



PPI 增速暂时转负不等同于通缩风险

—— 7 月物价数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyongyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：猪肉、蔬菜涨价推动 CPI 增速略超季节性——3 月通胀数据点评

2019-5-9

宏观报告：上游行业进入通缩——2019 年 1 月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018 年通胀数据点评

2019-1-10

● 7 月是 CPI 增速年内高点还言之尚早

猪肉涨价带动 CPI 增速维持高位。7 月食品价格环比上涨 0.9%，明显超出季节性，从主要分项来看，鲜菜、鲜果价格环比涨幅均未超出季节性。受猪瘟影响，猪肉供需缺口明显，猪肉分项影响 CPI 上涨约 0.2 个百分点；鸡蛋进入歇伏期，产蛋率下降，鸡蛋分项影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点。猪肉和鸡蛋价格环比涨幅均超出季节性。

基数制约 8-9 月 CPI 增速，猪肉价格是最大不确定性。2018 年 8-9 月 CPI 环比处于近几年同期高位，当时市场正处于对“滞胀”的讨论中，高基数制约 CPI 读数，但现在说 7 月是 CPI 增速年内高点还尚早，市场可能低估了本轮猪周期的高度。由于生猪产能恢复需要周期，后期猪肉价格上涨的压力依然较大，此轮猪周期和前几次不一样，猪价通过间接效应可能引发物价大范围上升，若如此，CPI 增速可能突破基数抬升的限制而继续回升。

核心 CPI 增速维持相对低位。2019 年 7 月核心 CPI 同比持平于前值（1.6%），从分项来看，交通用具燃料和水电燃料价格为核心 CPI 增速回落的主要拖累。三季度核心 CPI 增速可能还将处于低位，一方面，三季度核心 CPI 面临相对较高的基数，另一方面，PMI 从业人员、BCI 招工前瞻指数还处于下降趋势，就业压力增加，企业通过降薪裁员等方式将压力转移到居民部门，这种情况下，劳动力成本显著提升的可能性不大。

● PPI 增速暂时转负不等同于通缩风险

高基数与油价下跌拖累 PPI 增速回落。7 月 PPI 环比降幅收窄至 -0.2%，同比增速落入负区间（-0.3%），一方面，2018 年同期基数偏高，7 月 PPI 翘尾因素进一步回落至 0.19%；另一方面，油价增速同步或领先石油行业 PPI 增速 1 个月，7 月石油行业 PPI 回落可能是受 6 月油价下跌影响。

PPI 增速暂时转负不等同于通缩风险。受高基数影响，未来数月 PPI 同比增速可能处于负区间，但这不等同于传统意义上的通缩，当前不存在工业品通缩风险。其一，经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭，政治局会议提出当前国内经济下行压力增大，后续稳增长政策或加码，通缩幅度不会太大。其二，从 CRB 等领先指标走势来看，未来数月 PPI 同比增速可能低位震荡，再结合大宗商品价格的基数分布，三季度可能是 PPI 同比增速的底部区域，四季度再度向上。既然不存在通缩风险，尽管海外央行处于降息潮中，但央行行长易纲在近期表示“降息主要是应对通缩风险，但现在中国物价走势温和”。

● 风险提示：猪肉、油价共振上涨导致货币政策发生调整

目 录

1、 7 月是 CPI 增速年内高点还言之尚早	3
2、 PPI 增速暂时转负不等同于通缩风险	5

图表目录

图 1: 猪肉涨价带动 CPI 增速维持高位 (%)	3
图 2: 7 月食品价格超季节性上涨	4
图 3: 7 月猪肉和蛋类价格超季节性上涨	4
图 4: 8-9 月猪肉价格面临高基数	4
图 5: 核心 CPI 增速低位 (%)	5
图 6: 当前就业压力很大	5
图 7: PPI 环比降幅收窄, 同比转负 (%)	6
图 8: 钢铁行业价格环比增速回升 (%)	6
图 9: 油价增速同步或领先石油行业 PPI 增速 1 个月 (%)	6
图 10: CRB 走势预示未来 2-3 个月 PPI 增速可能低位震荡 (%)	7
图 11: 四季度商品价格面临低基数 (%)	7

