宏观研究

洪涝灾害过后，CPI 和 PPI 将走向分化

——7 月物价数据点评

宏观事件点评　　2020 年 08 月 11 日

报告摘要：

7月CPI同比上涨2.7%，核心CPI同比上升0.5%，PPI同比下降2.4%。猪肉、鲜菜和油价回升是CPI和PPI环比回升主要原因。

- **重要信息一，核心CPI大幅下降**

7月，核心CPI下降至0.5%，较6月的0.9%大幅下跌0.4%。核心CPI是反映社会经济实际需求的重要指标，也与利率债走势较为密切。核心CPI的大幅下降反映出尽管当前中国经济处于复苏阶段，但在消费端恢复较慢的背景下，复苏的斜率可能受阻，未来应当尽可能提高居民可支配收入，出台一些鼓励消费的政策，以引导总需求恢复。

- **重要信息二，洪水已过，食品价格将重回下跌通道**

6月以来食品价格由跌转升的根本原因在于南方洪涝灾害对食品供应产生了严重冲击，导致猪肉和鲜菜价格大幅回升。但未来来看，洪涝灾害已基本过去，而生猪补库存取得良好效果，未来几个月猪肉价格将重回下跌通道，预计猪肉将跌至40元以下，带动食品价格快速回落。

- **重要信息三，油价回升驱动PPI回升，但未来PPI回升速度将放慢**

7月PPI继续环比回升，主要是受国际油价反弹影响。国际油价对PPI影响通常滞后一个月，因此5-6月国际油价反弹带动6-7月PPI反弹。但当前来看，国际油价已反弹至40美元上方，未来反弹速度或放缓，PPI回升速度可能也将受到拖累，预计今年下半年PPI仍将处于负区间。另外值得一提的是，在复苏路径上，中国生产领先于需求，海外则是需求领先于生产，这使得PPI将更多地体现出需求拉动的特征，未来PPI继续爬坡基本上是可以确定的。

- **未来展望一：未来三个月CPI将快速回落至负区间**

去年同期基数较高，导致未来三个月CPI将快速回落。去年8月-10月，受猪肉上涨影响，CPI基数快速回升。今年来看，在去年高基数的情况下，CPI将快速回落。另一方面，由于洪涝灾害已过，以猪肉为代表的食品价格将重新进入下跌通道，这对CPI形成拖累。因此未来三个月CPI将快速回落至负区间。

- **未来展望二： CPI向下，PPI向上，利好大类资产配置**

目前可以确认今年下半年CPI将处于回落趋势，通胀对货币政策将不会构成制约，债市暂时无需担忧通胀的影响；另外可以确认今年下半年PPI仍将向上修复，这有利于改善工业企业利润，对于周期股而言，盈利修复带动股价上涨的逻辑依旧存在，预计周期股仍将享受不错的表现。

- **风险提示：**中美关系冲击，疫情二次爆发、消费恢复不及预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

