

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

CPI 继续反弹 PPI 如期修复

—7 月物价数据点评

2020 年 8 月 10 日

分析师:

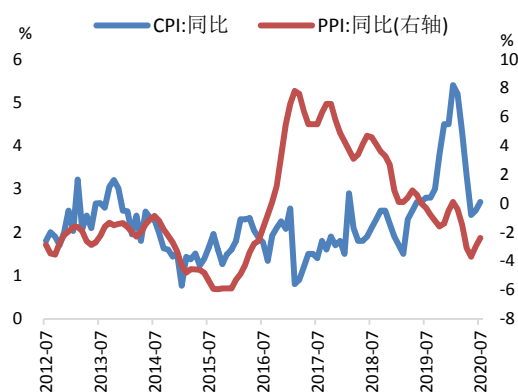
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

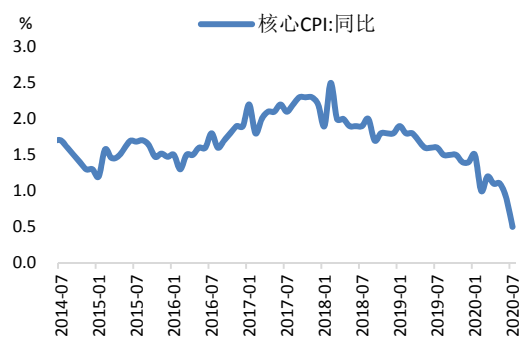
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI 与 PPI



核心 CPI



相关报告

1. 《经济修复上行 政策满而不溢—2020 年中期国内宏观经济展望》
2. 《年内通胀下行 再通胀效应或有限》
3. 《需求弱复苏 通缩压力大—5 月物价数据点评》

内容提要:

7 月 CPI 同比上涨 2.7%，预期 2.6%，前值 2.5%；PPI 同比回落 2.4%，预期回落 2.4%，前值回落 3.0%。

7 月 CPI 基本符合预期，食品超季节性上涨，非食品则延续疲弱。肉类价格涨幅有所反弹，不过预计 8-9 月猪肉价格或震荡回落，4 季度下跌将有所加速。非食品价格连续 6 个月弱于季节性，核心 CPI（同比 0.5%）加速下滑。近期 CPI 虽然反弹但幅度可控且主要是肉类（尤其是猪肉）价格反弹拉动，7 月剔除畜肉类的 CPI 同比仅为-0.2%，需求不振的情况较为显著。从政策端看，货币政策从 1 季度应急式大幅宽松已经转为总体稳健与结构性宽松，财政政策仍然以加大基建投资为主，对提高整体居民收入以及加速终端消费的作用相对有限。叠加肉类价格对 CPI 的拉动效应放缓甚或是进入拖累阶段，未来 CPI 或再度下行。短期而言，9 月 CPI 或跌破 2%，4 季度加速下行至 0.5%左右或更低，维持全年同比增长 2.6%的判断不变。

PPI 符合市场预期，大宗商品价格同比跌幅连续第 3 个月收窄。从国内中观高频数据看，生产指标逆季节性走强，需求小幅加速，有利于大宗商品价格继续修复。展望未来，欧美复工辅以庞大的货币与财政刺激，短期国内房地产投资与基建投资仍然向好，利于商品价格恢复，叠加 2019 年 8-11 月 CRB 与原油价格基数较弱，下半年 PPI 逐步上行，但年内通缩趋势不改，预计全年同比下滑 1.9%左右。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 8 月 10 日公布的数据显示，7 月 CPI 同比上涨 2.7%，预期 2.6%，前值 2.5%；PPI 同比回落 2.4%，预期回落 2.4%，前值回落 3.0%。

点评：7 月 CPI 与 PPI 再度联手上行但含义各不相同。CPI 的上行来自于肉类（尤其是猪肉）价格的扰动，剔除肉类的 CPI 仅为-0.2%，非食品价格连续 6 个月弱于季节性特征，核心 CPI（0.5%）亦加速下行至有数据新低，终端需求依然疲弱。PPI 跌幅收窄，反映出近期海外复工叠加国内基建与地产投资向好对大宗商品价格的提振。上述情况或从侧面反映出此前政策对提高整体居民收入以及加速终端消费的作用相对有限。

1、CPI 小幅反弹但总体可控

7 月 CPI 和市场预期基本一致，食品超季节性上涨，非食品则延续疲弱。

从环比看，CPI 上涨 0.6%，强于历史（2011-2019 年，下同）均值（上涨 0.2%），食品表现较强而非食品较弱。从同比看，食品烟酒类价格同比上涨 8.5%，影响 CPI 上涨约 2.55 个百分点（贡献率 106%）。食品中，畜肉类价格上涨 61.1%，影响 CPI 上涨约 2.90 个百分点，其中猪肉价格上涨 85.7%，影响 CPI 上涨约 2.32 个百分点；鲜菜价格上涨 7.9%，影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点；水产品价格上涨 4.7%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；粮食价格上涨 1.6%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜果价格下降 27.7%，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；蛋类价格下降 14.5%，影响 CPI 下降约 0.09 个百分点。在 2.7% 的同比涨幅中，翘尾因素和新涨价因素分别为 2.9、-0.2 个百分点，后者较 6 月收窄 0.6 个百分点。