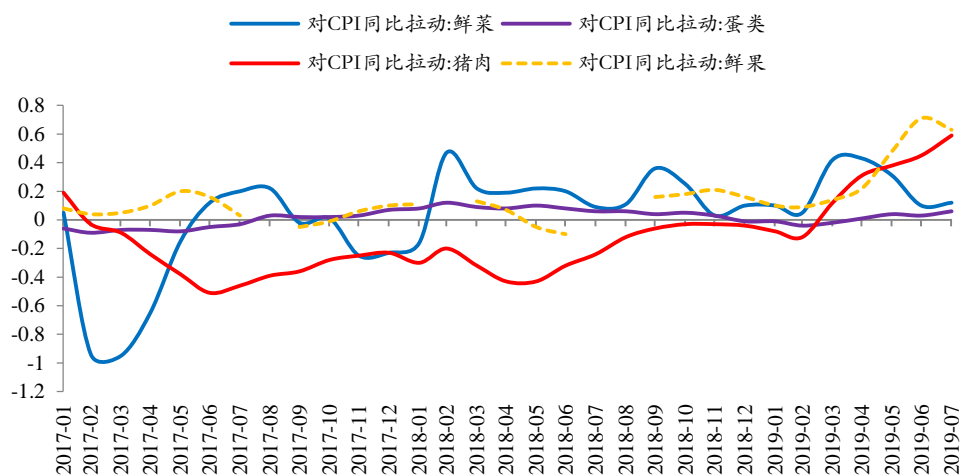
1、7月是CPI增速年内高点还言之尚早

猪肉涨价带动CPI增速维持高位。7月食品价格环比上涨0.9%，明显超出季节性，从主要分项来看，时令水果上市，鲜果价格下降，部分地区气温偏高、降雨较多，蔬菜价格有所上涨，总体上，鲜菜、鲜果价格环比涨幅均未超出季节性。受猪瘟影响，猪肉供需缺口明显，猪肉分项影响CPI上涨约0.2个百分点；鸡蛋进入歇伏期，产蛋率下降，鸡蛋分项影响CPI上涨约0.03个百分点。猪肉和鸡蛋价格环比涨幅均超出季节性。

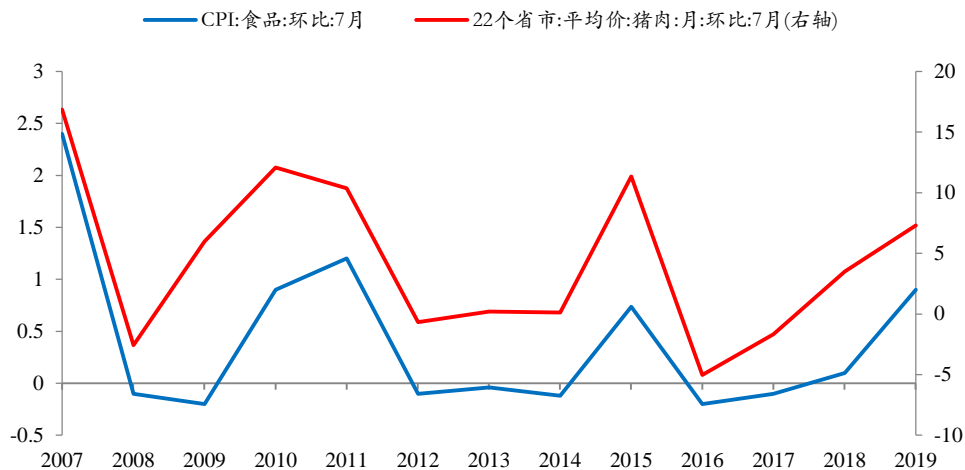
基数制约8-9月CPI增速，猪肉价格是最大不确定性。2018年8-9月CPI环比处于近几年同期高位，当时市场正处于对“滞胀”的讨论中，高基数制约CPI读数，但现在说7月是CPI增速年内高点还尚早，市场可能低估了本轮猪周期的高度。由于生猪产能恢复需要周期，后期猪肉价格上涨的压力依然较大，此轮猪周期和前几次不一样，猪价通过间接效应可能引发物价大范围上升，若如此，CPI增速可能突破基数抬升的限制而继续回升。

