



7月价格数据点评

关注PPI的走低

7月CPI同比增长2.8%，PPI同比下降0.3%。预计下半年CPI仍将在猪肉价格推动下维持在2.5%左右，8月、9月PPI仍有下探可能，全年同比在0左右。相对于CPI，PPI走势更值得关注。预计后续货币政策仍有维持宽松的必要性，政策利率的调整仍在工具箱内。但具体的实施需视CPI走势。

- 7月CPI同比上涨2.8%，核心CPI上涨1.6%。食品价格继续推动CPI维持高位。下半年，猪肉价格的继续上行以及PPI生活资料向CPI的传导可能导致CPI继续维持在2.5%左右。
- 7月PPI同比下跌0.3%，环比下跌0.2%。在需求弱势、供给端收缩推动PPI上行的动力减弱以及基数影响下，8月、9月PPI将继续下探。预计全年PPI同比在0左右。
- 相对于CPI，PPI走势更值得关注。PPI走弱一方面意味着实际利率的上行，另一方面意味着企业盈利增速的回落。综合看，后续货币政策仍有维持宽松的必要性，政策利率的调整仍在工具箱内。但具体的实施需视CPI走势。如四季度CPI有所回落，则政策利率调整仍有可能。

相关研究报告

《黄金价格波动的分析》 20190809

《7月进出口数据简评》 20190808

《贸易摩擦对行业的影响》 20190807

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

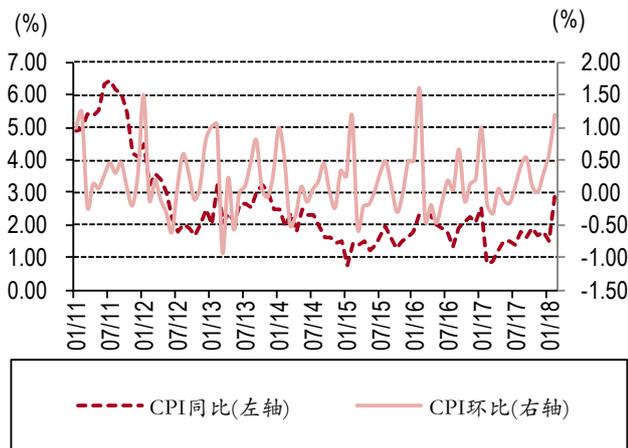
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

7月CPI再创新高

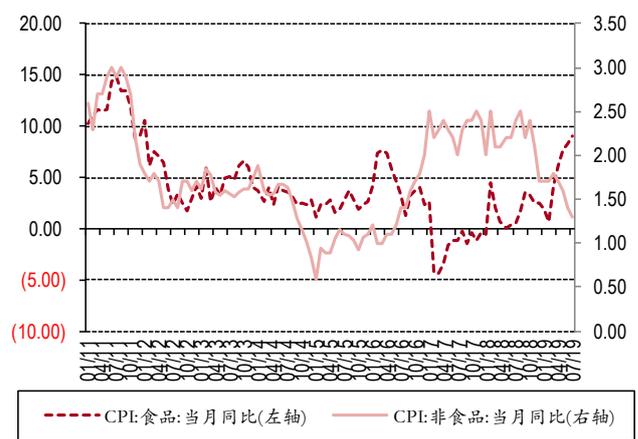
2019年7月，CPI同比上涨2.8%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，创下17个月来新高；6月CPI环比上涨0.4%。从分项看，食品价格依然是推动CPI维持高位的主要因素。7月食品价格同比上涨9.1%，涨幅较上月扩大0.8个百分点；非食品价格同比上涨1.3%，涨幅较上月收窄0.1个百分点。食品中，7月猪肉价格同比上涨27%，影响CPI上涨约0.59个百分点。

