

通胀压力可控，8月价格将全面下行

——7月通胀数据点评

宏观数据点评

2019年08月09日

报告摘要：

7月份CPI同比升2.8%（前值2.7%），高于市场预期的2.7%；PPI同比下降0.3%（前值0），低于市场预期的-0.1%，PPIRM同比下降0.6%，前值-0.3%，预期-0.5%。为什么我们的预测低估了CPI，却高估了PPI和PPIRM？

● 7月CPI超预期，8月或将回落

（1）鲜果、猪肉上涨带动食品价格上涨。非食品价格中，仅刚性需求医疗保健涨幅略有扩大，表明消费受到制约。CPI超预期因猪肉高频数据回落而猪肉项CPI涨幅扩大。预计8月份CPI增速或回落至2.6%，CPI阶段性高点已现，三季度总体小幅回落。

（2）PPIRM低于预期因燃料动力类价格超季节性下行。受全球经济增速放缓和世界贸易不确定性增大影响，预计8月份PPIRM增速或回落至-1.0%。

（3）PPI低于预期因石油相关行业价格超季节性下行。预计8月份PPI增速将回落至-0.8%。

● 以我为主，货币稳健财政发力

房住不炒要求中国货币政策维持稳健。预计央行将继续坚持“以我为主”的原则，通过结构性的定向降准、SLF、MLF保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，同时推动深化利率市场化改革等措施，疏通货币政策向贷款利率的传导，促进降低企业融资实际利率。

● 坚定看多避险资产

5月6日特朗普宣布加征关税时我们就提出若加征关税持续，无风险利率下行，利率债或迎来配置机会。预期恶化或对中国股市形成冲击，股市仅存结构性机会。PPI回落不利于工业企业利润回升，有望助推利率下行。我们继续看多黄金和利率债为代表的避险资产。

● 风险提示：中美贸易摩擦加剧，大宗商品超预期回升，猪瘟疫情蔓延，生猪流通受阻等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

- 1、通货膨胀的季节调整与预测模型——宏观预测专题报告一 20190408
- 2、基建投资资金来源剖析及增速预测——宏观预测专题报告二 20190523
- 3、中国人口变化带来的挑战与投资机会——人口系列深度报告 20190611
- 4、挤出效应超越拉动效应，房住不炒仍需坚持——房地产系列深度报告 20190710

7 月份 CPI 同比升 2.8%（前值 2.7%），高于市场预期的 2.7%；PPI 同比下降 0.3%（前值 0），低于市场预期的-0.1%，PPIRM 同比下降 0.6%，前值-0.3%，预期-0.5%。为什么我们的预测低估了 CPI，却高估了 PPI 和 PPIRM？

我们认为：

1、7 月 CPI 超预期，8 月或将回落。鲜果、猪肉上涨带动食品价格上涨。非食品价格中，仅刚性需求医疗保健涨幅略有扩大，表明消费受到制约。CPI 超预期因猪肉高频数据回落而猪肉项 CPI 涨幅扩大。预计 8 月份 CPI 增速或回落至 2.6%，CPI 阶段性高点已现，三季度总体小幅回落。

2、PPIRM 将继续下滑。PPIRM 低于预期因燃料动力类价格超季节性下行。受全球经济增速放缓和世界贸易不确定性增大影响，预计 8 月份 PPIRM 增速或回落至-1.0%。

3、PPI 降幅扩大。PPI 低于预期因石油相关行业价格超季节性下行。预计 8 月份 PPI 增速将回落至-0.8%。

4、以我为主，货币稳健财政发力。房住不炒要求中国货币政策维持稳健。预计央行将继续坚持“以我为主”的原则，通过结构性的定向降准、SLF、MLF 保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，同时推动深化利率市场化改革等措施，疏通货币政策向贷款利率的传导，促进降低企业融资实际利率。

5、坚定看多避险资产。5 月 6 日特朗普宣布加征关税时我们就提出若加征关税持续，无风险利率下行，利率债或迎来配置机会。预期恶化或对中国股市形成冲击，股市仅存结构性机会。PPI 回落不利于工业企业利润回升，有望助推利率下行。我们继续看多黄金和利率债为代表的避险资产。

