

## 固定收益研究/动态点评

2019年08月09日

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

### 相关研究

1《固定收益研究：汇率破七，房企美元债影响几何？》2019.08

2《固定收益研究：汇率破七，但不破格》2019.08

3《固定收益研究：降息首靴落地，第2(3...)只不确定性提高》2019.08

# CPI 与 PPI 走势出现背离

## ——2019年7月通胀数据点评

### 7月通胀观点

7月CPI同比2.8%，走高0.1个百分点，环比0.4%，高于季节性。CPI走高主要是食品端涨价较强，肉类在猪价带动下表现出强于季节性的普涨，非食品的服务类分项也延续走高趋势，预计8月随翘尾走低回落至2.5%。PPI同比-0.3%，回落0.3个百分点。油价是主要拖累，预计因需求弱、翘尾走低继续下探。下半年CPI仍有诸多风险点，政治局会议罕提物价，主要靠保障供给稳定物价。当前实体承压、全球降息潮、中美利差、CPI喘息期给货币政策留有空间，但人民币贬值破7、汇率操纵国标签，令政策腾挪空间有限。如果9月份美联储再次确认降息，央行跟随概率可能增大。

### 7月CPI同比走高，肉类强于季节性普涨

7月CPI同比2.8%，走高0.1个百分点。CPI环比0.4%，高于历史同期水平。核心CPI同比1.6%，持平于上月。CPI同比走高主要还是食品端涨价强于历史同期均值。CPI食品同比9.1%、环比0.9%。猪价上行节奏较快，同时其他肉类因替代需求增加，鸡蛋、牛羊肉等价格均表现出强于季节性的普涨现象。菜价因全国降雨因素短期扰动上行。CPI非食品同比1.3%，环比0.3%。多数服务类分项价格因食品端涨价延续走高的趋势。

### 7月PPI同比回落，主因油价拖累

7月PPI同比-0.3%，回落0.3个百分点，环比-0.2%。其中，生产资料同比-0.7%，环比-0.3%。黑色、农副产品环比涨价，能源、化工、木材等环比降幅较大。全球需求低迷继续拖累油价，也传导至化工等原材料。黑色受供给导致的铁矿石价格走高提振，农副产品受成本端持续涨价影响。生活资料同比0.8%，环比0%。分项中，耐用消费品环比降0.1%，一般消费品环比涨0.2%。7月份消费可能边际转弱，可选与必选品价格表现分化。

### 8月通胀展望：CPI同比回落，PPI继续下探

猪肉供求失衡局面或继续演化，其他肉类因需求转移的普涨现象加剧食品端压力。菜农扩种意愿较强，下半年菜价表现可能偏弱。随秋季苹果上市供应，水果价格下行节奏也或加快。但夏季旱涝、台风等极端天气多发，果蔬价格仍存在风险隐患。油价走低可能成为非食品价格主要下拉因素。结合翘尾走低，预计8月CPI同比下行至2.5%。7月份全球制造业PMI继续放缓，中美贸易争端再度升级，悲观情绪升温已触发油价大幅下挫。国内地产投资放缓的节奏可能加快，预计基建尚难以有效对冲，工业品需求仍低迷。结合翘尾走低，预计8月PPI同比继续下探。

### 政治局会议罕提物价，我们提示下半年CPI的五个风险点

其一，下半年猪肉紧供给状况或加剧。其二，猪肉涨价引发的需求转移，导致其他肉类需求显著增加，下半年肉类价格可能持续普涨。其三，食品端价格向服务、劳动密集型产品价格传导。其四，虫害导致秋粮减产风险。其五，12月油价低基数，可能出现“猪油共振”现象。7月份政治局会议罕见对物价表态，“保障市场供应和物价基本稳定”，意味着通胀风险更受关注，但也指明问题本质是在供给端，仍主要依靠保障供给的手段来解决。

### 货币政策启示

PPI下行、贸易摩擦反复，实体经济持续承压，全球降息潮、中美利差等外部环境给货币政策留出一定空间。CPI或短暂进入喘息期，年末上行风险有所加大，但政治局会议指明物价问题本质在供给端，解决思路是保障供应而非抑制总需求，通胀对货币政策的掣肘有限。但近期人民币汇率贬值破7、美国财政部给中国贴上“汇率操纵国”标签，货币政策腾挪空间有限。如果9月份美联储再次确认降息，央行跟随概率可能增大。

