

7月通胀点评

对内需的担忧可能升温

7月通胀整体低于市场预期；CPI 同比增速偏低主要受到国际能源和核心CPI 的拖累，但食品项特别是猪肉价格表现强劲；短期市场对内需疲弱的担忧可能升温，中期内则关注秋冬季能源刚需上升是否会带动国际能源价格反弹，进而造成国内通胀猪油共振；PPI 中生产资料价格疲弱是增速低于预期的主要原因；工业企业开始去库存已经成为共识，若工业增加值增速后续走低可能导致市场下调对下半年经济增速预期。

- 7月CPI 环比增长0.5%，同比增长2.7%，核心CPI 同比增长0.8%，服务价格同比上升0.7%，消费品价格同比上升4%。
- 7月食品价格上涨6.3%，涨幅比上月扩大3.4个百分点，影响CPI 上涨约1.12个百分点，是拉动CPI 增速上行的主要因素。非食品价格上涨1.9%，涨幅比上月回落0.6个百分点，影响CPI 上涨约1.56个百分点。
- 三季度通胀仍有上行压力。7月CPI 同比增速低于市场预期主要有三方面原因，一是核心CPI 同比增速较6月下降，特别是服务价格同比增速下行表明内需整体仍偏弱，二是国际能源价格下降，带动相关产品价格环比由涨转降，三是包括猪肉价格在内的食品价格同比增速上升对CPI 的拉动小于市场预期。我们认为在低基数的影响下，三季度CPI 同比增速仍有破3%的可能性，但考虑到四季度欧洲可能将进入衰退，外需下行叠加内需疲弱，以及四季度基数效应减弱等因素综合影响，预计短期通胀不会成为货币政策的掣肘。但四季度前后需要关注国际能源价格和农产品价格表现，考虑到我国原油和食用油都较依赖国际贸易，如果三季度国内经济增长能够企稳，不排除货币政策在流动性方面边际收紧。
- 7月PPI 环比下降1.3%，同比增长4.2%，其中生产资料同比增长5%，生活资料同比增长1.7%。PPIRM 同比增长6.5%。
- 7月份，原油、有色金属等国际大宗商品价格回落带动国内相关行业价格环比下降，包括化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业等。调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有35个，比上月减少2个。主要行业价格同比中，涨幅扩大的是农副食品加工业，降幅扩大的是黑色金属冶炼和压延加工业。
- PPI 增速下行幅度超预期，市场可能担忧内需。7月PPI 同比增速下行幅度超出市场预期，主要是受到生产资料价格环比大幅回落的影响，从原因来看主要有两方面，一是国际大宗商品价格下跌的传导，二是7月国内生产端有走弱趋势。6月国内工业企业去库存的趋势已经比较明朗，目前7月出口数据依然较好，表明外需尚可，但下半年我国经济增速较大程度上依赖内需和基建投资，如果生产端超预期疲弱，则需要关注市场对房地产政策放松的预期再度升温，以及可能下调全年GDP 增速预测的情况。
- 风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010002

证券分析师: 朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

CPI

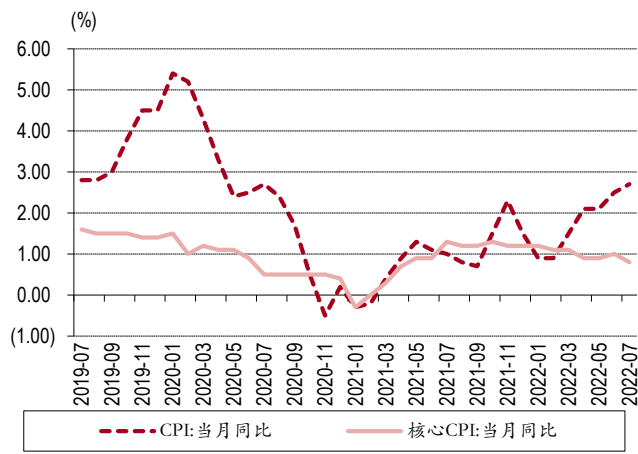
7月CPI同比增速上升，核心CPI同比增速较6月下降。7月CPI环比增长0.5%，增速较6月上升0.5个百分点。从分项看，7月环比增速上升的是食品烟酒（1.9%）、教育文化娱乐（0.5%）和生活用品及服务（0.3%），环比增速下降的是交通通信（-0.7%）、其他用品和服务（-0.7%）和衣着（-0.4%）；7月分项中较6月环比增速上升较多的是食品烟酒，环比增速下降较多的是交通通信。7月CPI同比增长2.7%，较6月上升0.2个百分点，核心CPI同比增长0.8%，较6月下降0.2个百分点，服务价格同比上升0.7%，较6月下降0.3个百分点，消费品价格同比上升4%，较6月上升0.5个百分点。从分项看，7月同比增速较高的依然是交通通信（6.1%），其次是食品烟酒（4.7%），同比增速较6月上升较多的是食品烟酒，较6月同比增速下降幅度较明显的是交通通信、其他用品和服务和教育文化娱乐。据测算，在7月份2.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.9个百分点，新涨价影响约为1.8个百分点。