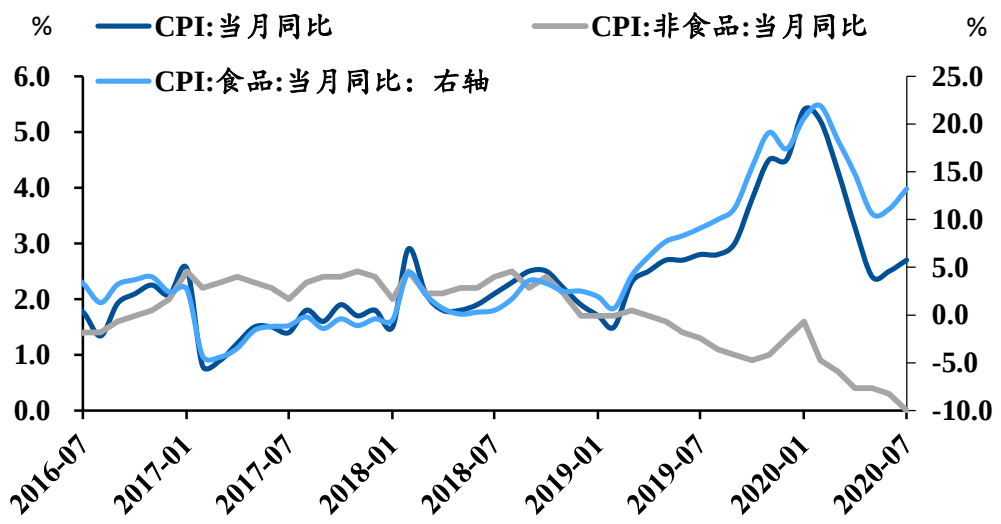
相关研究

一、数据表现：CPI 同比上涨 2.7%，PPI 同比下降 2.4%

（一）CPI 同比和环比均回升

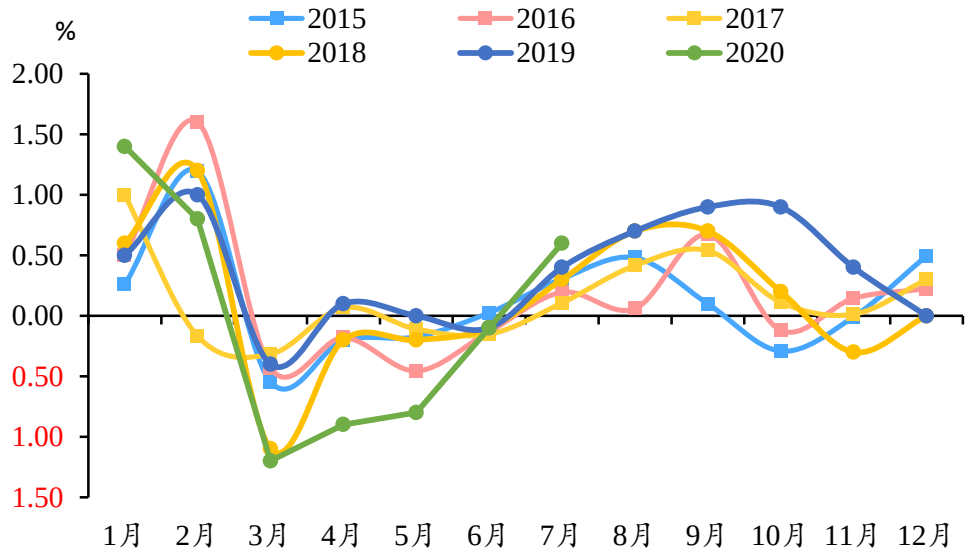
7 月 CPI 同比和环比均回升。2020 年 7 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.7%。其中，城市上涨 2.4%，农村上涨 3.7%；食品价格上涨 13.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 4.3%，服务价格持平。1—7 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.7%。环比来看，7 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.6%。其中，城市上涨 0.6%，农村上涨 0.8%；食品价格上涨 2.8%，非食品价格持平；消费品价格上涨 1.0%，服务价格下降 0.1%。

