

通胀无忧，通缩不虑，下半年 CPI 和 PPI 同向运行

7 月通胀点评

核心内容：

1、7 月份 CPI 快速走高，核心 CPI 平稳

7 月份全国居民消费价格同比上行 2.8%，环比上行 0.4%；其中食品价格上行 0.9%，非食品价格上行 0.3%。7 月 CPI 环比上行，食品和非食品同时上涨：（1）食品方面除水果外，基本农产品全部上行。蔬菜价格上行 2.6%，7 月正值天气炎热，南方大范围持续强降雨，蔬菜生长受限，7 月份开始蔬菜进入伏缺淡季，同时天气炎热运输成本增加，蔬菜价格在 7、8 月份进入上涨季。夏季同时是鸡蛋产量低点，鸡蛋价格上行 4.2%。猪肉价格仍在猪周期中，消费淡季并不能阻止猪肉价格上行。水果价格有所回落，但无法抵消蔬菜和猪肉价格的上行，7 月份食品价格普涨；（2）旅游价格大幅上行 7.5%，其他用品服务上行 0.9%，这与暑期到来旅游进入小旺季有关，旅游旺季带来的价格上行会在之后回落；（3）车用燃料价格下行，国际燃油价格回落，带动我国能源价格回落。

7 月份 CPI 的上行有季节性原因，如蔬菜、鸡蛋价格的走高，旅游旺季到来，同时叠加猪周期，使得本年度 7 月份 CPI 环比上行高于历史平均水平。历史上夏季高点通常在 7、8 月份到来，本年度由于天气原因，蔬菜价格在 7 月份提早上行，使得食品价格环比涨幅略高。核心 CPI 同比增速与上月持平，7 月份核心 CPI 同比增速 1.6%，低于 2017 和 2018 年的水平，食品和能源的价格直接拉动了本年度 CPI 水平。

2、8 月份 CPI 翘尾同比回落

8 月份 CPI 翘尾影响约为 2.1%，8 月份预计油价保持震荡，原油价格仍然面临着需求疲软和地缘政治因素的影响，油价可能会因为短时原因波动。初步预计非食品价格对 CPI 的拉动较弱。食品方面，8 月份前 10 天，蔬菜价格继续上行，蔬菜伏缺并未结束，但水果和鸡蛋价格回落。8 月份猪肉价格继续回升，预计 8 月份 CPI 约为 2.3% 左右。

3、3 季度 PPI 大幅走低，翘尾是主要原因

7 月份原油并未大幅回升，仍然保持震荡态势，对于猪油共振的预期并未改变。历次 CPI 走高都是由于猪肉和原油配合而来，猪肉和原油价格走势相反时，持续的 CPI 上行不可期。预计 2019 年 CPI 涨幅在 2.3% 左右，3 季度 CPI 回落，9、10 月份是低点，4 季度走高，CPI 高点在 2020 年春节到来，但短暂冲击后重新走低。

本年度 3 季度 CPI 随之下滑，主要是翘尾起伏较大。而中美贸易摩擦处于升级状态，国内经济指标下滑，央行保持定力，随着 3 季度 CPI 的回落，对货币政策的压制减弱。

4、PPI 下半年跌入负值

7 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比-0.3%，环比下行 0.2%。1~7 月份，工业生产者出厂价格同比上行 0.2%。PPI 水平低于 2017 年和 2018 年，这是供给侧改革结束后，工业品价格涨幅的自然回落。而 PPI 翘尾水平仍在低位，PPI 环比的小幅变动带动同比跌入负值。

从分类上来看，生产资料价格下跌，采掘工业出厂价格下行 0.7%，原材料价格下跌 0.8%，这与原材料价格下行分不开。7 月发改委再次下调全国汽油和柴油的出厂价，同时煤炭价格回落，带动石油和煤炭开采业以及化工行业出厂价格的下行。7 月铁矿石和螺纹钢价格上涨，黑色采矿和黑色延压的出厂价格走高。由于价格涨跌相互抵消，PPI 出厂价格出现小幅下跌，变动幅度不大。8 月份开始，原油价格震荡下行，布伦特原油和 WTI 原油分别下行 1.86% 和 5.13%，铁矿石价格在 8 月份前 9 天下行 8.3%，螺纹钢价格也跌破了 4000 元/吨。房地产投资增速已经开始回落，基建平稳的情况下，钢材价格上行难度加大，高价格的铁矿石和焦煤焦炭就没有基础。PPI 未来运行主要看原油价格变动。

