

宏观点评报告

2020年8月11日

需求仍然疲软，CPI 短暂上行源于供给压力

7 月通胀点评

核心内容：

1、食品价格上行带动 CPI 短期走高

CPI 环比回升，核心 CPI 继续下行，未来 CPI 走势以降为主，食品和非食品价格小幅波动。通胀环比上行，主要猪肉和蔬菜上行带动。7 月 CPI 环比上行，食品价格继续大幅上涨：（1）猪肉价格上行 10.3%，综合畜肉类价格上行 7.4%；供给方面仍然紧张，天气炎热猪肉生长缓慢，非洲猪瘟再起导致出栏减少制约了猪肉供给；（2）蔬菜价格上行 6.3%，天气炎热以及南方大水制约了蔬菜产量，带来了蔬菜运输的不变，促使蔬菜价格走高；（3）非食品价格保持平稳，车用燃料价格出现上行，这是原油价格上行带动的，旅游和衣着价格下跌，药品价格平稳。

2、猪肉供给仍然紧平衡，蔬菜季节性上涨

猪肉价格处于消费淡季，但供给冲击本月持续存在，未来猪肉价格变动仍然是影响 CPI 最重要的原因。整体来看，猪肉市场供给仍然不足，搜猪网价格显示，猪肉在经历集中出栏后，猪肉价格在 5 月下旬开始走高，整个 6、7 月份持续上行。需求仍然没有起色，但供给已经开始减少，加之新冠疫情影响全球畜牧业，带来进口的小幅下行。生猪市场仍然受到非洲猪瘟的扰动，加之疫情带来的不确定性，全年供给仍然处于紧平衡，预计 4 季度猪肉需求上行，猪肉价格仍然可能上行。

7 月份蔬菜价格上行，蔬菜价格是季节性走高，与往年同期价格基本持平。天气炎热蔬菜生长放缓，加之运输保存价格上行，蔬菜产量受到影响。8 月份是传统的蔬菜价格上行月份，8 月份的天气更加不利于蔬菜的生长和运输，蔬菜价格会顺势走高。

3、未来 CPI 以降为主

7 月份 CPI 环比上行，主要是供给端的影响。消费品价格比上月上行，但服务类价格下跌，核心 CPI 继续下行，通胀忧虑不大。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，尤其是 2019 年下半年猪肉价格快速上行，而 2020 年下半年猪肉价格可能保持震荡。服务类价格上行较为困难，其他食品价格平稳，未来 CPI 以降为主。

我国货币发行继续缓慢上行，信贷走高使得信用货币也有所上升，但货币的短暂走高并未带动居民收入增加，房地产价格基本平稳，资本市场带来的财富效应暂时未体现在消费上。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 本月下降至 0.5% 的水平。

8 月份翘尾影响 2.0%，预计新涨价因素在 0.5% 左右，CPI 同比涨幅约在 2.5% 左右。我们预计 2020 年 CPI 在 2.6% 左右，4 季度 CPI 到达低点。

现阶段我们主要面临需求疲软的难题，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题，有效需求不足。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

4、原材料价格上行带动 PPI 好转

工业生产者价格（PPI）仍然负增长，生产资料价格回升，7 月份生产继续恢复，原油价格回升，带动 PPI 上行。原油价格 7 月份回升，煤炭价格上行，铁矿石价格进入高位，原材料价格回升带动 PPI 上行。未来要面临的主要问题仍然是需求不足，国内政策全力推进基建建设，货币有所放松，国外生产开始恢复，PPI 可能探底后缓步回升。石油天然气开采业环比上行 12.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业上行 3.4%。房地产仍然受到调控的影响，新冠疫情下地方基建加码需要看落实程度。

2020 年下半年如果基建推进，需求端可能好转，未来主要原材料价格需要看需求恢复速度。2020 年下半年整体需求可能好转，新冠疫情影响了短期需求，随后政府投资可能加码，加上货币政策小幅宽松，未来 PPI 可能缓步回升。但是如果全球面临通缩，那么 PPI 好转速度可能减慢，预

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

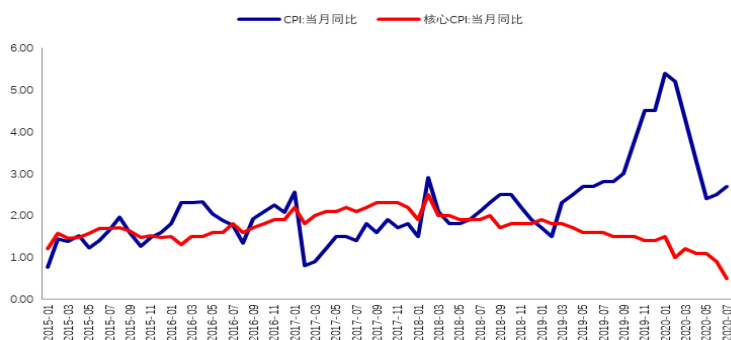
✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

