日期：2020 年 08 月 12 日

价格稳中有升 核心通胀仍低

——2020 年 7 月物价数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ **主要观点：**

CPI 小幅上升，PPI 持续改善

食品季节性波动，CPI 小幅上升。从环比看，CPI 由上月下降 0.1%转为上涨 0.6%。其中，食品价格上涨 2.8%，涨幅比上月扩大 2.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.62 个百分点。食品中，由于夏季部分地区洪涝灾害对生猪的出栏调运造成了影响，猪肉环比上涨 10.3%，涨幅比上月扩大 6.7 个百分点；而鲜菜则继续受到异常天气影响，环比上涨 6.3%，涨幅扩大 3.5 个百分点。从同比来看，CPI 上涨 2.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。其中，食品价格上涨 13.2%，涨幅扩大 2.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.68 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点，核心 CPI 仍偏弱。PPI 同比跌幅继续收窄，通缩改善。从环比看，PPI 上涨 0.4%，涨幅与上月相同。由于各国经济重启后工业生产加快，需求回暖，国际大宗商品价格回升。从同比看，PPI 下降 2.4%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点。主要行业价格降幅均有所收窄。整体来看，价格指数表现平稳。CPI 略超预期，主要由于食品受季节性因素影响，尤其是鲜菜、猪肉，但核心通胀仍旧低迷且进一步下降。随着需求的回暖，工业品通缩持续改善，价格回升。

经济回升带动市场走稳

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。结构性行情延续，不改变中国股市核心资产的机会。货币虽维持宽松，但转向适度，货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市短期压力仍然存在。

货币政策将逐步正常化

7月CPI超预期，主要受当期洪灾等偶发扰动因素影响，导致蔬菜、猪肉等农副产品和食品的非季节性上涨。随着扰动因素消除，未来价格波动将恢复正常，当前的价格回升趋势并不能延续。另一方面，定价体系变化带来国际原油市场低位震荡趋势，也将延续较长时期；但较前期已有所改善，随着需求的改善，带动了国际大宗商品市场价格的回升。整体来看，国内价格在经济运行压力下，仍然将维持偏低，消费品和工业品价格之间的“剪刀差”将全年延续，但差距也将缩小。价格平稳，尤其是核心通胀偏低，也使得货币政策没有转向收紧的基础。但较危机期间的临时宽松，货币政策正常化也不可避免。近期上层多次表态以及货币政策报告中也反映出货币政策更加注重适度，强调政策的精准导向以及直达性，未来会更倾向于结构性工具，要引流而非只放水，将水引至制造业和中小微企业，M2以及社融也将合理回归。

事件：7 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2020 年 7 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.7%。其中，城市上涨 2.4%，农村上涨 3.7%；食品价格上涨 13.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 4.3%，服务价格持平。1—7 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.7%。7 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.6%。其中，城市上涨 0.6%，农村上涨 0.8%；食品价格上涨 2.8%，非食品价格持平；消费品价格上涨 1.0%，服务价格下降 0.1%。2020 年 7 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.4%，环比上涨 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 3.3%，环比上涨 0.9%。1—7 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.0%，工业生产者购进价格下降 2.7%。

表 1：7 月 CPI、PPI 数据预期（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	2.7	2.5	2.8
PPI 同比	-2.4	-3.0	-0.3