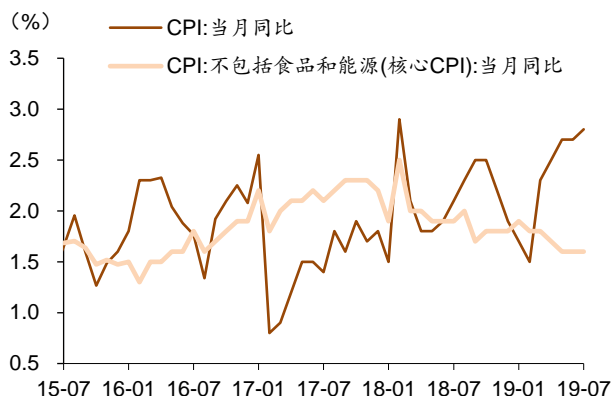
风险提示：猪周期上行超预期，虫灾导致主粮减产超预期。

## 7月通胀概览

7月CPI同比2.8%，市场预期2.7%，前值2.7%；环比0.4%。

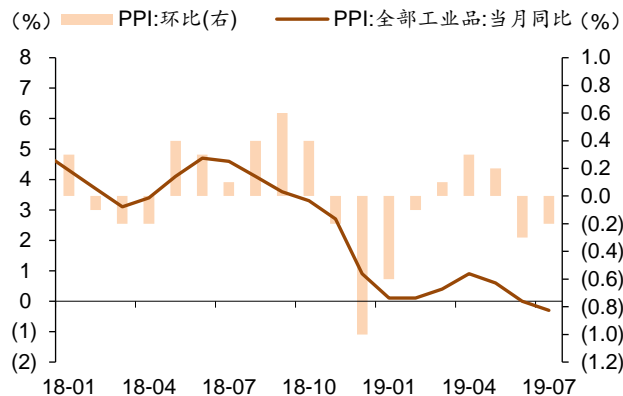
7月PPI同比-0.3%，市场预期-0.1%，前值0%；环比-0.2%。

图表1：CPI走高，核心CPI走平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：PPI同比下行，环比降幅收窄



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 7月CPI同比走高，肉类强于季节性普涨

7月CPI同比2.8%，较上月提高0.1个百分点，其中翘尾因素约1.3%。CPI环比0.4%，环比回升且高于历史同期水平（过去5年均值0.2%）。核心CPI同比1.6%，持平于上月。

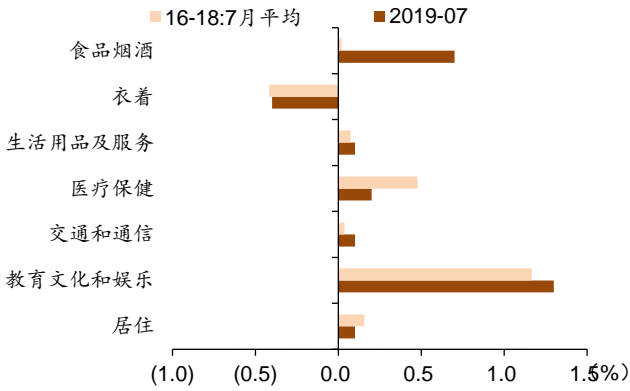
7月CPI同比显著高于市场在7月上旬时的一致预期（2.6%），主要还是食品端涨价超出预期。猪价上行节奏较快，同时其他肉类因替代需求增加，表现出强于季节性的普涨现象。菜价短期扰动上行。而非食品中服务价格也因食品端涨价，出现持续走高的趋势。

分项来看：

**7月CPI食品同比9.1%，环比0.9%（过去5年均值0.1%）。**猪肉、鲜菜、鸡蛋环比涨幅均显著高于季节性，拉动CPI同比进一步走高。自6月端午节需求高峰触发后，猪肉价格维持了较强的上行动能。6月份生猪存栏同比降25.8%，降幅继续走扩，供求矛盾仍在恶化过程。猪价上行导致鸡蛋、牛羊肉等替代品需求有所增加，肉类普遍涨价且强于季节性表现。历年7月旱涝灾害多发，鲜菜价格走高符合季节性规律，但今年7月全国降雨偏强，蔬菜生长、采收、运输等环节受到影响。夏季时令水果陆续上市，果价季节性回落，环比降6.2%但同比39.1%的涨幅仍在高位。