PPI 翘尾在逐步回落，如果没有连续的价格上行，PPI 会在今年下半年持续走低，我们认为 4 季度 PPI 到达地点。8 月份预计 PPI 仍然负增长，2019 年 PPI 可能在 -0.3% 左右。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

一、7 月份 CPI 快速回升，核心 CPI 平稳

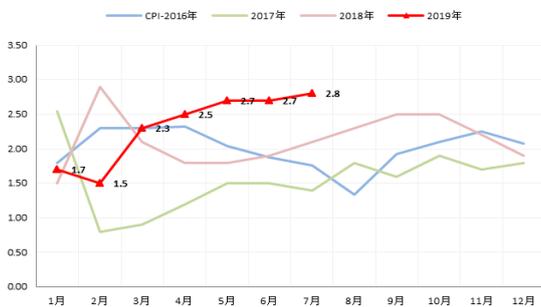
7 月份全国居民消费价格同比上行 2.8%，环比上行 0.4%；其中食品价格上行 0.9%，非食品价格上行 0.3%。

7 月 CPI 环比上行，食品和非食品同时上涨：（1）食品方面除水果外，基本农产品全部上行。蔬菜价格上行 2.6%，7 月正值天气炎热，南方大范围持续强降雨，蔬菜生长受限，7 月份开始蔬菜进入伏缺淡季，同时天气炎热运输成本增加，蔬菜价格在 7、8 月份进入上涨季。夏季同时是鸡蛋产量低点，鸡蛋价格上行 4.2%。猪肉价格仍然在猪周期中，消费淡季并不能阻止猪肉价格上行。水果价格有所回落，但无法抵消蔬菜和猪肉价格的上行，7 月份食品价格普涨；（2）旅游价格大幅上行 7.5%，其他用品服务上行 0.9%，这与暑期到来旅游进入小旺季有关，旅游旺季带来的价格上行会在之后回落；（3）车用燃料价格下行，国际燃油价格回落，带动我国能源价格回落。

7 月份 CPI 的上行有季节性原因，如蔬菜、鸡蛋价格的走高，旅游旺季到来，同时叠加猪周期，使得本年度 7 月份 CPI 环比上行高于历史平均水平。历史上夏季高点通常在 7、8 月份到来，本年度由于天气原因，蔬菜价格在 7 月份提早上行，使得食品价格环比涨幅略高。

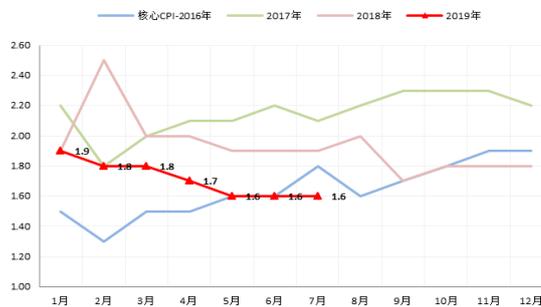
核心 CPI 同比增速与上月持平，7 月份核心 CPI 同比增速 1.6%，低于 2017 和 2018 年的水平，食品和能源的价格直接拉动了本年度 CPI 水平。

图 1: CPI 同比平稳 (%)



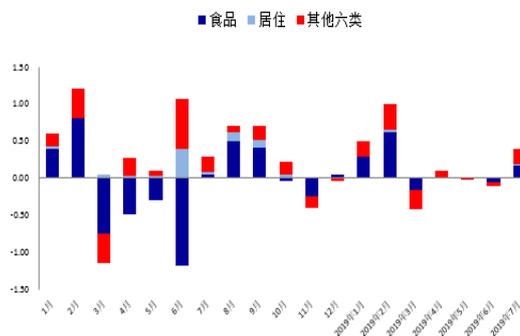
数据来源: Wind 中国银河证券研究院

图 2: 核心 CPI 平稳 (%)