核心CPI增速维持相对低位。2019年7月核心CPI同比持平于前值（1.6%），从分项来看，6-7月布油价格均出现两位数跌幅，交通燃料和水电燃料价格同比增速均回落，为核心CPI增速回落的主要拖累。三季度核心CPI增速可能还将处于低位，一方面，三季度核心CPI面临相对较高的基数，另一方面，PMI从业人员、BCI招工前瞻指数还处于下降趋势，就业压力增加，企业通过降薪裁员等方式将压力转移到居民部门，这种情况下，劳动力成本显著提升的可能性不大。

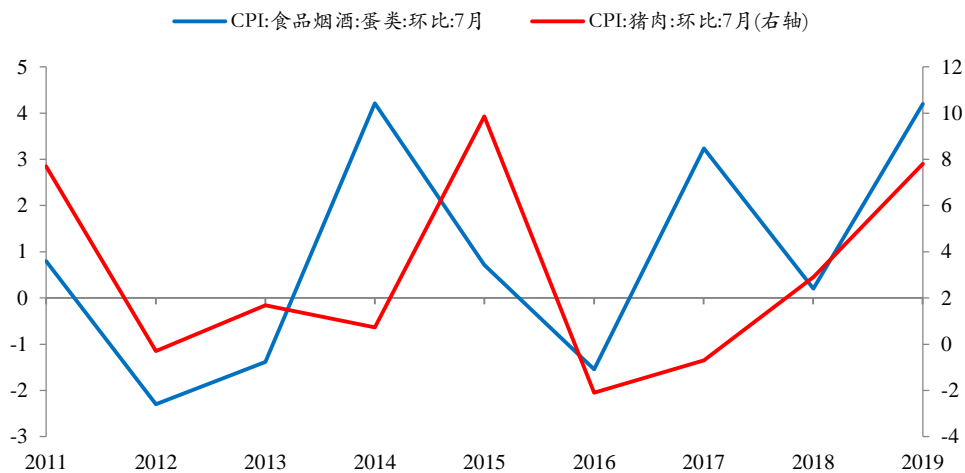
图1：猪肉涨价带动CPI增速维持高位（%）



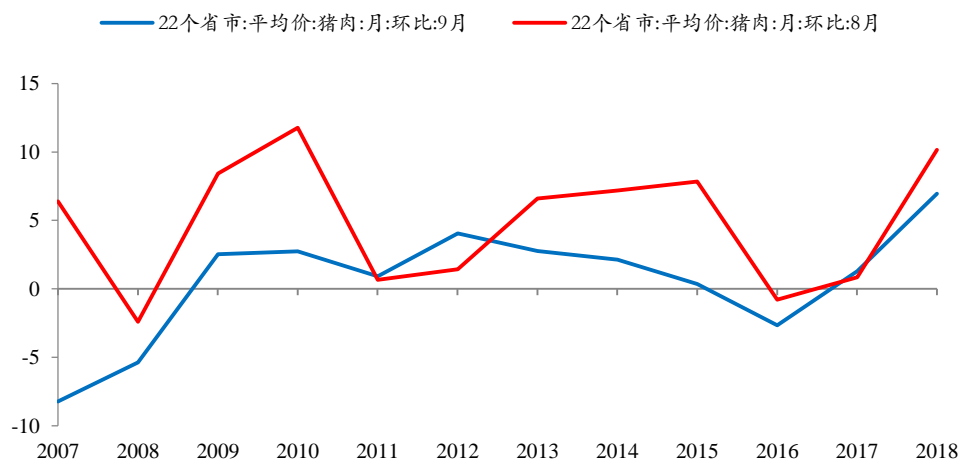
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 7月食品价格超季节性上涨