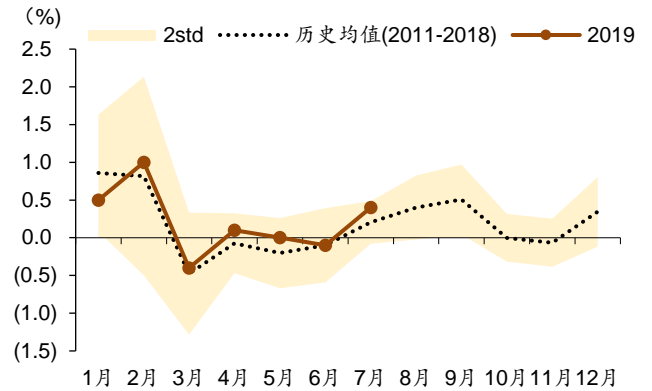
**7月CPI非食品同比1.3%，环比0.3%（过去5年均值0.2%）。**因服务类价格普涨，7月份非食品涨价略强于季节性表现。其中，其他用品和服务、家庭服务、医疗服务等服务类分项环比延续上月涨势，今年食品端持续涨价或向用工成本传导。因暑期出行增加，旅游项环比涨7.5%，毕业季租房需求增加，房租项环比涨0.4%。而受油价下行拖累，交通工具用燃料项环比-1.9%是非食品端主要下拉分项。

图表3: CPI分项环比, 食品烟酒显著高于季节性



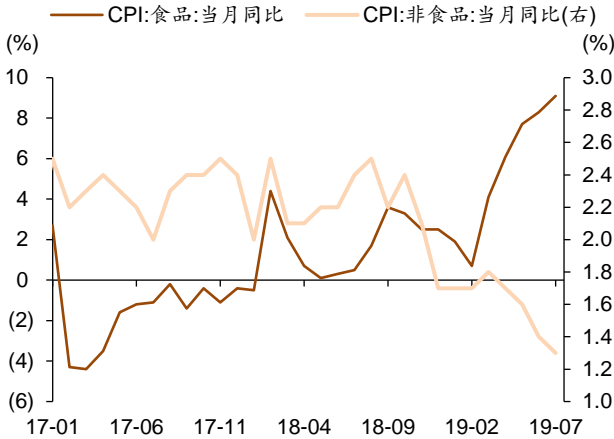
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: CPI环比季节性



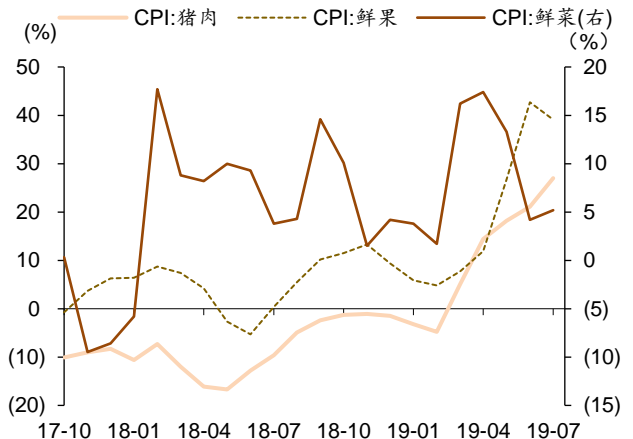
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: CPI食品与非食品同比剪刀差走扩



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: CPI猪肉、鲜菜同比走高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 7月PPI同比回落, 主因油价拖累