数据分析：数据特征和变动原因

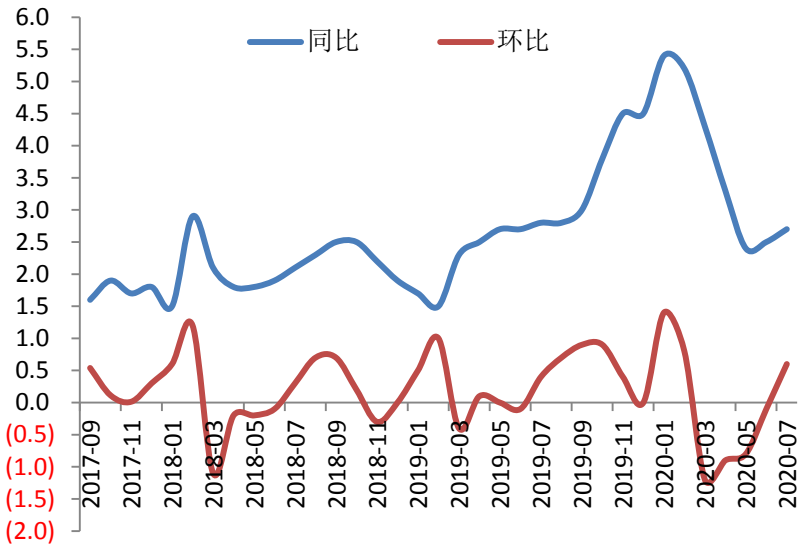
1. CPI 小幅回升

从环比看，CPI 由上月下降 0.1%转为上涨 0.6%。其中，食品价格上涨 2.8%，涨幅比上月扩大 2.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.62 个百分点。食品中，由于夏季部分地区洪涝灾害对生猪的出栏调运造成了影响，叠加餐饮服务业恢复，对猪肉的需求上升，猪肉环比上涨 10.3%，涨幅比上月扩大 6.7 个百分点；而鲜菜则继续受到异常天气影响，环比上涨 6.3%，涨幅扩大 3.5 个百分点；由于蛋鸡存栏减少，夏季产蛋率有所下降，鸡蛋价格在连续 9 个月下降后转涨，上涨 4.0%；鲜果大量上市，价格继续下降 4.4%，降幅比上月收窄 3.2 个百分点。非食品价格由上月下降 0.1%转为持平。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别上涨 2.5%和 2.7%；暑期出游需求有所恢复，飞机票和宾馆住宿价格分别上涨 2.9%和 1.7%；夏装换季促销，服装价格下降 0.5%。

从同比来看，CPI 上涨 2.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。其中，食品价格上涨 13.2%，涨幅扩大 2.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.68 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 85.7%，涨幅比上月扩大 4.1 个百分点；鲜菜价格上涨 7.9%，涨幅扩大 3.7 个百分点；水产品价格上涨 4.7%，涨幅回落 0.1 个百分点；鸡蛋价格下降 16.6%，降幅扩大 0.8 个百分点；鲜果价格下降 27.7%，降幅收窄 1.3 个百分点。

非食品价格由上月上涨 0.3%转为持平。非食品中，医疗保健价格上涨 1.6%，交通和通信价格下降 4.4%，其中汽油和柴油价格分别下降 15.7%和 17.5%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点，核心 CPI 仍偏弱。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 2.9 个百分点，新涨价影响约为-0.2 个百分点。

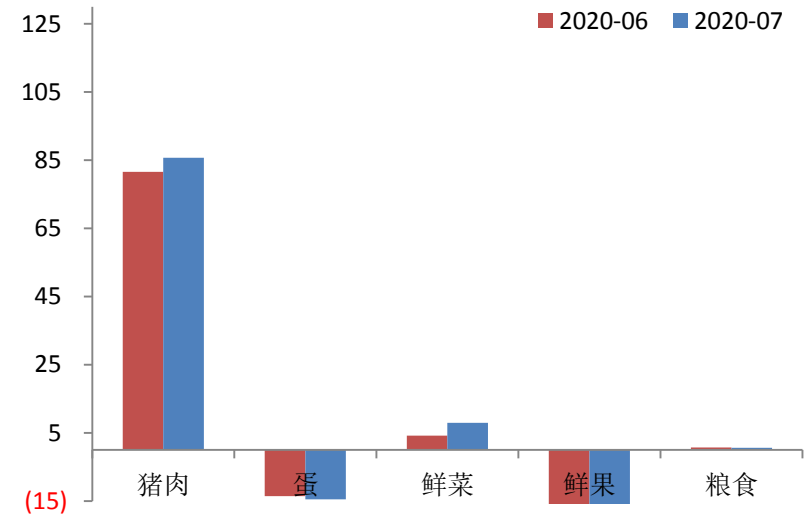
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源： wind，上海证券研究所