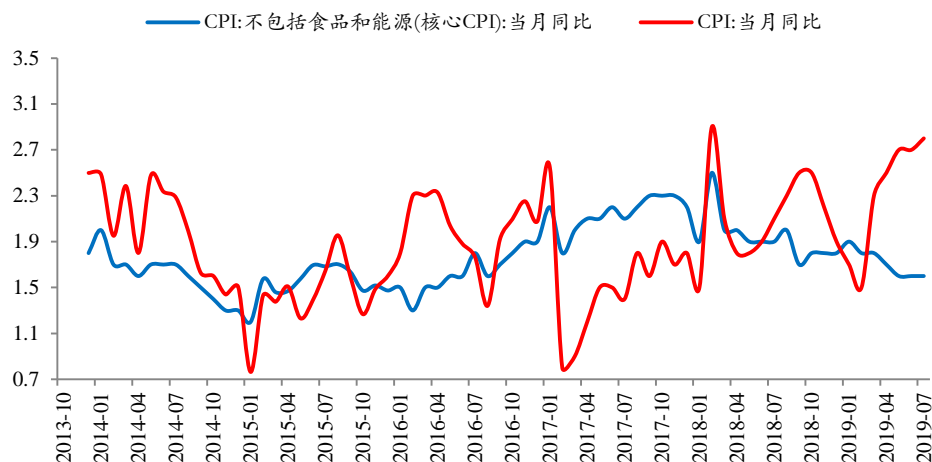
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 7月猪肉和蛋类价格超季节性上涨

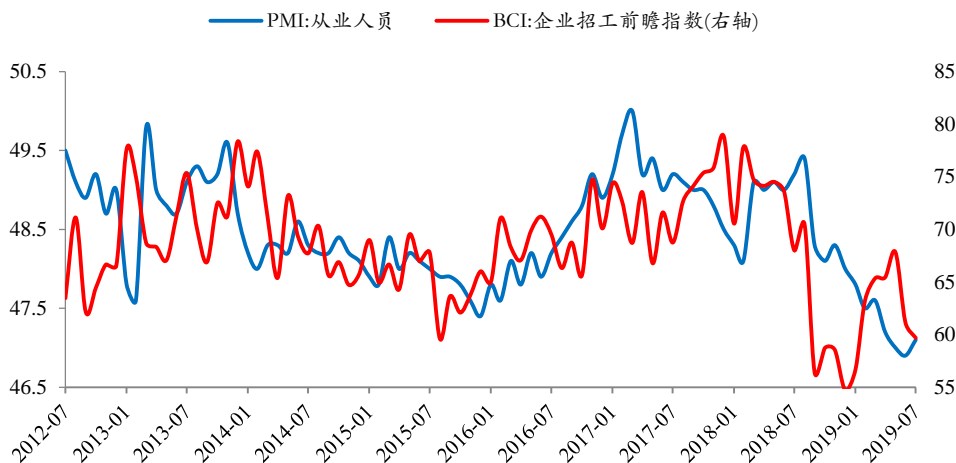
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 8-9月猪肉价格面临高基数

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 核心 CPI 增速低位 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 当前就业压力很大

