

## PPI 同比转负，物价下行压力加大

数据：7月CPI当月同比2.8%（前值2.7%），环比0.4%（前值-0.1%）；  
7月PPI当月同比-0.3%（前值0.0%），环比-0.2%（前值-0.3%）。

- **7月CPI当月同比上升，主要原因在于猪肉价格涨幅超季节性以及蔬菜价格季节性上涨。**7月猪肉价格较6月环比超季节性上升，非洲猪瘟导致生猪养殖加速去产能，猪肉价格持续上升；同时，蔬菜价格季节性上涨；两者共同对CPI形成支撑。尽管7月水果逐渐进入收获季，供给有所增加，导致价格季节性下跌；叠加交通工具用燃料价格小幅下滑，对CPI形成负向贡献；但并不能对冲猪肉和蔬菜对CPI的正向影响。从环比来看，食品类中，蔬菜（2.6%）价格环比转正，猪肉（7.8%）价格涨幅扩大，水产品（0.4%）价格环比转正，蛋类（4.2%）价格转为上涨，水果（-6.2%）价格转为下跌；非食品类中，衣着（-0.4%）价格跌幅扩大，医疗保健（0.2%）价格涨幅收窄，教育与娱乐（1.3%）价格环比继续上升，交通工具用燃料（-1.9%）跌幅收窄。
- **7月PPI当月同比转负，主要原因在于全球需求走弱背景下，煤炭、水泥等工业品价格下跌，原油、钢铁价格虽小幅上涨但仍处于低位，且去年同期整体基数较高。**7月全球PMI收缩加剧，表明需求进一步走弱拖累主要工业品价格，叠加去年同期基数偏高导致当月同比转负。从环比来看，煤炭开采和洗选业（-1.5%）跌幅扩大，石油、煤炭及其他燃料加工业（-2.4%）跌幅扩大，化学原料及化学制品制造业（-0.5%）价格跌幅收窄，非金属矿物制品业（-0.3%）价格跌幅收窄，黑色金属冶炼及压延加工业（0.6%）价格转为上涨，有色金属冶炼及压延加工业（0.1%）价格转为上涨。
- **展望8月，CPI当月同比有所下滑，PPI当月同比跌幅扩大。**从CPI分项来看，8月以来蔬菜、水果以及交通工具用燃料价格均值下跌，猪肉价格小幅上涨，CPI环比可能为正，但由于去年基数较高，CPI当月同比有所下滑。从PPI分项来看，8月以来煤炭、原油、钢铁、水泥价格持续下跌，预计PPI当月同比跌幅可能扩大。
- **未来看，物价下行压力加大。猪价依然支撑CPI高位震荡，但受基数影响，3季度或将有所下滑，核心CPI依然维持低位。PPI随着全球需求下滑以及基数抬升，跌幅或将扩大。物价下行压力加大，货币政策空间打开。**CPI方面，我们预计下半年猪价上涨仍将支撑CPI当月同比维持高位，而水果随供给增多价格仍将季节性回落，蔬菜和交通工具用燃料依然处于下行。值得注意的是，受去年基数较高影响，预计2019年三季度CPI同比出现回落。剔除食品和能源价格的核心CPI同比依然维持低位。PPI方面，全球制造业PMI收缩趋势加剧表明海外需求依然较弱，叠加全球贸易摩擦升温将进一步拖累需求，进而导致国际大宗商品下跌（CRB现货指数持续下跌与此相印证）。从国内需求来看，固定资产投资对PPI影响较大，未来内需较弱、企业资本开支意愿不足仍是PPI下行的主要因素。但随着政策的积极调整，基建、制造业投资对内需的拉动将对PPI形成一定正向支撑。总的来看，内外需下滑仍将拖累PPI，叠加去年基数较高，下半年PPI同比跌幅或将扩大。从整体GDP平减指数来看，物价下行压力显现，货币政策空间打开。货币政策工具可能更多通过结构性的方式来进行，例如，降低7天逆回购利率、MLF、OMO利率等，或者在利率市场化推进背景下通过利率并轨定向降低企业贷款利率等方式。

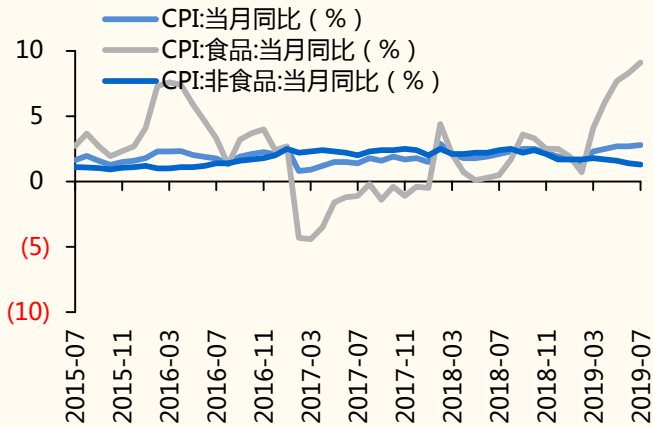
**风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