食品价格环比表现大幅超季节性，子项除鲜果外悉数上涨。7 月食品价格环比上涨 2.8%，大幅强于历史均值（上涨 0.3%）。

肉类价格涨幅有所反弹。其中，7 月猪肉价格环比大涨 10.3%，强于历史均值（上涨 3.1%），为近 9 个月最大涨幅；同比上涨 85.7%，较 6 月扩大 4.1 个百分点，涨幅为近 8 个月最低，拉动 CPI 2.32 个百分点，较 6 月扩大 0.27 个百分点。肉禽及其制品环比上涨 7.4%（6 月为上涨 2.2%，3-5 月持续下跌），同比上涨 61.1%（5-6 月均为 57.4%），拉动 CPI 2.9 个百分点。洪灾影响供给与运输、需求有所复苏推动猪肉价格反弹，但总需求仍然偏弱、供给陆续恢复以及 2019 年 8 月起基数大幅跳升将抑制其上涨，尤其是后者，2019 年 4-7 月平均涨幅为 20.2%，但 8-12 月平均涨幅为 84.9%。预计 8-9 月猪肉价格震荡回落，4 季度下跌将有所加速。

蔬菜、鸡蛋、鲜果等价格环比均强于季节性，只有粮食表现偏弱。7月蔬菜、鸡蛋、鲜果价格环比变化分别为6.3%、3.1%、-4.4%，均强于历史均值（分别为2.8%、0.9%、-5.9%），主要还是受洪灾影响。7月粮食价格环比持平，弱于历史均值（增长0.1%）；近3个月环比均值为0.1%，与历史均值持平，近期走势与我们今年5月专题报告《粮食安全：短期有保障 长期需重视》中的判断是一致的。

非食品价格连续6个月弱于季节性。7月非食品价格环比持平，弱于历史均值（上涨0.2%）。分项数据2涨3平2降，其中其他用品和服务、交通和通信价格分别上涨0.8%和0.3%；居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平；衣着、教育文化和娱乐价格分别下降0.5%和0.2%。

核心CPI加速下滑。7月除去食品与能源的核心CPI同比上涨0.5%，为有数据以来最低，大幅弱于历史均值（上涨1.8%）；环比持平，弱于历史均值（上涨0.3%）。今年2-5月核心CPI同比增速虽然较1月的1.5%回落，但尚且维持在1.0-1.2%，但6月降至0.9%，7月进一步下行至0.5%，表明终端需求仍然疲弱。

综上，近期CPI虽然反弹但幅度可控且主要是肉类（尤其是猪肉）价格反弹拉动，7月剔除畜肉类的CPI同比仅为-0.2%（5-7月均值为-0.15%），核心CPI也仅为0.5%，需求不振的情况较为显著。从政策端看，货币政策从1季度应急式大幅宽松已经转为总体稳健与结构性宽松，财政政策仍然以加大基建投资为主，对提高整体居民收入以及加速终端消费的作用相对有限。叠加肉类价格对CPI的拉动效应放缓甚或是进入拖累阶段，未来CPI或再度下行。短期而言，9月CPI或跌破2%，4季度加速下行至0.5%左右或更低，维持全年同比增长2.6%的判断不变。

2、PPI符合预期，未来仍将修复上行

PPI符合市场预期。7月PPI环比回落0.4%，弱于2011-2019年均值（持平）；同比回落3.7%，低于市场预期（回落3.3%）。PPIRM环比回落1.2%，同比回落5.0%。在-3.7%的同比降幅中，翘尾因素约为-0.5个百分点，新涨价因素约为-3.2个百分点，后者跌幅较前值扩大0.4个百分点。

统计局的数据还显示，7月生产资料价格上涨0.5%，生活资料价格上涨0.1%，涨幅均与上月相同。从调查的40个工业行业大类看，价格上涨的有21个，比上月减少1个；下降的15个，增加3个；持平的4个，减少2个。受国际原油价格持续反弹影响，石油相关行业价格继续上涨，其中，石油和天然气开采业价格上涨12.0%，石油、煤炭及其他燃料加工

业价格上涨 3.4%。其他主要行业中，价格涨幅扩大的有有色金属冶炼和压延加工业，上涨 3.1%，扩大 1.2 个百分点；农副食品加工业，上涨 1.0%，扩大 0.6 个百分点。价格涨幅回落的有黑色金属矿采选业，上涨 2.7%，回落 0.2 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 1.1%，回落 0.8 个百分点。此外，煤炭开采和洗选业、汽车制造业价格均由降转涨，分别上涨 0.6% 和 0.1%。

大宗商品价格同比跌幅连续第 3 个月收窄。7 月 CRB 指数均值环比上涨 3.9%（6 月为 8.5%，下同），同比回落 21.2%（-22.7%）；Brent 原油价格均值环比上涨 6.0%（25.8%），同比回落 32.7%（-35.3%）。

从国内中观高频数据看，生产指标逆季节性走强，需求小幅加速，有利于大宗商品价格继续修复。生产方面，7 月制造业 PMI 生产指数为 54.0%，同环比表现均强于往年，当月高炉开工率较去年同期提高 3.5 个百分点，8 月第 1 周仍然环比上升 0.6 个百分点。7 月进口数据显示，铁矿砂及其精矿原油、钢材累计同比增速分别为 11.8%、12.1%、49.3%，均较 6 月继续提升，尤其是钢材当月同比增长 210.2%，绝对量为 2004 年 5 月以来新高。库存方面，钢铁库存连续 4 周去化，8 月第 1 周库存同比增长 19.1%，为近 24 周以来最低，较 7 月初下降 16 个百分点。需求方面，7 月 30 个大中城市商品房成交面积同比增长 11.5%，较 6 月加速 2.1 个百分点，此外 7 月汽车销售批零端均转正，显示需求有所恢复。

展望未来，欧美复工辅以庞大的货币与财政刺激，短期国内房地产投资与基建投资仍然向好，利于商品价格恢复，叠加 2019 年 8-11 月 CRB 与原油价格基数较弱，今年下半年 PPI 逐步上行，但年内通缩趋势不改，预计全年同比下滑 1.9% 左右。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系

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_3230