一、7 月 CPI 超预期，8 月或将回落

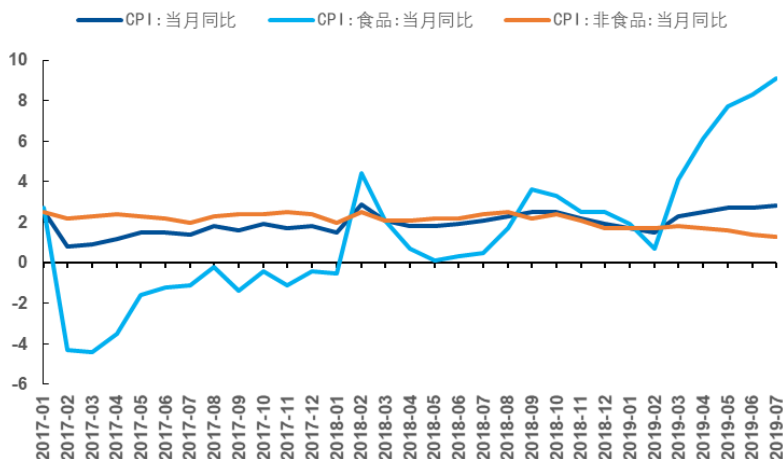
（一）食品价格带动 CPI 同比上行，通胀压力可控

食品价格带动 CPI 同比上行。7 月份 CPI 同比升 2.8%（前值 2.7%），高于市场预期的 2.7%。其中，食品价格上涨 9.1%，非食品价格上涨 1.3%；消费品价格上涨 3.4%，服务价格上涨 1.8%。CPI 超预期因猪肉高频数据回落而猪肉项 CPI 涨幅扩大。

鲜果、猪肉上涨带动食品价格上涨。在食品中，鲜果价格上涨 39.1%，涨幅比上月回落 3.6 个百分点；猪肉价格上涨 27.0%，涨幅扩大 5.9 个百分点。上述两项合计影响 CPI 上涨约 1.22 个百分点。

非食品回落表明消费受到制约。非食品价格同比增长 1.3%，较上月回落 0.1 个百分点，连续四个月回落。在非食品中，居住价格上涨 1.5%，连续五个月回落；交通和通信价格下降 2.1%，为去年 6 月以来新低。教育文化和娱乐价格上涨 2.3%，较上月回落 0.1 个百分点。生活用品及服务价格上涨 0.8%，衣着价格上涨 1.8%，均与上月持平。仅医疗保健上涨 2.6%，较上月回升 0.1 个百分点。非食品价格中，仅刚性需求医疗保健涨幅略有扩大。根据《挤出效应超越拉动效应，房住不炒仍应坚持》，房贷支出压力严重挤压了居民消费，与非食品价格相互印证，证实了消费能力受到制约。

图 1：食品价格带动 CPI 同比上行



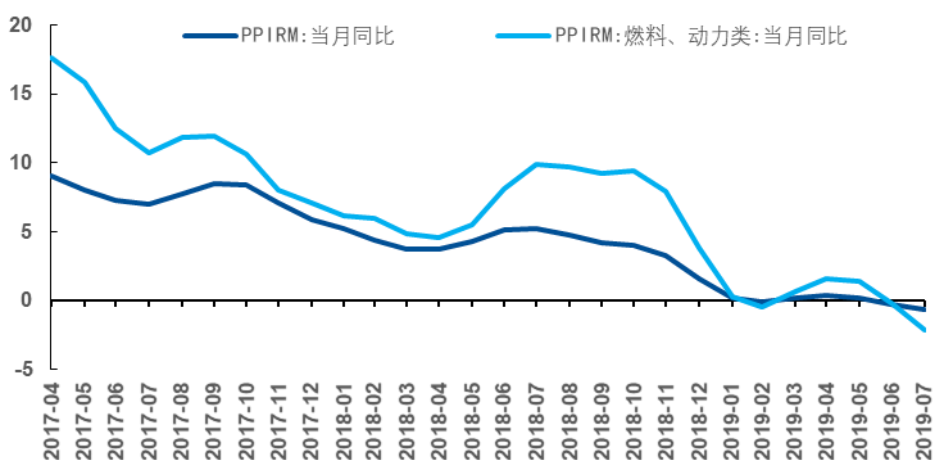
资料来源：Wind，民生证券研究院

预计 CPI 阶段性筑顶，下半年无需担忧。时令瓜果大量上市，水果价格高位回落；国际能源价格下降带动成品油价格下调；飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格随着暑期结束有望下行。蔬菜价格 7 月虽有所回升，但属于暂时现象。猪肉价格上涨动能仍强，仍是影响 CPI 走势的重要因素。但考虑到去年基数较高的影响，预计 8 月份 CPI 增速或回落至 2.6%，CPI 阶段性高点已现，三季度总体小幅回落。

（二）PPIRM 将继续下滑

PPIRM 回落。7 月工业生产者购进价格同比回落 0.6%，较上月回落 0.3 个百分点。其中，黑色金属材料类价格同比上涨 5.7%，建筑材料及非金属类价格上涨 3.9%，农副产品类价格上涨 2.4%；化工原料类价格下降 5.4%，有色金属材料及电线类价格下降 2.5%，燃料动力类价格下降 2.1%。