图 1：7 月 CPI 同比回升至 2.7%



资料来源：Wind，民生证券研究院

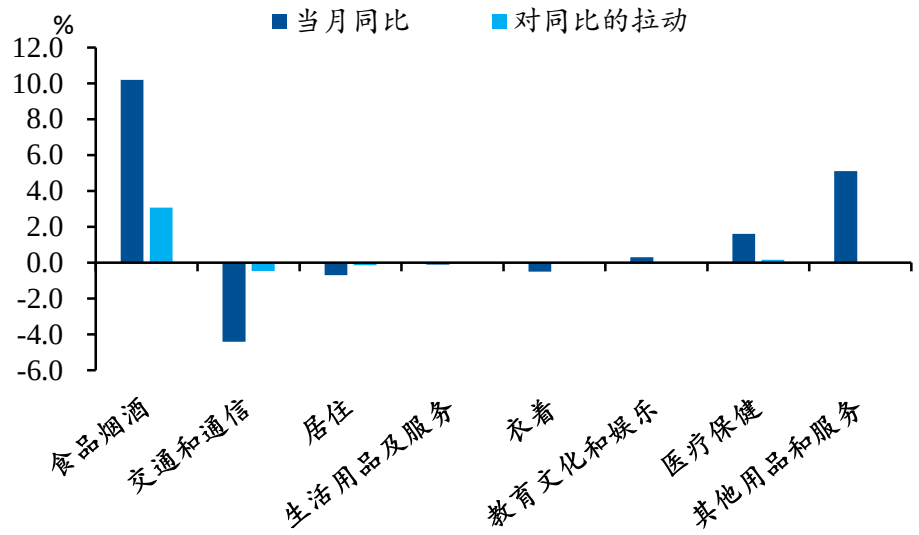
图 2：7 月 CPI 环比回升 0.6%



资料来源：Wind，民生证券研究院

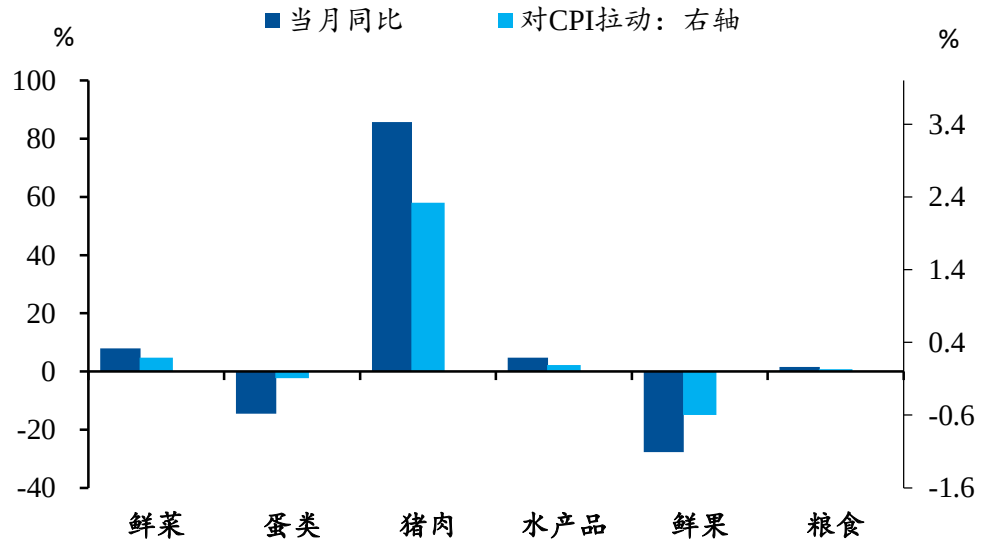
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）7 月份，食品烟酒类价格同比上涨 10.2%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 3.07 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 61.1%，影响 CPI 上涨约 2.90 个百分点，其中猪肉价格上涨 85.7%，影响 CPI 上涨约 2.32 个百分点；鲜菜价格上涨 7.9%，影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点；水产品价格上涨 4.7%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；粮食价格上涨 1.6%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜果价格下降 27.7%，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；蛋类价格下降 14.5%，影响 CPI 下降约 0.09 个百分点。（2）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 3：7 月食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

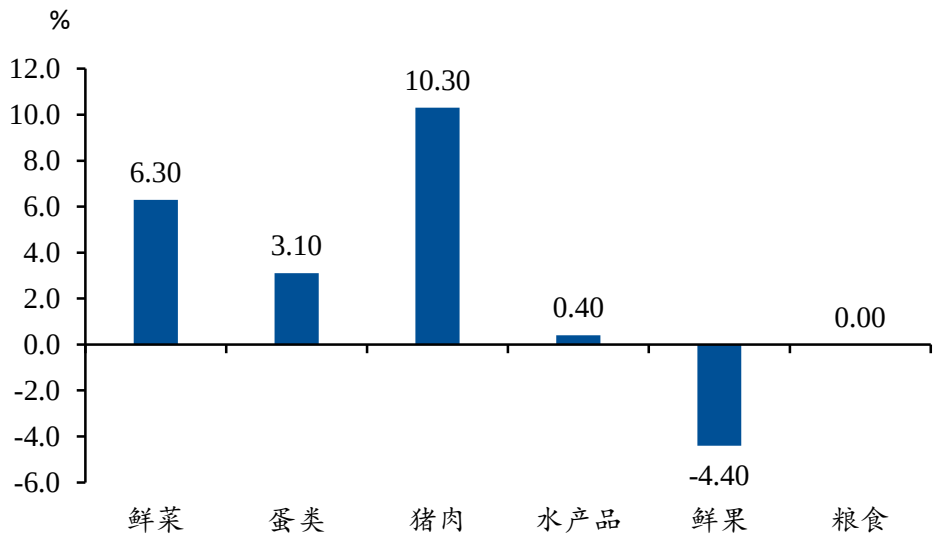
图 4：猪肉是拉动 CPI 同比上升的主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