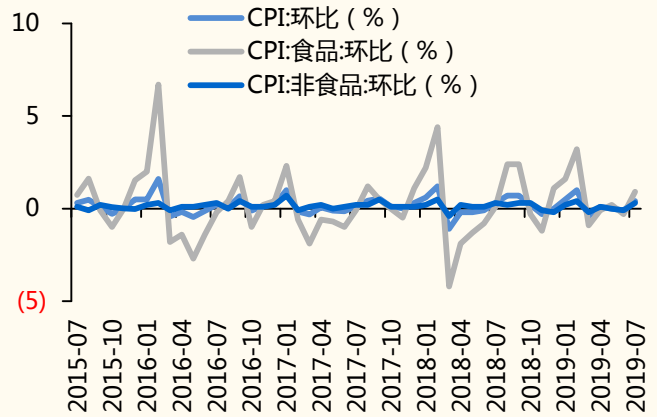
高翔 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1: CPI 当月同比上升



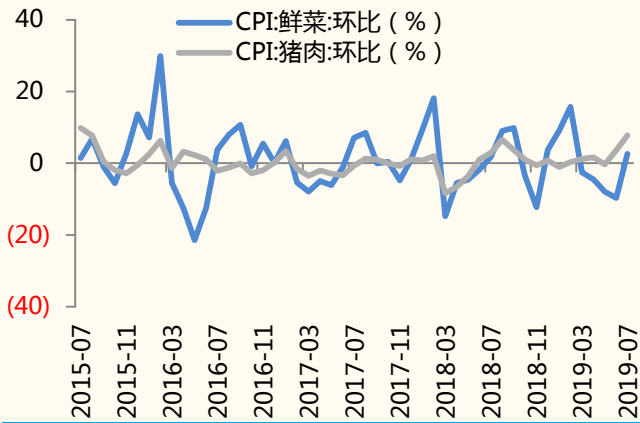
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 2: CPI 环比上升



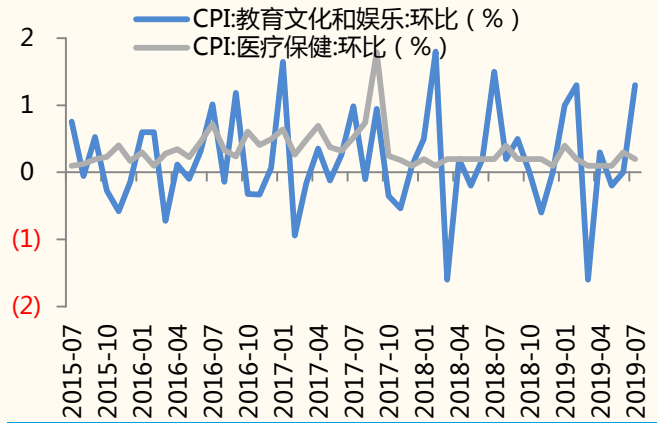
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 3: 猪肉价格上升, 蔬菜价格上升



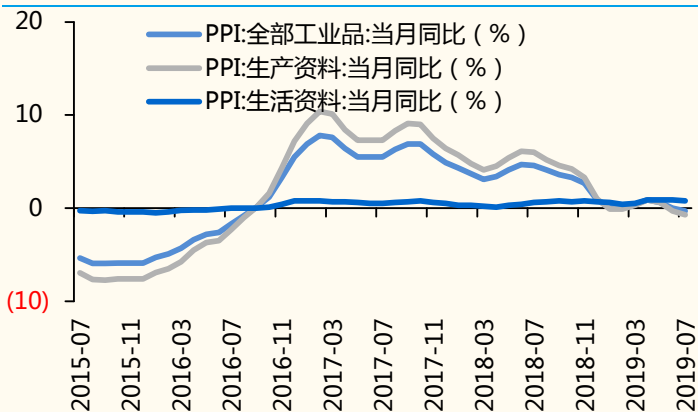
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 4: 文教娱乐环比上升



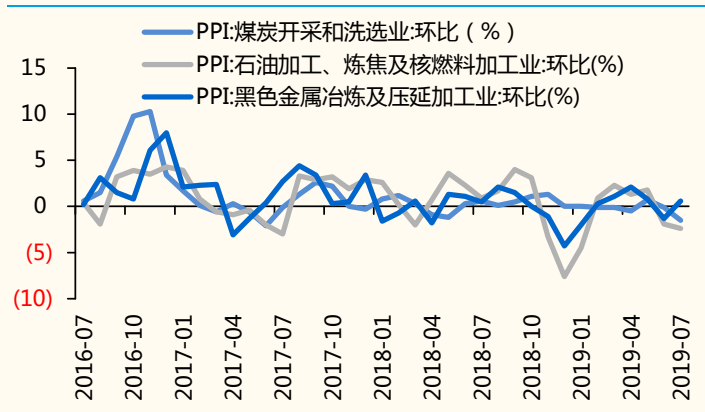
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 5: PPI 当月同比转负



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 6: 黑色系价格上涨



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

**风险提示：**

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；如果美联储加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

### 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

#### 上海

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

#### 北京

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

#### 深圳

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH

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\\_10840](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10840)