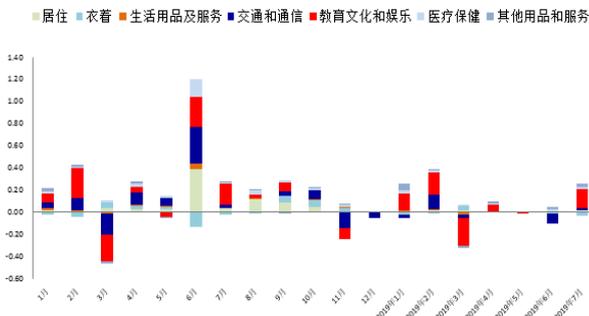
数据来源: Wind 中国银河证券研究院

图 3: 食品和非食品均上行 (%)



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

图 4: 非食品中教育文化涨幅最大 (%)



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

二、8 月份 CPI 靠翘尾同比回落

8 月份 CPI 翘尾影响约为 2.1%，8 月份预计油价保持震荡，原油价格仍然面临着需求疲软和地缘政治因素的影响，油价可能会因为短时原因波动。初步预计非食品价格对 CPI 的拉动较弱。食品方面，8 月份前 10 天，蔬菜价格继续上行，蔬菜伏缺并未结束，但水果和鸡蛋价格回落。8 月份猪肉价格继续回升，预计 8 月份 CPI 约为 2.3% 左右。

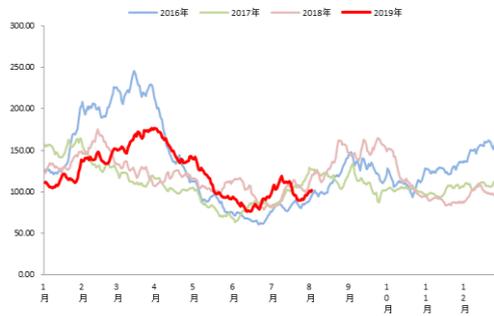
8 月非食品价格变动较为微弱，旅游价格已经在 7 月份上行，8 月份变动较小。8 月份前 8 天原油价格回落，布伦特和 WTI 原油期货价格比 7 月份分别下行 7.92% 和 6.81%。我们预计非食品价格会保持小幅震荡。

图 3: 原油价格 7 月份快速下滑 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 4: 蔬菜价格已经到达底部区域 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

8 月份食品价格中，预计蔬菜价格继续上升，鸡蛋价格平稳，水果价格回落。19 年度，蔬菜价格跌幅较为缓慢，7 月份价格回升较早，8 月高温对蔬菜的生长和运输仍然带来不理影响，蔬菜价格会继续上行。鸡蛋经过 7 月上行后，虽然 8 月仍然在产量收缩期，但期货价格走低，市场供应好于 7 月。

猪肉价格继续保持上行，猪肉价格易涨难跌，猪周期下的猪肉价格涨幅仍然没有结束（参考《猪周期下的 CPI》）。但经过前期的快速上涨，猪肉价格可能会有一轮震荡，而在年末需求的带动下价格走高，8 月份判断猪肉价格小幅上行。

图 5: 猪周期下的猪肉价格 (元/公斤)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

三、CPI 在 3 季度大幅走低，翘尾是主要原因

7 月份原油并未大幅回升，仍然保持震荡态势，对于猪油共振的预期并未改变。历次 CPI 走高都是由于猪肉和原油配合而来，猪肉和原油价格走势相反时，持续的 CPI 上行不可期。预计 2019 年 CPI 涨幅在 2.3% 左右，3 季度 CPI 回落，9、10 月份是低点，4 季度走高，CPI 高点在 2020 年春节到来，但短暂冲击后重新走低。

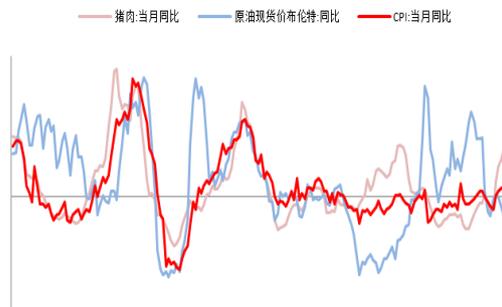
本年度 3 季度 CPI 随之下滑，主要是翘尾起伏较大。而中美贸易摩擦处于升级状态，国内经济指标下滑，央行保持定力，随着 3 季度 CPI 的回落，对货币政策的压制减弱。