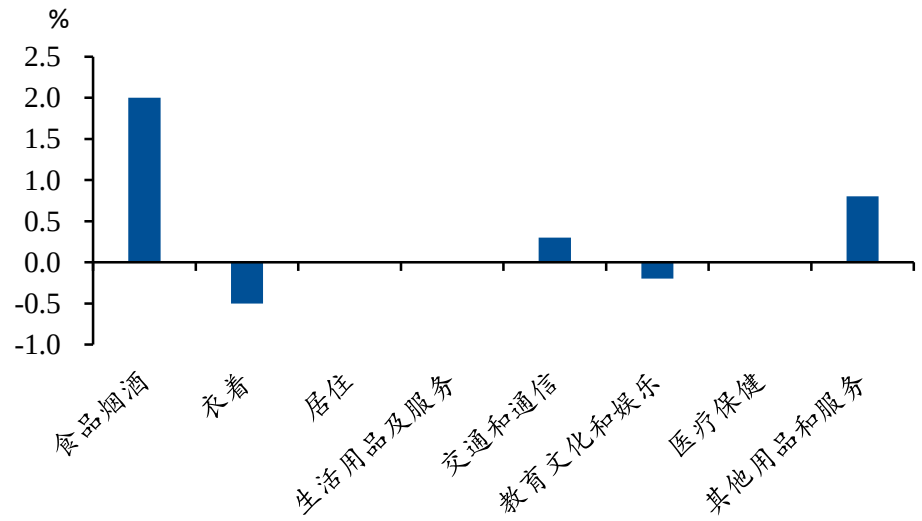
从大类环比看，受鲜菜和猪肉带动，食品烟酒有所回升：（1）食品：7 月份，食品烟酒类价格环比上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.63 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 7.4%，影响 CPI 上涨约 0.51 个百分点，其中猪肉价格上涨 10.3%，影响 CPI 上涨约 0.46 个百分点；鲜菜价格上涨 6.3%，影响 CPI 上涨约 0.15 个百分点；蛋类价格上涨 3.1%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；水产品价格上涨 0.4%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；鲜果价格下降 4.4%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点。（2）非食品：其他七大类价格环比两涨三平两降。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%。

图 5：7 月食品类环比分项情况



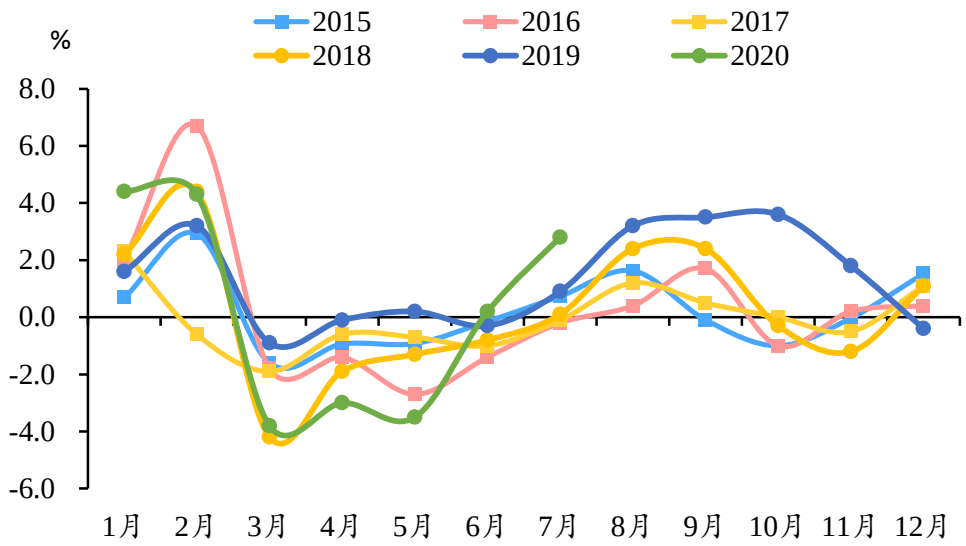
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：7 月 CPI 环比分项



