

宏观点评

年内 PPI 会超预期转正么？——兼评 7 月物价

事件：7 月 CPI 同比 2.7%（预期 2.6%，前值 2.5%）；7 月 PPI 同比 -2.4%（预期 -2.4%，前值 -3.0%）。

1、CPI 结构性通胀难掩需求仍弱，其中食品项的猪肉、鲜菜价涨主因短期供给收缩，非食品价格和核心 CPI 仍弱。7 月 CPI 同比增长 2.7%，涨幅较 6 月扩大 0.2 个百分点；食品同比增长 13.2%，涨幅扩大 2.1 个百分点，非食品同比增长 0.0%，涨幅缩窄 0.3 个百分点。剔除食品和能源的核心 CPI 同比增长 0.5%，涨幅缩窄 0.4 个百分点。总体看，食品项上涨主因短期供给收缩，不影响 CPI 下行趋势；非食品 and 核心 CPI 延续走低，反映需求仍弱。

1) 食品项环比连续两个月正增。7 月 CPI 食品环比上涨 2.8% 主要受短期因素影响：一是洪涝灾害影响生猪调运，叠加餐饮恢复提振猪肉需求，CPI 猪肉分项环比上涨 10.3%（前值 3.6%）；二是受不利天气影响，CPI 鲜菜环比上涨 6.3%（前值 2.8%）；三是夏季产蛋率下降，CPI 蛋类环比上涨 3.1%（此前连续 9 个月环比负增）。食品涨价主因近期洪灾和异常天气导致供需失衡，预计持续性有限。

2) 非食品低于季节性、核心 CPI 同比续降，反映需求仍弱。7 月核心 CPI 同比增长 0.5%，连续 4 个月持平或下降。前期报告《价格角度看供需分化——兼评 6 月物价数据》中我们曾指出 CPI 非食品价格分化体现疫后就业压力仍大，服务消费仍弱。其中房租、家庭服务价格走低反映疫后真实就业压力较大；交通通信、旅游价格走低，反映服务消费仍承压，7 月这一特征延续。7 月 CPI 非食品环比为 0%，低于近 5 年同期均值 0.24 个百分点。其中，房租、家庭服务、交通工具、旅游价格环比分别为 0%、0.1%、-0.4%、-1.5%，低于季节性 0.35、0.2、0.17、7.71 个百分点。

2、7 月 PPI 同比延续修复，结构分化。7 月 PPI 同比下降 2.4%，降幅缩窄 0.6 个百分点；PPI 环比上涨 0.4%，涨幅持平前值。7 月 PPI 同比跌幅缩小与翘尾因素走高、油价续涨、上游行业价格修复有关。7 月 PPI 翘尾因素为 0 个百分点，较 6 月提升 0.2 个百分点。分行业看：1) 石化产业链价格继续修复，7 月布伦特油价环比上涨 6%，对应石油和天然气开采 PPI 环比上涨 12%，石油加工环比上涨 3.4%。2) 黑色、有色金属矿采选、冶炼及压延加工业 PPI 环比连续 3 个月维持正增，反映基建、房地产投资等需求持续改善。3) 此外，7 月 PPI 环比涨幅显著扩大的行业还有煤炭开采和洗选业、农副食品加工业、造纸及纸制品业、燃气生产和供应业等。维持此前观点，PPI 上游工业品价格恢复速度快于下游消费品，反映下游需求仍弱于上游生产。

3、年内 PPI 回升会超预期吗？会转正吗？近期贵金属、工业品持续涨价，引发市场对 PPI 涨幅是否会超预期的关注。对此，可分四大因素分析：1) 油价：供给收紧、需求恢复，预计下半年油价逐步回升至 50 美元/桶左右，有望催化化工品价格回升。不过对于 PPI 同比的影响可能仍是负拉动（-0.8 至 -1.2 个百分点）。2) 全球供需错位叠加流动性宽松，工业品、有色金属、贵金属等可能继续涨价：需求端，中国经济边际复苏带动需求恢复；供给端，疫情反复导致工业品、有色金属等供给受限，例如南美智利、巴西等矿产国家铜生产受到影响。叠加全球货币、财政宽松、美元走弱等因素，工业品、有色金属、贵金属可能继续涨价。3) 国内投资回升趋势较为确定，特别是下半年财政宽松将刺激基建需求，玻璃等建材价格有望持续上涨。4) 随着海外复工复产的进行，出口可能逐渐改善，预计利于 PPI 环比的修复。