图 6: 2019~2020 年 CPI 预期 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 7: 猪肉价格和原油运动相反 (%)



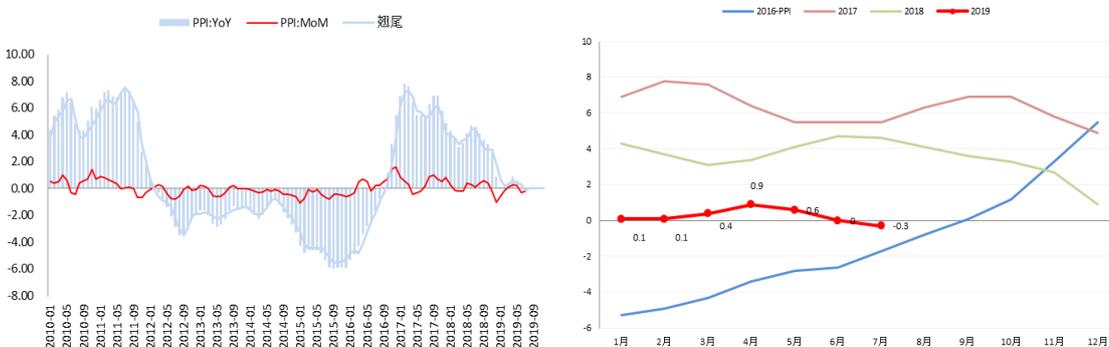
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

四、下半年 PPI 跌入负增长

7 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-0.3%，环比下行 0.2%。1~7 月份，工业生产者出厂价格同比上行 0.2%。

PPI 水平低于 2017 年和 2018 年，这是供给侧改革结束后，工业品价格涨幅的自然回落。而 PPI 翘尾水平仍在低位，PPI 环比的小幅变动带动同比跌入负值。

图 8: 7 月份 PPI 再次下滑 (单位:%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

从分类上来看，生产资料价格下跌，采掘工业出厂价格下行 0.7%，原材料价格下跌 0.8%，这与原材料价格下行分不开。7 月发改委再次下调全国汽油和柴油的出厂价，同时煤炭价格回落，带动石油和煤炭开采业以及化工行业出厂价格的下行。7 月铁矿石和螺纹钢价格上涨，黑色采矿和黑色延压的出厂价格走高。由于价格涨跌相互抵消，PPI 出厂价格出现小幅下跌，变动幅度不大。

图 9: 铁矿石和螺纹钢价格回落 (元/吨)

图 10: 原油价格震荡下行 (美元/桶)



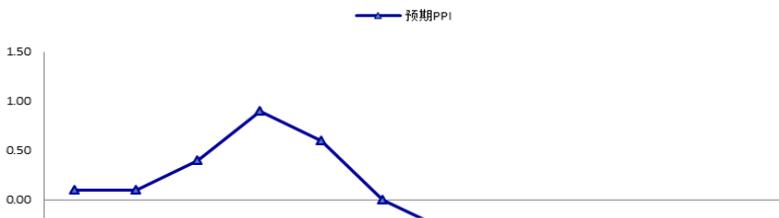
数据来源: WIND 中国银河证券研究院

数据来源: WIND 中国银河证券研究院

8 月份开始，原油价格震荡下行，布伦特原油和 WTI 原油分别下行 1.86% 和 5.13%，铁矿石价格在 8 月份前 9 天下行 8.3%，螺纹钢价格也跌破了 4000 元/吨。房地产投资增速已经开始回落，基建平稳的情况下，钢材价格上行难度加大，高价格的铁矿石和焦煤焦炭就没有基础。PPI 未来运行主要看原油价格变动。

PPI 翘尾在逐步回落，如果没有连续的价格上行，PPI 会在今年下半年持续走低，我们认为 4 季度 PPI 到达地点。8 月份预计 PPI 仍然负增长，2019 年 PPI 可能在 -0.3% 左右。

图 11: PPI 预期 (%)



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_10818



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>