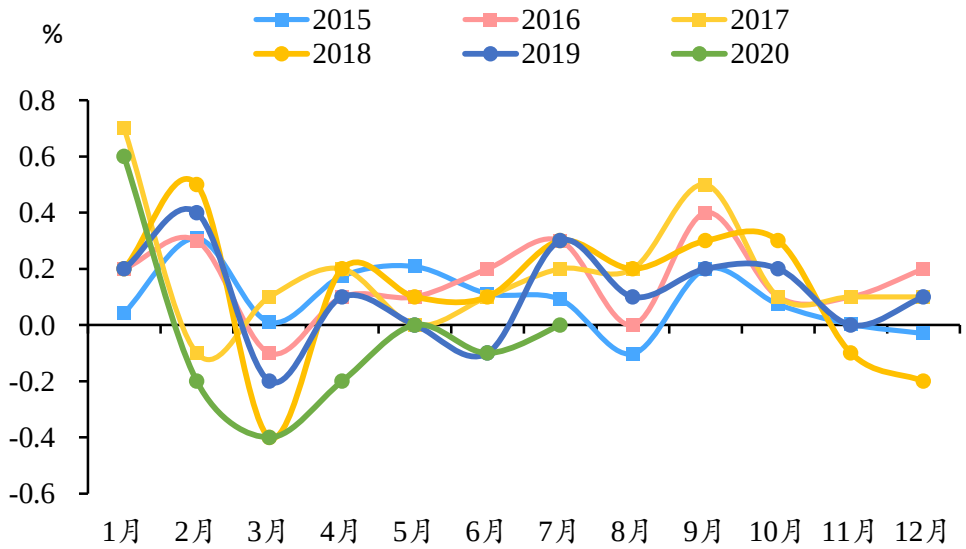
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：7 月 CPI 食品环比处于历史较高水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：7 月 CPI 非食品环比处于历史中间较低水平