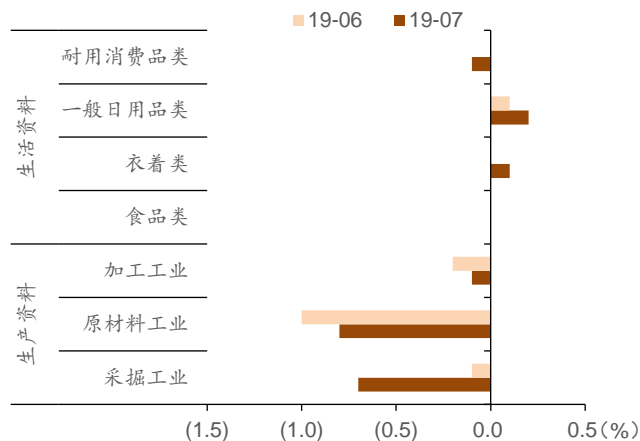
7月PPI同比-0.3%, 较上月回落0.3个百分点, 其中翘尾因素约-0.2%。环比-0.2%, 环比降幅较上月收窄0.1个百分点。

### 分项来看:

**7月PPI生产资料同比-0.7%, 环比-0.3%。**其中, 采掘、原材料、加工工业环比分别为-0.7%、-0.8%、-0.1%。分产品看, 黑色、农副产品环比涨价, 能源、化工、木材等环比降幅较大。全球需求低迷继续拖累油价, 同时也传导至化工等原材料降价。黑色价格受供给导致的铁矿石价格走高提振, 但7月份钢材超季节性累库现象加剧, 8月初黑色价格已大幅下跌。农副产品受成本端持续涨价影响。

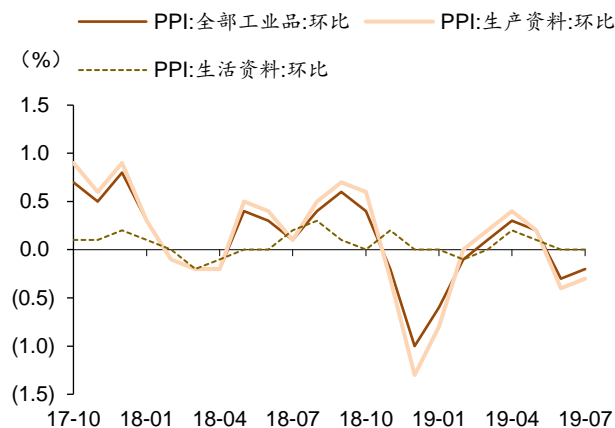
**7月PPI生活资料同比0.8%, 环比0%。**分项中, 耐用消费品环比降0.1%, 一般消费品环比涨0.2%。受贸易摩擦等因素扰动, 就业问题可能加重, 7月份消费可能边际转弱, 耐用品需求回落导致可选品与必选品价格表现分化。

图表7: PPI分项环比



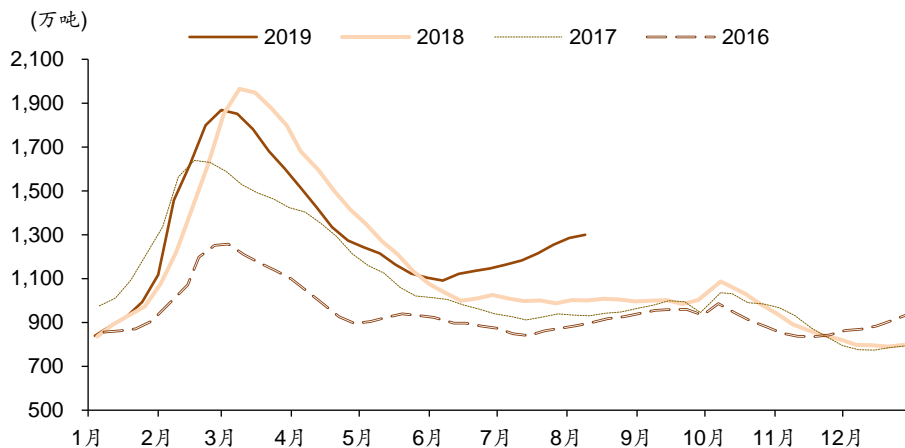
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: PPI生产资料环比回落, 生活资料环比持平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 主要城市钢材库存