7 月份，食品烟酒类价格同比上涨 10.2%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 3.07 个百分点。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。

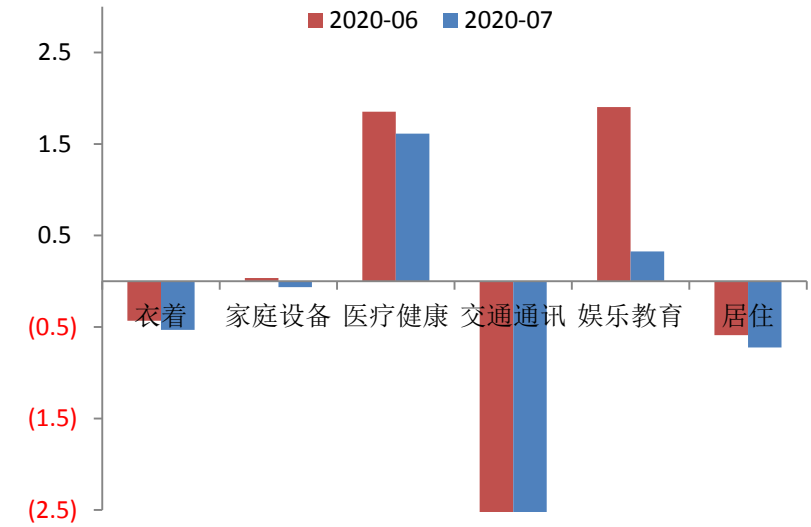
图 2：食物价格分项同比（%）



数据来源： wind，上海证券研究所

7 月，其他七大类价格三涨四降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 5.1%、1.6%和 0.3%；交通和通信、居住价格分别下降 4.4%和 0.7%，衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.5%和 0.1%。

图 3：非食物分项同比（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

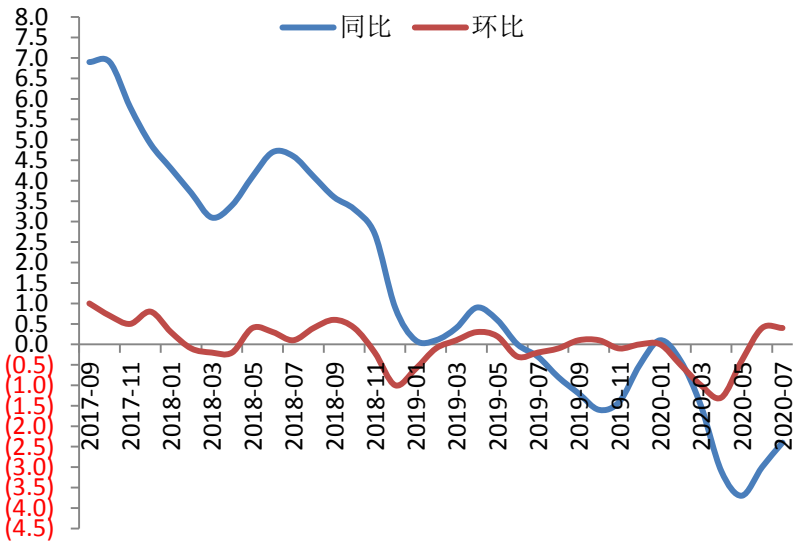
2. 通缩继续改善

从环比看，PPI 上涨 0.4%，涨幅与上月相同。由于各国经济重启后工业生产加快，需求回暖，国际大宗商品价格回升。其中，生产资料价格上涨 0.5%，生活资料价格上涨 0.1%。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。国际油价继续回升，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%。