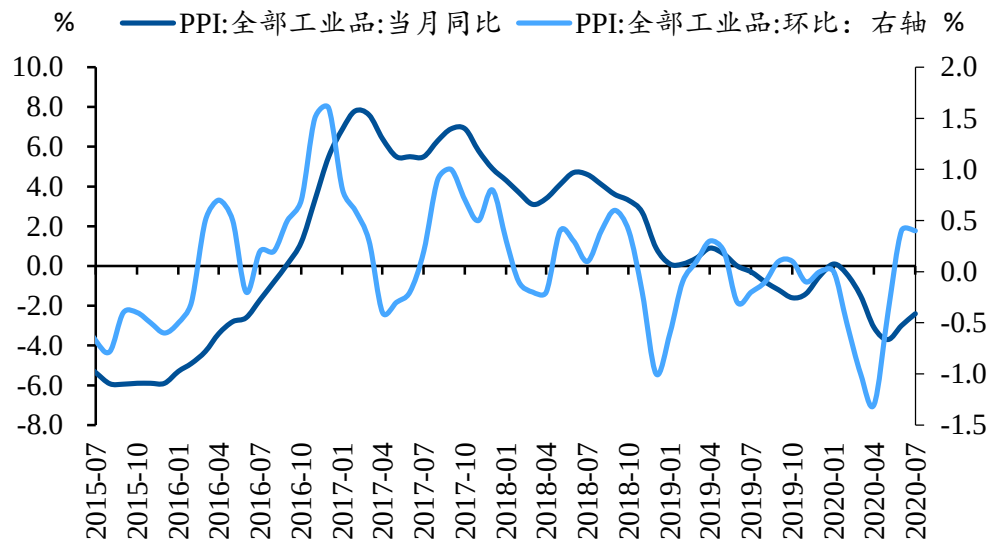


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）PPI 环比有所改善

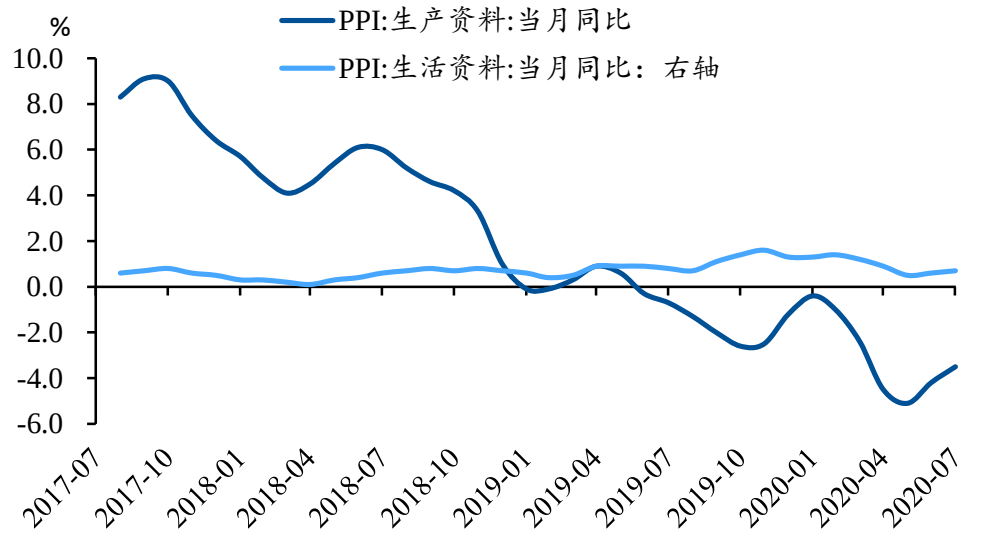
PPI 生产资料同比增速为负，生活资料同比增速为正： 7 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.4%，环比上涨 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 3.3%，环比上涨 0.9%。1—7 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.0%，工业生产者购进价格下降 2.7%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 3.5%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.56 个百分点。生活资料价格同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.19 个百分点。

图 9：7 月 PPI 环比增速继续为正



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：7 月生产资料同比增速有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

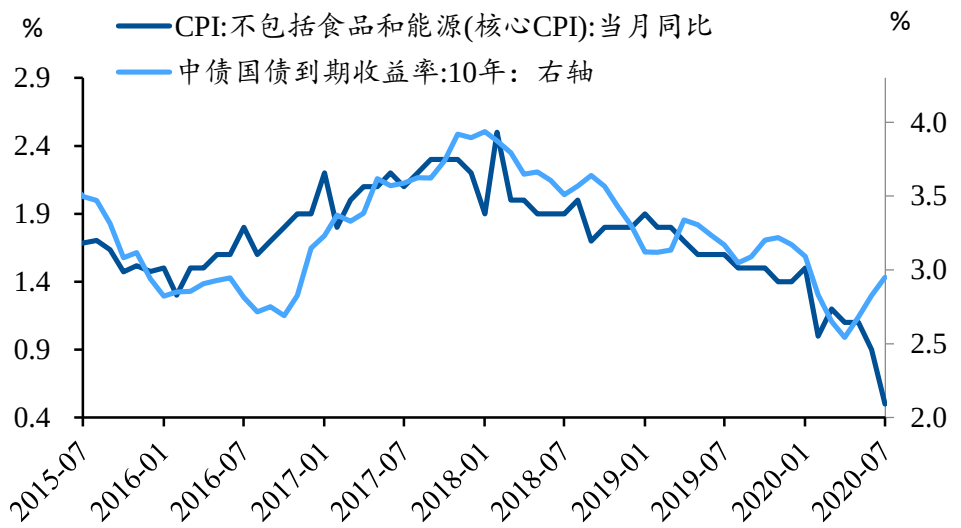
从同比看：采掘工业价格下降 7.1%，原材料工业价格下降 6.9%，加工工业价格下降 1.8%。食品价格上涨 3.7%，衣着价格下降 1.1%，一般日用品价格下降 0.8%，耐用消费品价格下降 1.6%。燃料动力类价格下降 10.8%，化工原料类价格下降 8.9%，黑色金属材料类价格下降 2.8%，有色金属材料及电线类价格下降 0.3%；农副产品类价格上涨 6.8%。