综合上述 4 点，我们认为下半年 PPI 修复以结构性为主，全面修复尚需等待，价格抬升幅度不及 2016 年。1) 当前内外需修复情形可对标 2016 年，并带动 PPI 触底回升。2) 但 PPI 修复幅度应该比不上 2016 年：一方面，三大类¹比较看，PPI 修复速度为上游原材料>下游消费品>中游制造业，与 16-17 年的全面修复尚有差距，其中修复幅度最大的上游原材料占 PPI 比重约 41%。另一方面，即使把 8-12 月 PPI 环比假定为 2016 年 3 月-2017 年 2 月 PPI 修复周期的 PPI 环比均值（约 0.6%），今年 PPI 同比刚好在 12 月才能回到 0% 以上，而我们认为这已属于较为乐观的情形。

4、后续价格判断：CPI：随着疫情、南方洪灾等影响的减弱，预计 8 月 CPI 食品环比涨幅缩窄，初步估计 8 月 CPI 同比回落至 2.4% 左右，之后整体趋回落。PPI：8 月以来大宗商品价格持续上涨，但近期速度有所放缓，初步预计 8 月 PPI 同比继续回升至 -2.0% 左右，之后继续逐渐回升，但年内难转正。

风险提示：疫情反弹超预期、猪肉供给恢复超预期、经济恢复速度超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

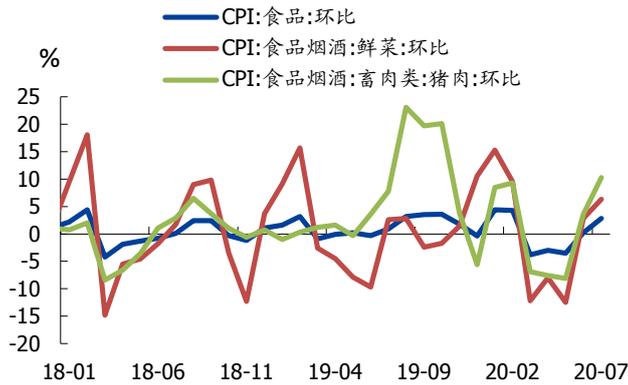
相关研究

- 1、《上半年货币政策和财政政策执行报告的 8 大信号》
2020-08-07
- 2、《7 月 PMI 再超预期，关注供需分化收敛》2020-07-31
- 3、《价格角度看供需分化——兼评 6 月物价数据》
2020-07-09
- 4、《宏观专题：通胀还是通缩？——从宏观机理到中观线索》2020-07-06
- 5、《货币超发会引发通胀吗？——兼评 5 月物价数据》
2020-06-10
- 6、《全面评估粮食涨价的可能性与影响——兼评 3 月通胀》2020-04-11

¹ 上游原材料包括采矿业、石化燃料&化学品&非金属&金属冶炼加工业、公用事业；中游制造业包括通用&专用&运输&电子&电气设备、仪器仪表、金属制品制造业；下游消费品业包括食品饮料烟草、纺织服装印刷文体用品、医药、汽车制造业。数据截至 2020 年 6 月。