从同比看，PPI 下降 2.4%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 3.5%，降幅收窄 0.7 个百分点；生活资料价格上涨 0.7%，涨幅扩大 0.1 个百分点。主要行业价格降幅均有所收窄。其中，石油和天然气开采业价格下降 27.8%，收窄 11.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 17.0%，收窄 4.6 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 7.5%，收窄 0.4 个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降 7.4%，收窄 1.9 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.6%，收窄 0.5 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格由降转涨，上涨 0.7%。据测算，在 7 月份 2.4%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-2.4 个百分点。

图 4：PPI 同比、环比（%）

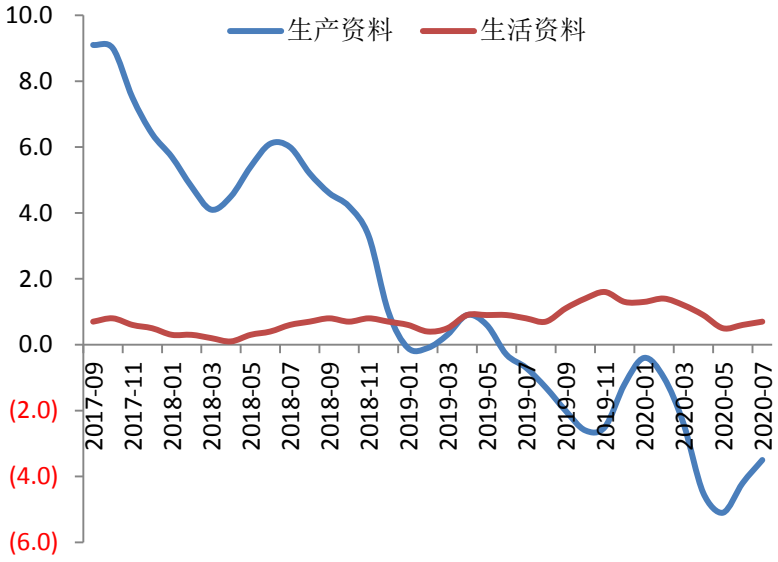


数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 3.5%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.56

个百分点。其中，采掘工业价格下降 7.1%，原材料工业价格下降 6.9%，加工工业价格下降 1.8%。生活资料价格同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.19 个百分点。其中，食品价格上涨 3.7%，衣着价格下降 1.1%，一般日用品价格下降 0.8%，耐用消费品价格下降 1.6%。

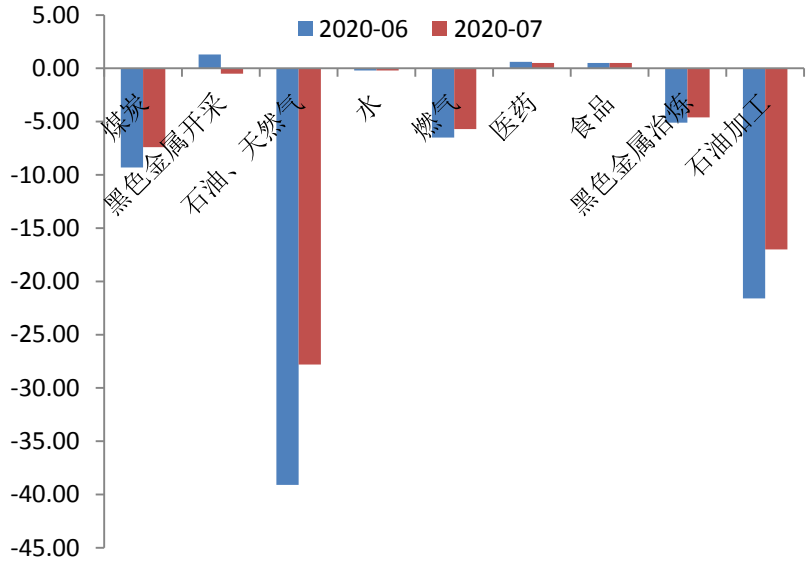
图 1：生产资料和生活资料价格指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者主要行业出厂价格中，煤炭开采和洗选业价格同比下降 7.4%，降幅收窄 1.9 个百分点；黑色金属矿采选业下降 0.5%，由涨转降；石油和天然气开采业下降 27.8%，降幅收窄 11.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 17%，降幅收窄 4.6 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 4.6%，降幅收窄 0.5 个百分点。