从环比看： 工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 0.5%，涨幅与上月相同，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.34 个百分点。生活资料价格上涨 0.1%，涨幅与上月相同，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.04 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 3.1%，原材料工业价格上涨 0.9%，加工工业价格上涨 0.1%。工业生产者购进价格中，有色金属材料及电线类价格上涨 3.0%，燃料动力类价格上涨 2.5%，农副产品类价格上涨 1.4%，黑色金属材料类价格上涨 0.9%；建筑材料及非金属类价格下降 0.6%。

二、重要信息：核心 CPI 大幅下降

重要信息一，核心 CPI 大幅下降。7 月，核心 CPI 下降至 0.5%，较 6 月的 0.9%大幅下跌 0.4%。核心 CPI 是反映社会经济实际需求的重要指标，也与利率债走势较为密切。核心 CPI 的大幅下降反映出尽管当前中国经济处于复苏阶段，但在消费端恢复较慢的背景下，复苏的斜率可能受阻，未来应当尽可能提高居民可支配收入，出台一些鼓励消费的政策，以引导总需求恢复。

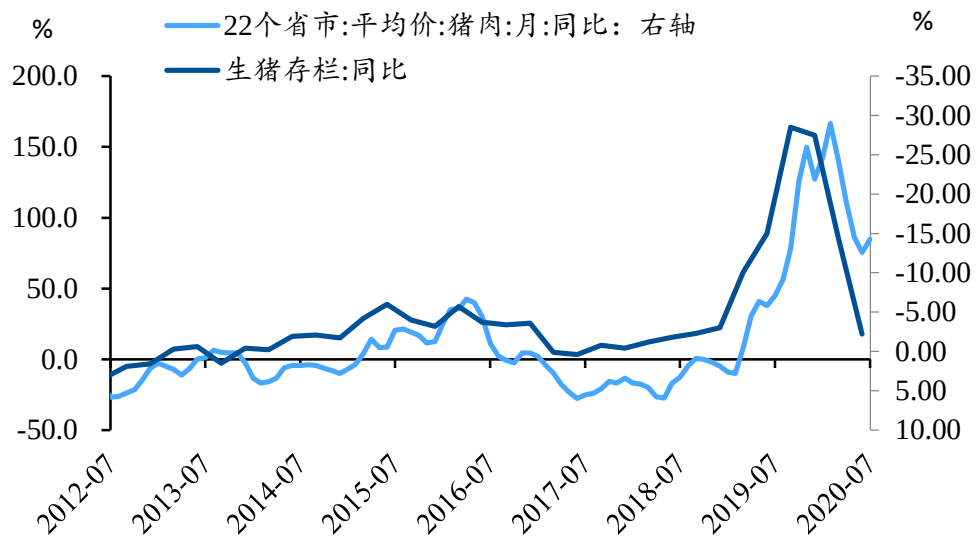
图 11：核心 CPI 和利率债走势出现裂口



资料来源：Wind，民生证券研究院

重要信息二，洪水已过，食品价格将重回下跌通道。6 月以来食品价格由跌转升的根本原因在于南方洪涝灾害对食品供应产生了严重冲击，导致猪肉和鲜菜价格大幅回升。但未来来看，洪涝灾害已基本过去，而生猪补库存取得良好效果，未来几个月猪肉价格将重回下跌通道，预计猪肉将跌至 40 元以下，带动食品价格快速回落。