图表 1.7月CPI再创新高



资料来源：万得，中银国际证券

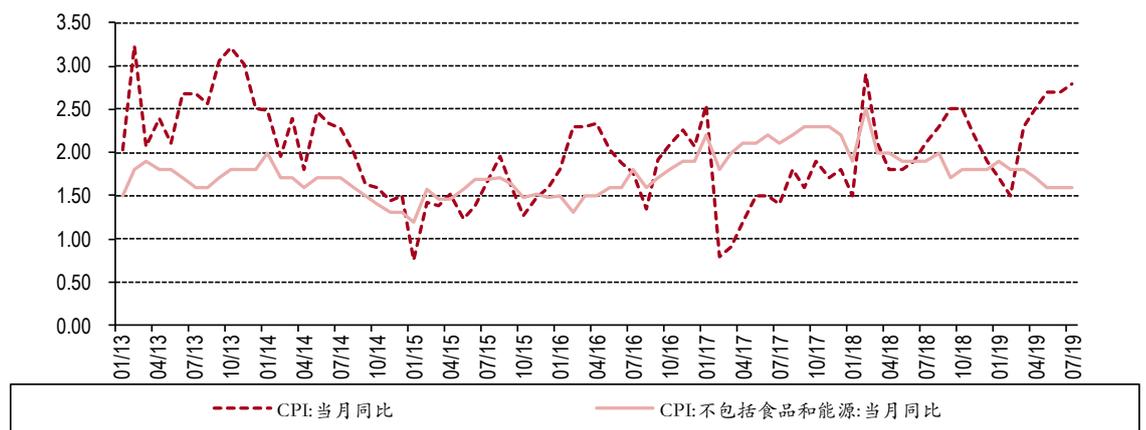
图表 2.7月食品价格同比涨幅继续扩大



资料来源：万得，中银国际证券

在CPI再创新高的同时，7月核心CPI同比涨幅继续维持在2016年9月以来的低位1.6%，显示需求端依然偏弱。从分项看，构成CPI的八大类别中，除食品烟酒外，仅医疗保健涨幅较上月有所扩大，剩余类别价格涨幅均与上月持平或收窄。

图表 3.7月核心CPI依然偏弱



资料来源：万得，中银国际证券

如我们此前所指出的，本轮CPI的上涨主要来自食品推动，而猪肉价格的上涨目前看来至年底将继续延续，并将继续推动CPI上行。尽管从基数看，四季度CPI涨幅或有可能回落，但我们预计年内CPI同比仍将维持在2.5%左右。

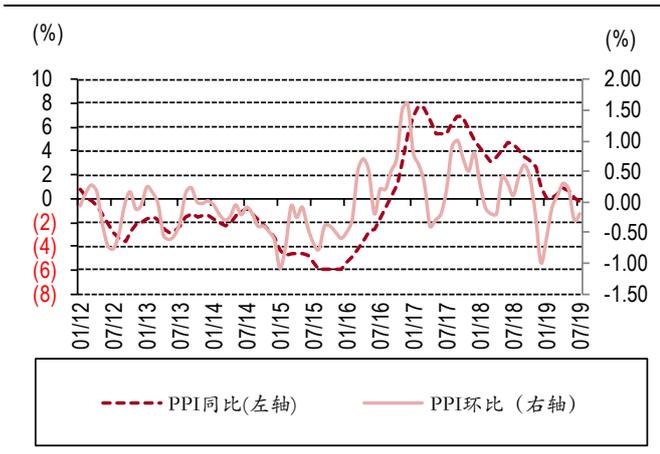
而从需求端看，在中美贸易冲突进一步升级背景下，需求端难有明显提振。7月政治局会议提出“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费”，大规模刺激可能性减弱。预计下半年核心CPI整体维持弱势，很难超过2%。

7月PPI继续低迷

2019年7月，PPI同比下降0.3%，PPIRM同比下降0.6%，二者涨幅均较上月收窄0.3个百分点。6月PPI环比下降0.2%，PPIRM环比下降0.3%。

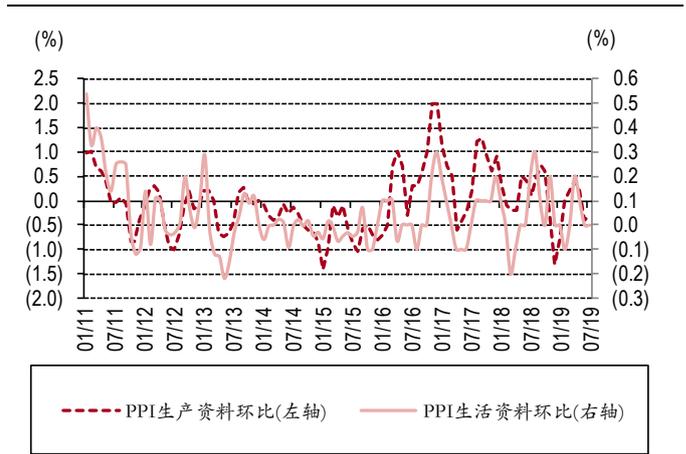
PPI中，生活资料涨幅继续强于生产资料。生产资料价格同比下降0.7%，降幅较上月扩大0.4个百分点；环比下降0.3%，环比降幅收窄0.1个百分点。生活资料价格同比上涨0.8%，涨幅较上月回落0.1个百分点；环比继续持平。我们继续提示PPI生活资料向CPI传导，从而进一步推高CPI的可能性。

图表 4.7 月 PPI 继续走低



资料来源：万得，中银国际证券

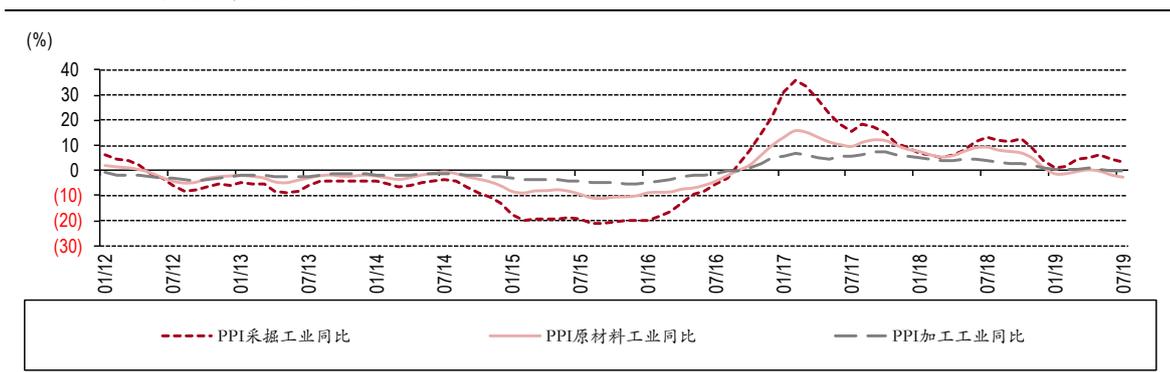
图表 5. PPI 生活资料强于生产资料



资料来源：万得，中银国际证券

从 PPI 分项看，生产资料中采掘工业、原材料工业、加工工业环比继续下跌，采掘工业同比涨幅自上月的 4.5% 继续收窄至 3.2%，原材料工业价格同比降幅自 2.1% 扩大至 2.9%，加工工业价格转为同比下跌 0.2%。我们维持此前的观点，后续需求端的弱势将继续对 PPI 环比构成压；此外，2019 年以来，供给端收缩推动 PPI 上行的动力明显减弱；加之基数的影响，预计 8 月、9 月 PPI 同比继续下探，四季度才有回升可能。全年 PPI 同比大致在 0 附近。

图表 6. PPI 生产资料各分项均弱势



资料来源：万得，中银国际证券

更应关注后续 PPI 走势

面对 CPI 与 PPI 走势的分化，我们维持此前的观点：总体上，工业品价格的低迷影响更大，即货币政策不会因价格因素实质性收紧；但同时，CPI 的上行也对货币政策的进一步松动构成了制约。

一方面，如我们此前所指出的，从实体经济融资成本看，PPI 的持续走低意味着以 GDP 平减指数度量的实际利率有所上行，实体经济融资成本面临上行压力。2018 年全年 GDP 平减指数为 2.9%，2019 年上半年 GDP 平减指数为 1.7%，在目前的价格走势下，我们预计下半年 GDP 平减指数在 1.3% 左右，全年平减指数约为 1.5%。在实际利率可能有所上升的背景下，央行的货币政策不会实质性收紧。



另一方面，PPI 的走低以及 CPI 与 PPI 的分化意味着企业盈利能力减弱。本月 CPI 与 PPI 之差已经扩大至 3.1 个百分点，尽管 6 月利润增速有所回升，但我们预计三季度企业盈利增速将继续回落，四季度才会在价格趋势有所变化的背景下有所上行。

而企业盈利的走弱，则意味着“债务—通缩”循环的风险依然不容忽视。在去杠杆仍是工作重点的大背景下，我们认为，相对 CPI，后续 PPI 的走势或对央行货币政策是否变化更具意义。

图表 7. PPI 走弱意味着企业盈利增速继续下行



资料来源：万得，中银国际证券

当前，中美贸易冲突继续升级，人民币兑美元汇率已经跌破“7”的心理关口。海外方面，多家央行不同程度降息。美联储在 7 月会议降息，尽管同时对后续政策给出了相对鹰派的表述，但我们认为，在全球贸易局势仍不确定，美国经济后续动力减弱的背景下，后续继续降息是大概率事件。

在此背景下，中国货币政策的首要目标仍是维持稳定的货币金融环境。汇率方面，我们认为在逆周期因子等措施保护下，人民币汇率不会失控。因此，货币政策是否变化仍视国内环境而定。从经济增长和 PPI 走弱的角度看，后续货币政策仍有维持宽松的必要性，政策利率的调整仍在工具箱内。但具体的实施需视 CPI 走势，毕竟监管部门已多次表达了对 CPI 上行的担忧。如四季度 CPI 有所回落，则政策利率调整仍有可能。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_10841