图 6：PPI 细项（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

CPI 小幅上升，PPI 持续改善

食品季节性波动，CPI 小幅上升。从环比看，CPI 由上月下降 0.1%转为上涨 0.6%。其中，食品价格上涨 2.8%，涨幅比上月扩大 2.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.62 个百分点。食品中，由于夏季部分地区洪涝灾害对生猪的出栏调运造成了影响，叠加餐饮服务业恢复，对猪肉的需求上升，猪肉环比上涨 10.3%，涨幅比上月扩大 6.7 个百分点；而鲜菜则继续受到异常天气影响，环比上涨 6.3%，涨幅扩大 3.5 个百分点。从同比来看，CPI 上涨 2.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。其中，食品价格上涨 13.2%，涨幅扩大 2.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.68 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 85.7%，涨幅比上月扩大 4.1 个百分点；鲜菜价格上涨 7.9%，涨幅扩大 3.7 个百分点；水产品价格上涨 4.7%，涨幅回落 0.1 个百分点；鸡蛋价格下降 16.6%，降幅扩大 0.8 个百分点；鲜果价格下降 27.7%，降幅收窄 1.3 个百分点。非食品价格由上月上涨 0.3%转为持平。非食品中，医疗保健价格上涨 1.6%，交通和通信价格下降 4.4%，其中汽油和柴油价格分别下降 15.7%和 17.5%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点，核心 CPI 仍偏弱。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 2.9 个百分点，新涨价影响约为-0.2 个百分点。

PPI 同比跌幅继续收窄，通缩改善。从环比看，PPI 上涨 0.4%，涨幅与上月相同。由于各国经济重启后工业生产加快，需求回暖，国

际大宗商品价格回升。国际油价继续回升，石油相关行业价格继续上涨。从同比看，PPI 下降 2.4%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 3.5%，降幅收窄 0.7 个百分点；生活资料价格上涨 0.7%，涨幅扩大 0.1 个百分点。主要行业价格降幅均有所收窄。其中，石油和天然气开采业价格下降 27.8%，收窄 11.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 17.0%，收窄 4.6 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 7.5%，收窄 0.4 个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降 7.4%，收窄 1.9 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.6%，收窄 0.5 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格由降转涨，上涨 0.7%。据测算，在 7 月份 2.4%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-2.4 个百分点。

整体来看，价格指数表现平稳。CPI 略超预期，主要由于食品受季节性因素影响，尤其是鲜菜、猪肉，但核心通胀仍旧低迷且进一步下降。随着需求的回暖，工业品通缩持续改善，价格回升。

经济回升带动市场走稳

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。结构性行情延续，不改变中国股市核心资产的机会。货币虽维持宽松，但转向适度，货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市短期压力仍然存在。

趋势预测分析：

货币政策将逐步正常化

7 月 CPI 超预期，主要受当期洪灾等偶发扰动因素影响，导致蔬菜、猪肉等农副产品和食品的非季节性上涨。随着扰动因素消除，未来价格波动将恢复正常，当前的价格回升趋势并不能延续。另一方面，定价体系变化带来国际原油市场低位震荡趋势，也将延续较长时期；但较前期已有所改善，带动了国际大宗商品市场价格的回升。整体来看，国内价格在经济运行压力下，仍然将维持偏低，消费品和工业品价格之间的“剪刀差”将全年延续，但差距也将缩小。价格平稳，尤其是核心通胀偏低，也使得货币政策没有转向收紧的基础。但较危机期间的临时宽松，货币政策正常化也不可避免。近期上层多次

表态以及货币政策报告中也反映出货币政策更加注重适度，强调政策的精准导向以及直达性，未来会更倾向于结构性工具，要引流而非只放水，将水引至制造业和中小微企业，M2 以及社融也将合理回归。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。