1、食品价格上行带动 CPI 短期走高

CPI 环比回升，核心 CPI 继续下行，未来 CPI 走势以降为主，食品和非食品价格小幅波动。7 月份全国居民消费价格同比上行 2.7%，环比上行 0.6 个百分点；其中食品价格上行 2.8%，非食品价格保持平稳。核心 CPI 同比增速 0.5%，环比保持平稳，核心 CPI 同比上月下行 0.4 个百分点。

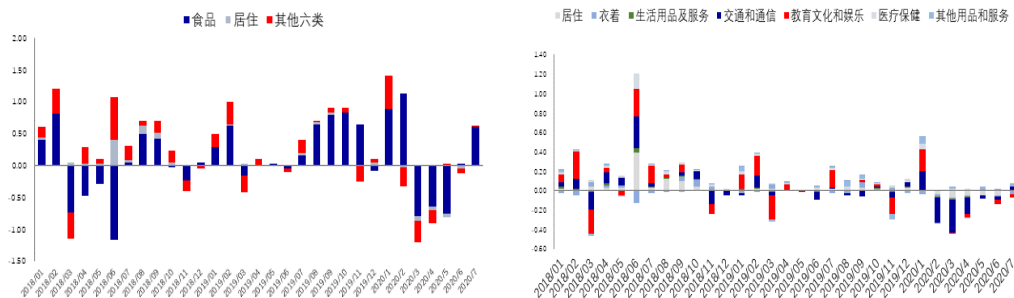
图 1: CPI 同比小幅上行 (%)



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

通胀环比上行，主要猪肉和蔬菜上行带动。7 月 CPI 环比上行，食品价格继续大幅上涨：(1) 猪肉价格上行 10.3%，综合畜肉类价格上行 7.4%；供给方面仍然紧张，天气炎热猪肉生长缓慢，非洲猪瘟再起导致出栏减少制约了猪肉供给；(2) 蔬菜价格上行 6.3%，天气炎热以及南方大水制约了蔬菜产量，带来了蔬菜运输的不便，促使蔬菜价格走高；(3) 非食品价格保持平稳，车用燃料价格出现上行，这是原油价格上行带动的，旅游和衣着价格下跌，药品价格平稳。

图 2: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

数据来源: Wind 中国银河证券研究院

2、猪肉供给仍然紧平衡，蔬菜季节性上涨

猪肉价格处于消费淡季，但供给冲击本月持续存在，未来猪肉价格变动仍然是影响 CPI 最重要的原因。

整体来看，猪肉市场供给仍然不足，搜猪网价格显示，猪肉在经历集中出栏后，猪肉价格在 5 月下旬开始走高，整个 6、7 月份持续上行。需求仍然没有起色，但供给已经开始减少，

加之新冠疫情影响全球畜牧业，带来进口的小幅下行。生猪市场仍然受到非洲猪瘟的扰动，加之疫情带来的不确定性，全年供给仍然处于紧平衡，预计4季度猪肉需求上行，猪肉价格仍然可能上行。

图 3：猪肉价格回落（元/公斤）



数据来源：搜猪网 中国银河证券研究院

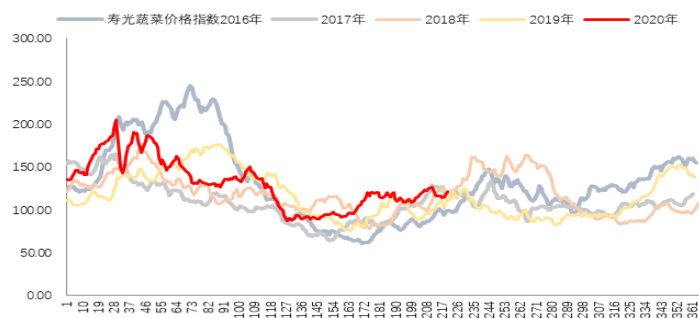
图 4：三轮猪周期价格对比（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

7 月份蔬菜价格上行，蔬菜价格是季节性走高，与往年同期价格基本持平。天气炎热蔬菜生长放缓，加之运输保存价格上行，蔬菜产量受到影响。8 月份是传统的蔬菜价格上行月份，8 月份的天气更加不利于蔬菜的生长和运输，蔬菜价格会顺势走高。

图 5：蔬菜价格指数上行



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

3、未来 CPI 以降为主

7 月份 CPI 环比上行，主要是供给端的影响。消费品价格比上月上行，但服务类价格下跌，核心 CPI 继续下行，通胀忧虑不大。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续

下行，尤其是 2019 年下半年猪肉价格快速上行，而 2020 年下半年猪肉价格可能保持震荡。

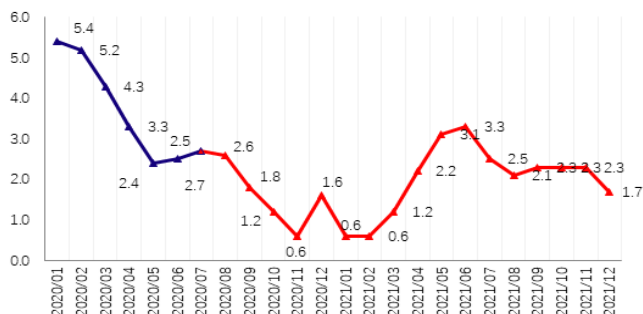
服务类价格上行较为困难，其他食品价格平稳，未来 CPI 以降为主。

我国货币发行继续缓慢上行，信贷走高使得信用货币也有所上升，但货币的短暂走高并未带动居民收入增加，房地产价格基本平稳，资本市场带来的财富效应暂时未体现在消费上。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 本月下降至 0.5% 的水平。

8 月份翘尾影响 2.0%，预计新涨价因素在 0.5% 左右，CPI 同比涨幅约在 2.5% 左右。我们预计 2020 年 CPI 在 2.6% 左右，4 季度 CPI 到达低点。

现阶段我们主要面临需求疲软的难题，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题，有效需求不足。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

图 6：2020-2021 年 CPI 预测 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

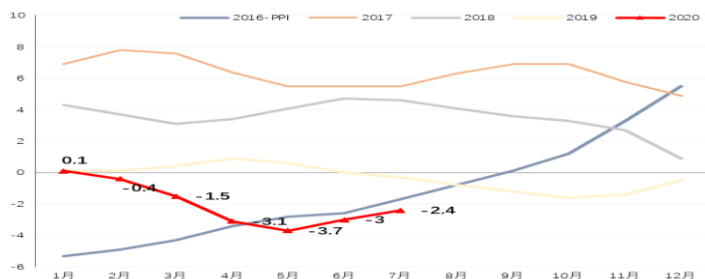
4、原材料价格上行带动 PPI 好转

工业生产者价格 (PPI) 仍然负增长，生产资料价格回升，7 月份生产继续恢复，原油价格回升，带动 PPI 上行。7 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-2.4%，环比 0.4%。2020 年翘尾水平趋近于 0，PPI 变动主要受供需变化影响。

原油价格 7 月份回升，煤炭价格上行，铁矿石价格进入高位，原材料价格回升带动 PPI 上行。未来要面临的主要问题仍然是需求不足，国内政策全力推进基建建设，货币有所放松，国外生产开始恢复，PPI 可能探底后缓步回升。石油天然气开采业环比上行 12.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业上行 3.4%。房地产仍然受到调控的影响，新冠疫情下地方基建加码需要

看落实程度，2020 年下半年如果基建推进，需求端可能好转，未来主要原材料价格需要看需求恢复速度。

图 7：7 月份 PPI 回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

原油价格 7 月继续小幅上行，全球产油国限产保证了供给的下行，需求仍然萎缩，但随着经济重启预计需求回升。

图 8：原油价格上行（美元/桶）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院（剔除了 4 月 20 日的极值价格）

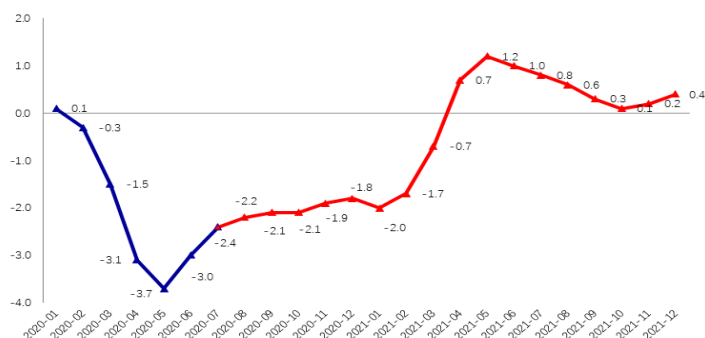
图 9：焦煤和动力煤价格（元）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

2020 年下半年整体需求可能好转，新冠疫情影响了短期需求，随后政府投资可能加码，加上货币政策小幅宽松，未来 PPI 可能缓步回升。但是如果全球面临通缩，那么 PPI 好转速度可能减慢，预计 2020 年 PPI 为 -2.0%。

图 9：PPI 预期（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市

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_3273