资料来源：Wind，新时代证券研究所

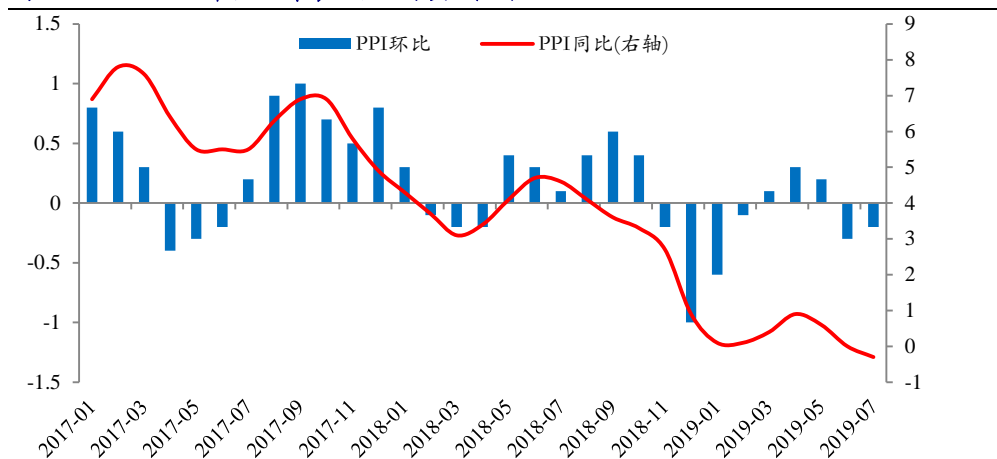
2、PPI 增速暂时转负不等同于通缩风险

高基数与油价下跌拖累 PPI 增速回落。7 月 PPI 环比降幅收窄至-0.2%，同比增速落入负区间（-0.3%），一方面，2018 年同期基数偏高，7 月 PPI 翘尾因素进一步回落至 0.19%；另一方面，油价增速同步或领先石油行业 PPI 增速 1 个月，7 月石油行业 PPI 回落可能是受 6 月油价下跌影响。

PPI 增速暂时转负不等同于通缩风险。受高基数影响，未来数月 PPI 同比增速可能处于负区间，但这不等同于传统意义上的通缩，当前不存在工业品通缩风险。其一，经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭，政治局会议提出当前国内经济下行压力增大，后续稳增长政策或加码，通缩幅度不会太大。其二，从 CRB、M1、金银比、金属切削机床产量、OECD 工业生产指数、企业活期存款/定期存款等领先指标走势来看，未来数月 PPI 同比增速可能低位震荡，再结合大宗商品价格的基数分布，三季度可能是 PPI 同比增速的底部区域，四季度再度向上。既

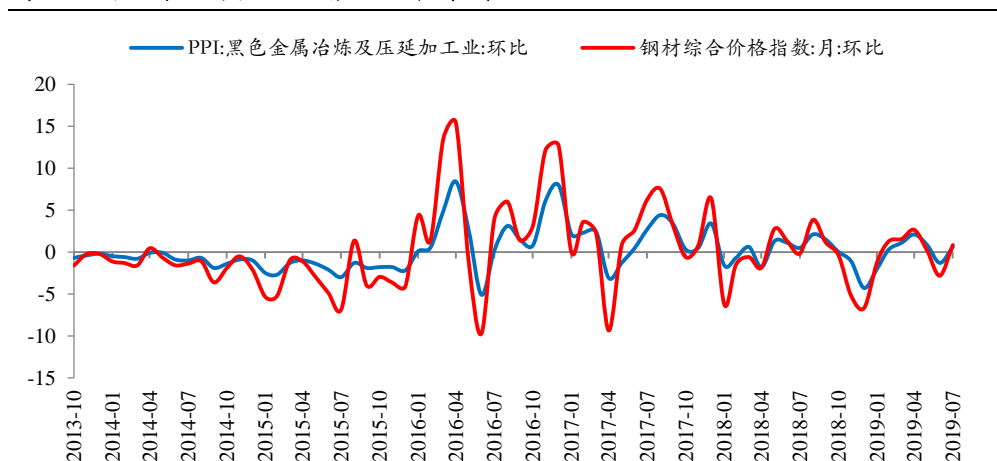
然不存在通缩风险，尽管海外央行处于降息潮中，但央行行长易纲在近期表示“降息主要是应对通缩危险,但现在中国物价走势温和”。

图7： PPI 环比降幅收窄，同比转负 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 钢铁行业价格环比增速回升 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 油价增速同步或领先石油行业 PPI 增速 1 个月 (%)

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_10855