7月食品环比由降转涨。从环比看，7月食品价格由上月下降1.6%转为上涨3.0%，影响CPI上涨约0.53个百分点；从同比看，食品价格上涨6.3%，涨幅比上月扩大3.4个百分点，影响CPI上涨约1.12个百分点。7月疫情对食品价格的影响逐渐消退，供求和季节性因素的影响加大。受前期生猪产能去化效应逐步显现、部分养殖户压栏惜售和消费需求恢复等因素影响，猪肉价格环比涨幅明显扩大，同比由降转涨；受多地持续高温天气影响，鲜菜价格环比由下降转为上升；鲜果大量上市，价格环比下降，但降幅明显低于历史同期平均水平。

服务价格环比上升，同比走低。从环比看，7月非食品价格由上月上涨0.4%转为下降0.1%，影响CPI下降约0.07个百分点；从同比看，非食品价格上涨1.9%，涨幅比上月回落0.6个百分点，影响CPI上涨约1.56个百分点。受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格环比由涨转降，同比涨幅均有回落；受暑期出行增多影响，飞机票、宾馆住宿、交通工具租赁费和旅游价格环比上涨。但服务价格环比增速虽然较6月上升0.1个百分点，同比增速却较6月下降0.3个百分点，内需整体表现偏弱。

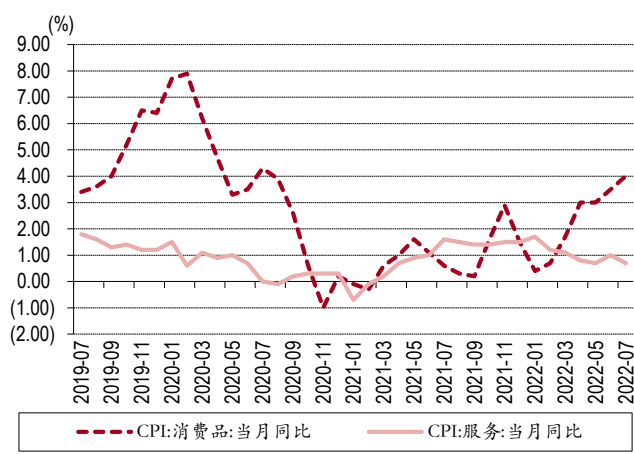
三季度通胀仍有上行压力。7月CPI同比增速低于市场预期主要有三方面原因，一是核心CPI同比增速较6月下降，特别是服务价格同比增速下行表明内需整体仍偏弱，二是国际能源价格下降，带动相关产品价格环比由涨转降，三是包括猪肉价格在内的食品价格同比增速上升对CPI的拉动小于市场预期。我们认为在低基数的影响下，三季度CPI同比增速仍有破3%的可能性，但考虑到四季度欧洲可能将进入衰退，外需下行叠加内需疲弱，以及四季度基数效应减弱等因素综合影响，预计短期通胀不会成为货币政策的掣肘。但四季度前后需要关注国际能源价格和农产品价格表现，考虑到我国原油和食用油都较依赖国际贸易，如果三季度国内经济增长能够企稳，不排除货币政策在流动性方面边际收紧。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