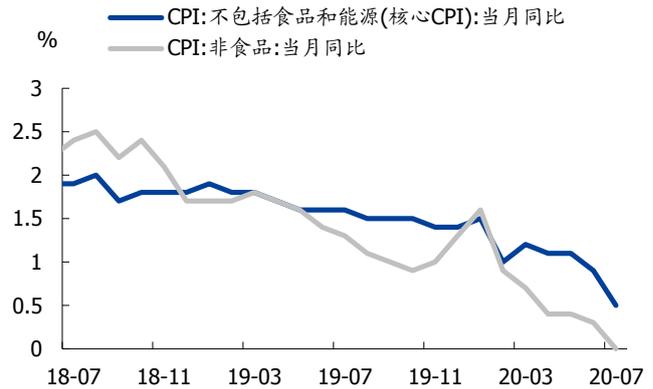


图表1: 7月猪肉、鲜菜价格环比继续走高



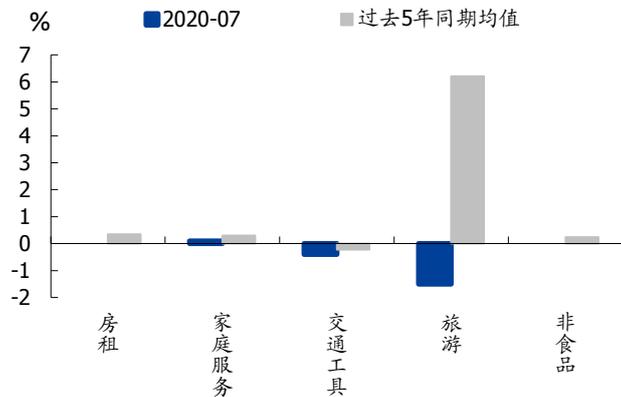
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 7月非食品CPI和核心CPI价格走低



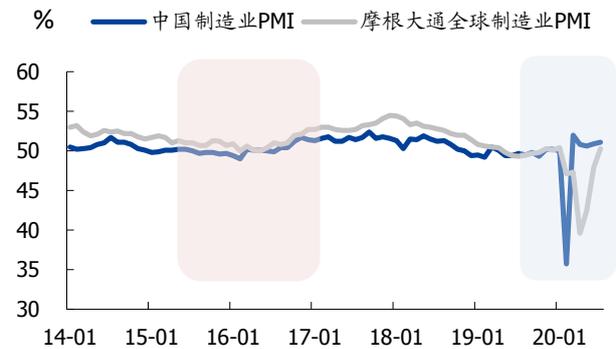
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: CPI非食品反映就业、服务消费压力仍大



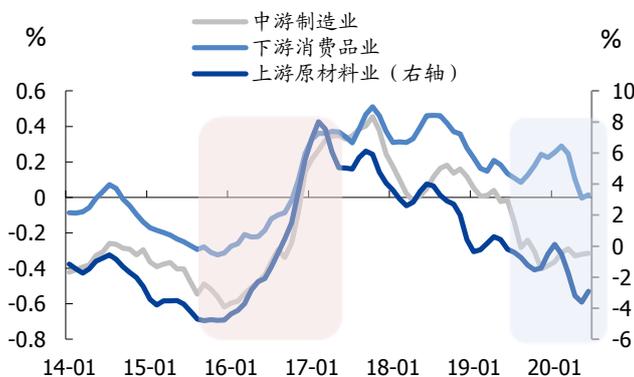
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 当前内外需的修复可对标2016年



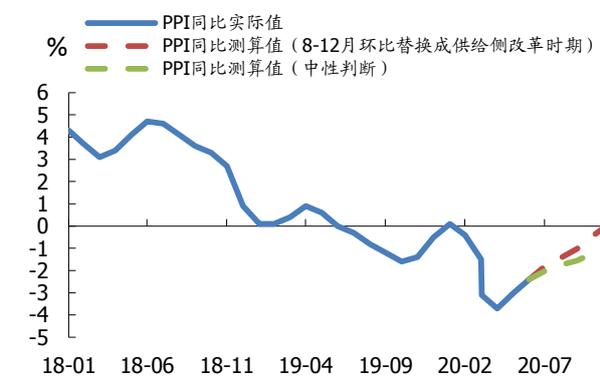
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 当前PPI修复仍存在明显的结构分化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: PPI分情形测算



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_3287



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>