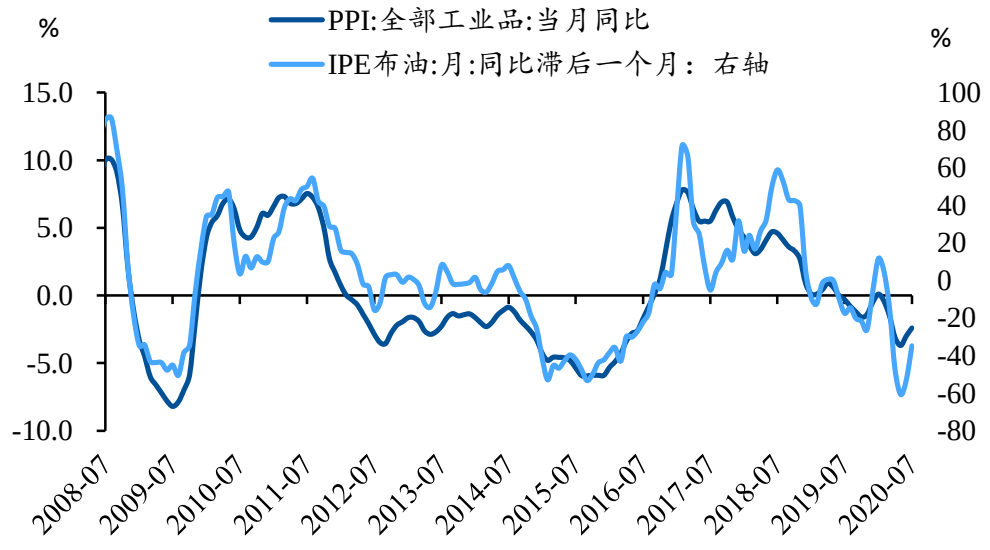
图 12：从领先指标生猪存栏来看，未来猪价将明显回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

重要信息三，油价回升驱动 PPI 回升，但未来 PPI 回升速度将放慢。7 月 PPI 继续环比回升，主要是受国际油价反弹影响。国际油价对 PPI 影响通常滞后一个月，因此 5-6 月国际油价反弹带动 6-7 月 PPI 反弹。但当前来看，国际油价已反弹至 40 美元上方，未来反弹速度或放缓，PPI 回升速度可能也将受到拖累，预计今年下半年 PPI 仍将处于负区间。另外值得一提的是，在复苏路径上，中国生产领先于需求，海外则是需求领先于生产，这使得 PPI 将更多地体现出需求拉动的特征，未来 PPI 继续爬坡基本上是可以确定的。

图 13：油价反弹带动 PPI 回升，但未来 PPI 回升速度预计放慢



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：未来三个月 CPI 将快速回落至负区间

去年同期基数较高，导致未来三个月 CPI 将快速回落。去年 8 月-10 月，受猪肉上涨影响，CPI 基数快速回升。今年来看，在去年高基数的情况下，CPI 将快速回落。另一方面，由于洪涝灾害已过，以猪肉为代表的食品价格将重新进入下跌通道，这对 CPI 形成拖累。因此未来三个月 CPI 将快速回落至负区间。

CPI 向下，PPI 向上，利好大类资产配置。目前可以确认今年下半年 CPI 将处于回落趋势，通胀对货币政策将不会构成制约，债市暂时无需担忧通胀的影响；另外可以确认今年下半年 PPI 仍将向上修复，这有利于改善工业企业利润，对于周期股而言，盈利修复带动股价上涨的逻辑依旧存在，预计周期股仍将享受不错的表现。

风险提示

中美关系冲击，疫情二次爆发、消费恢复不及预期等。

插图目录

图 1：7 月 CPI 同比回升至 2.7%.....2
图 2：7 月 CPI 环比回升 0.6%.....2
图 3：7 月食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因.....3
图 4：猪肉是拉动 CPI 同比上升的主要原因.....3
图 5：7 月食品类环比分项情况.....4
图 6：7 月 CPI 环比分项.....4
图 7：7 月 CPI 食品环比处于历史较高水平.....5
图 8：7 月 CPI 非食品环比处于历史中间较低水平.....5
图 9：7 月 PPI 环比增速继续为正.....6
图 10：7 月生产资料同比增速有所回升.....6
图 11：核心 CPI 和利率债走势出现裂口.....8
图 12：从领先指标生猪存栏来看，未来猪价将明显回落.....9
图 13：油价反弹带动 PPI 回升，但未来 PPI 回升速度预计放慢.....9

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。