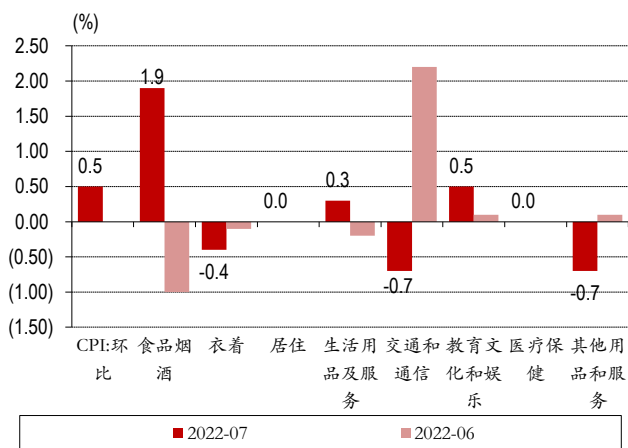
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



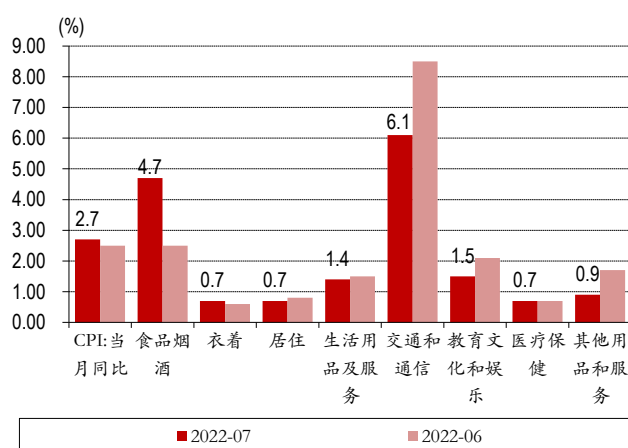
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



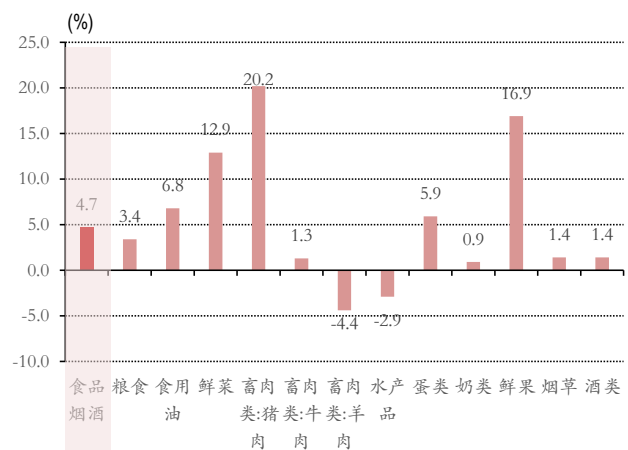
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



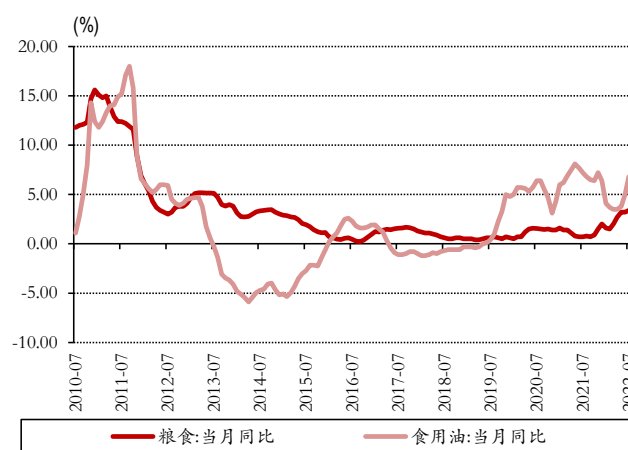
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 食品价格同比增长强劲