图 2：燃料动力类价格带动 PPIRM 下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

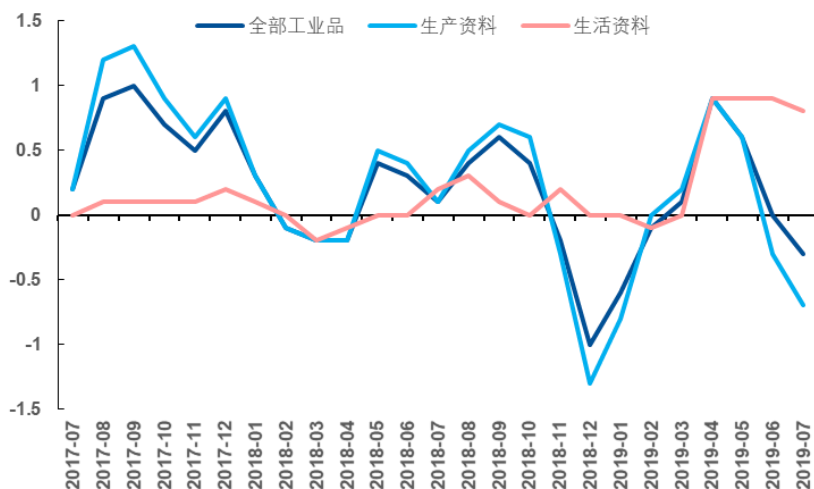
PPIRM 低于预期因燃料动力类价格超季节性下行。7 月 PPIRM 同比回落 0.6%，较我

们预期的-0.5%低0.1个百分点。PPIRM被低估主要是因为燃料动力类价格超季节性下行，根据季节调整模型7月燃料动力类价格仅为下降1.16%，而实际上燃料动力类价格下降2.1%。PPIRM回落主要受全球经济增速放缓和世界贸易不确定性增大影响，预计8月份PPIRM增速或回落至-1.0%。

（三）PPI 回落负区间，通缩压力需要警惕

能源价格下降带动 PPI 回落。7月PPI同比下降0.3%，较上月回落0.3个百分点。分大类来看，生产资料价格同比下降0.7%，涨幅较上月回落0.4个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.51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。在主要行业中，石油相关行业受国际原油价格下降影响，价格继续下降，其中，石油和天然气开采业价格下降8.3%，扩大6.5个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降5.1%，扩大3.2个百分点。化学原料和化学制品制造业，下降4.0%，扩大0.2个百分点。

图 3：生产资料拖累 PPI 下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

PPI 低于预期因石油相关行业价格超季节性下行。7月PPI同比回落0.3%，低于市场预期预期的-0.2%。PPI被低估主要是因为燃料动力类价格超季节性下行，使得石油相关行业价格超预期下行。总体看，全球经济放缓，PPIRM价格回落，工业品价格上涨动能不强，叠加未来几个月PPI基数较高，预计8月份PPI增速将回落至-0.8%。PPI回落不利于工业企业利润回升，恐将使得工业投资进一步下滑，通缩压力需要警惕。

二、以我为主，货币稳健财政发力

外国降息引发国内降息预期升温，央行表态表明稳健货币政策立场。自8月底美联储进行十年来首次降息后，亚太地区随后掀起降息潮。8月7日，新西兰央行、印度央行、泰国央行同时宣布降息，澳大利亚央行此前也宣布维持低利率政策不变。在此背景下，国内市场对于央行降息降准的预期升温。8月7日，央行官方微信发布消息称，日前，网上有消息称“中国人民银行决定，自2019年8月10日起，下调金融机构人民币

贷款和存款基准利率”。此为不实消息。人民银行已向公安机关报案。谣言反映了市场预期，央行报案则表明了其维持稳健货币政策的坚定立场。

以为为主，货币稳健财政发力。当前，中国经济正由投资驱动转向消费驱动和创新驱动。然而，中国房地产的挤出效应已经超越拉动效应。高房价抑制了消费增长和创新创业，不利于中国人口生育率上升和中国经济的转型升级。房住不炒要求中国货币政策维持稳健。我们预计央行将继续坚持“以我为主”的原则，通过结构性的定向降准、SLF、MLF 保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，同时推动深化利率市场化改革等措施，疏通货币政策向贷款利率的传导，促进降低企业融资实际利率。同时，坚持供给侧结构性改革，坚持改革开放，加大减税降费力度，提高企业投资回报率；充分发挥财政的再分配功能，改善居民财富和收入不平等状况，促进消费增长。加大财政赤字，保持适度的传统基建增速托底经济。

三、坚定看多避险资产

5月6日特朗普宣布加征关税时我们就提出若加征关税持续，无风险利率下行，利率债或迎来配置机会。预期恶化或对中国股市形成冲击，股市仅存结构性机会。7月21日我们再次提出大类资产配置的“三手”策略，即“抓手黄金、牵手利率债、垂手股市”。PPI 回落不利于工业企业利润回升，有望助推利率下行。我们继续看多黄金和利率债为代表的避险资产。

风险提示

中美贸易摩擦加剧，大宗商品超预期回升，猪瘟疫情蔓延，生猪流通受阻等。

插图目录

图 1：食品价格带动 CPI 同比上行.....	3
图 2：燃料动力类价格带动 PPIRM 下行.....	3
图 3：生产资料拖累 PPI 下行	4

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_10856