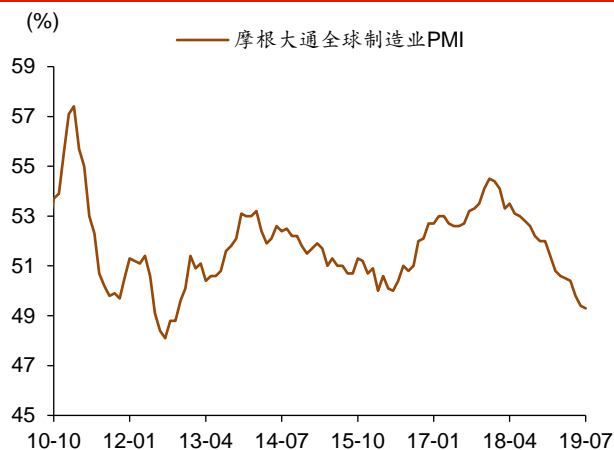
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 8月通胀展望: CPI同比回落, PPI继续下探

展望8月, 猪肉供求失衡局面或继续演化, 其他肉类因需求转移出现的普涨现象加剧食品端压力。上半年菜价偏高刺激菜农扩种意愿, 下半年表现可能偏弱。据农业部, 今年部分地区苹果增产30%左右, 随秋季苹果上市供应, 水果价格下行节奏也或加快。但夏季旱涝、台风等极端天气多发, 果蔬价格仍存在风险隐患。油价走低可能成为非食品价格主要下拉因素。结合翘尾走低, 预计8月CPI同比下行至2.5%。

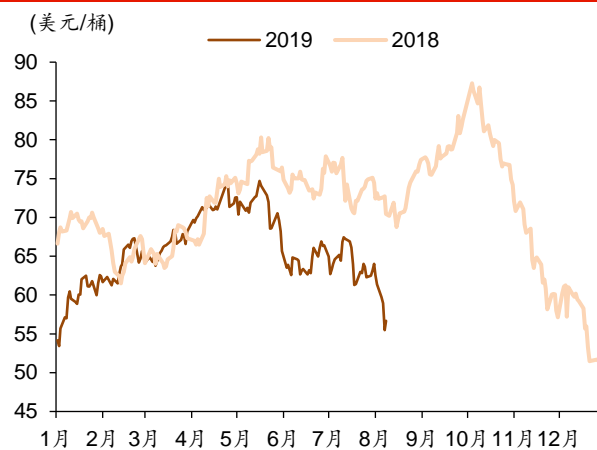
7月份全球制造业PMI继续放缓, 其中欧元区、美国下行幅度较大, 8月初特朗普令中美贸易争端再度升级, 给脆弱的全球经济再添负担, 悲观情绪升温已触发油价大幅下挫。同时国内地产投资放缓的节奏可能加快, 预计基建尚难以有效对冲, 工业品需求仍低迷。结合翘尾走低, 预计8月PPI同比继续下探。

图表10: 全球制造业 PMI



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 布伦特油价



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 政治局会议罕提物价，我们提示下半年 CPI 的五个风险点

其一，下半年猪肉紧供给状况或加剧。受猪瘟影响，去年10月能繁母猪存栏收缩幅度开始加大，根据生猪10个月左右的养殖周期，今年8月份开始生猪供给短缺问题可能更为突出，猪肉涨价压力有所加大。5、6月份猪肉进口量同比增速已在60%以上，但价格环比涨幅仍大，也说明进口难以弥补供给短缺问题。

其二，猪肉涨价引发的需求转移，导致其他肉类需求显著增加，下半年肉类价格可能持续普涨。7月份鸡蛋、牛羊肉涨价强于季节性已有所表现。

其三，食品端价格向服务、劳动密集型产品价格传导。6月起CPI非食品端多数服务分项连续释放出涨价信号。

其四，虫害导致秋粮减产风险。今年草地贪夜蛾传入我国，危害水稻、玉米等作物生长。据农业部，秋粮产量一般占全年的四分之三左右，而草地贪夜蛾对秋粮生产存在威胁。

其五，12月油价低基数，可能出现“猪油共振”现象。虽然目前油价已跌至接近去年底的价格，但尚不能排除后续油价上行的风险。

我们年初时根据CPI翘尾、环比季节性并考虑猪周期测算显示：**5-7月、12月是年内CPI高点**。虽然8-11月或出现通胀喘息期，但以上风险点导致通胀压力可能超出我们与市场此前的预期水平，尤其**年末CPI同比仍有破3风险**。

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\\_10853](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10853)