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 输入价格压力依然较大



资料来源：万得，中银证券

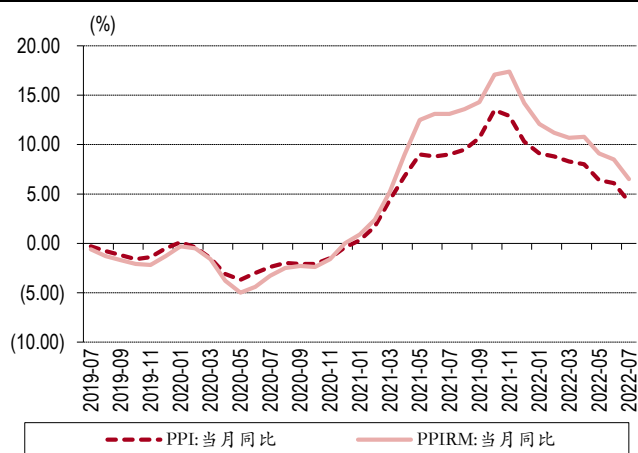
PPI

PPI 同比增速明显低于预期。7 月 PPI 环比下降 1.3%，其中生产资料环比下降 1.7%，生活资料环比上升 0.2%。7 月 PPI 同比增长 4.2%，较 6 月下降 1.9 个百分点，其中生产资料同比增长 5%，较 6 月下降 2.5 个百分点，生活资料同比增长 1.7%，较 6 月持平。PPIRM 同比增长 6.5%，较 6 月下降 2 个百分点，从构成来看，7 月同比增速较高的产品分别是燃料动力（25.1%）、化工原料（8.9%）、农副产品类（8.1%）、纺织原料类（6.3%），同比增速下降的是黑色金属（-7.8%），同比增速较 6 月上升的是农副产品和木材纸浆类，较 6 月下降较多的则是有色金属、黑色金属、燃料动力、化工原料、纺织原料和建筑材料类。据测算，在 7 月份 4.2% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为 1.0 个百分点。

生活资料价格环比大幅下降。7 月生产资料价格中，采掘业环比下降 1.9%，原材料业环比下降 2.5%，加工业环比下降 1.3%。7 月份，原油、有色金属等国际大宗商品价格回落带动国内相关行业价格环比下降，包括化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业等。调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 35 个，比上月减少 2 个。主要行业价格同比中，涨幅扩大的是农副食品加工业，降幅扩大的是黑色金属冶炼和压延加工业。

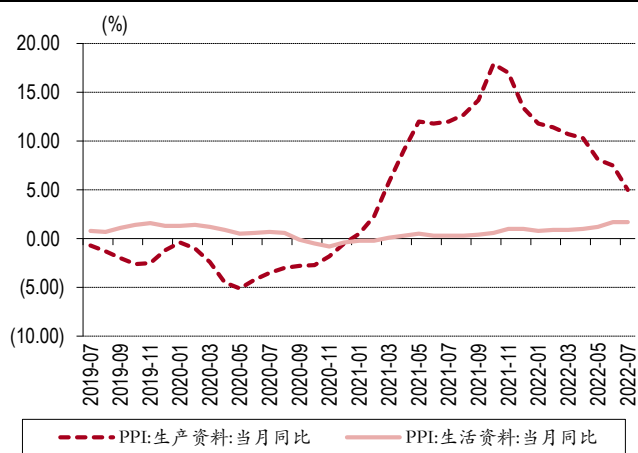
PPI 增速下行幅度超预期，市场可能担忧内需。7月PPI同比增速下行幅度超出市场预期，主要是受到生产资料价格环比大幅回落的影响，从原因来看主要有两方面，一是国际大宗商品价格下跌的传导，二是7月国内生产端有走弱趋势。6月国内工业企业去库存的趋势已经比较明朗，目前7月出口数据依然较好，表明外需尚可，但下半年我国经济增速较大程度上依赖内需和基建投资，如果生产端超预期疲弱，则需要关注市场对房地产政策放松的预期再度升温，以及可能下调全年GDP增速预测的情况。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



