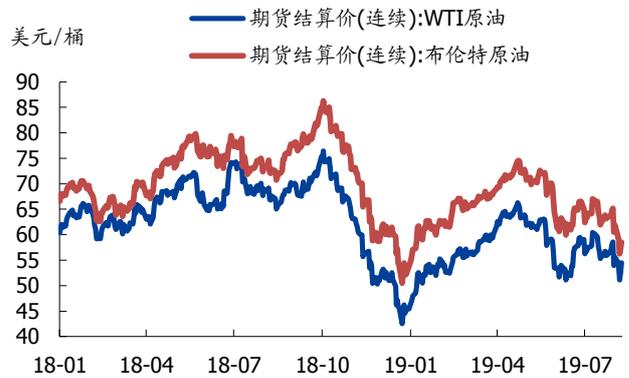
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 7月PPI同比全面下行



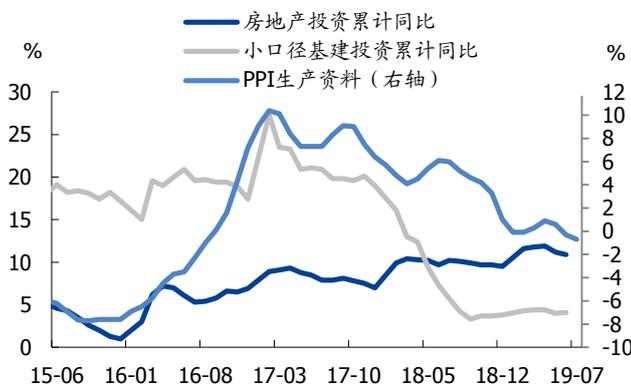
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 7月国际油价继续下滑



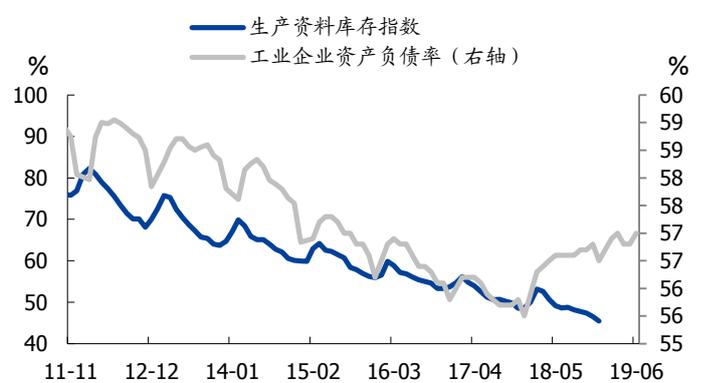
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: PPI生产资料与基建投资增速相关度较高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 2018年之后杠杆率和库存走势发生背离



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_10774