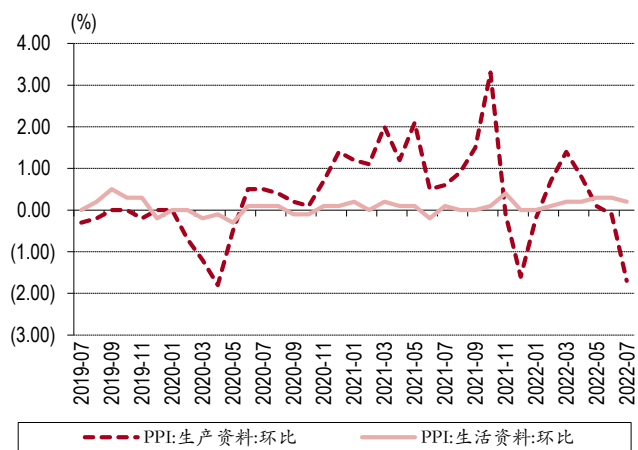
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



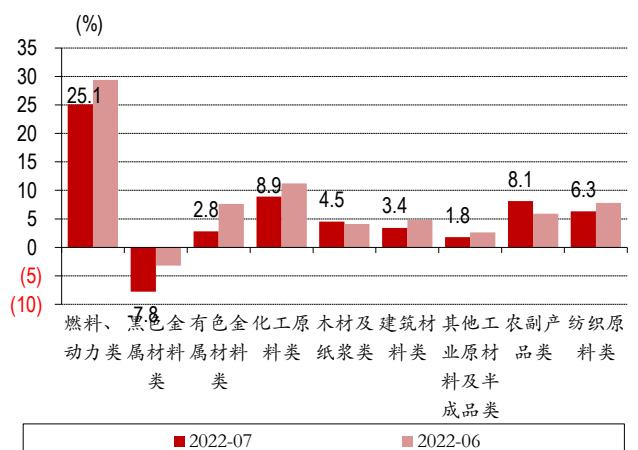
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



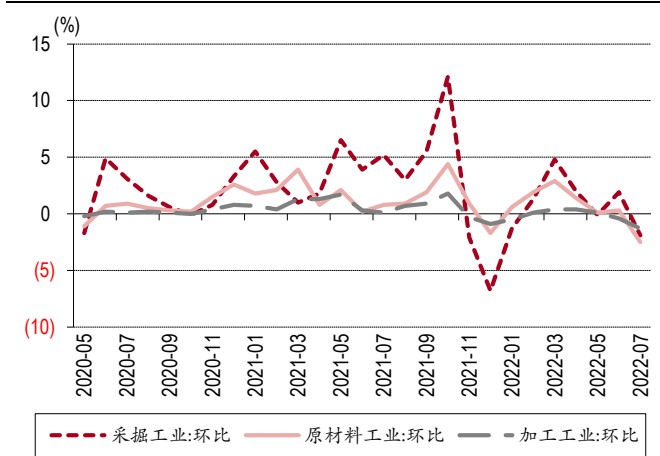
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



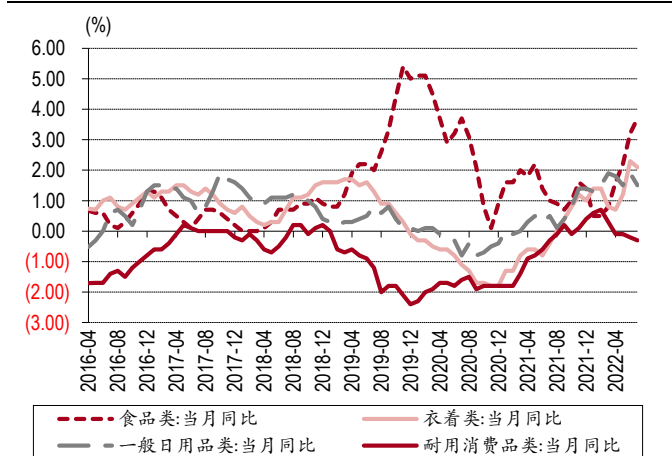
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格环比继续下行



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 食品类价格同比涨幅进一步扩大



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀上行过快; 流动性回流美债; 全球新冠疫情影响扩大。

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_44998



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn