财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

预计年内 CPI 将趋于下行，PPI 趋于上行

——2020 年 7 月 CPI 和 PPI 数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **食品价格涨幅扩大，非食品价格继续走弱，7 月 CPI 同比提高 0.2 个百分点至 2.7%。**受多地频繁降雨影响，食品运输和供给受阻，叠加餐饮服务恢复带动食品需求增加，7 月食品同比提高 2.1 个百分点至 13.2%。其中，猪肉供给受生猪出栏节奏放缓和南方汛情影响持续偏紧，但猪肉需求随着疫后餐饮服务的恢复有所增加，共同导致 7 月猪肉同比价格提高 4.1 个百分点至 85.7%，去年高基数的下拉作用全部被抵消；受多地降雨影响，鲜菜运输和供给偏紧，鲜菜价格同比提高 3.7 个百分点至 7.9%。非食品中，受国际油价上涨影响，交通和通信降幅继续收窄，其对非食品拖累减弱；但其他非食品分项同比价格均有所回落，尤其是教育文化和娱乐分项回落较多，反映出居民消费需求恢复偏慢，疫情对居民收入的影响将持续制约非食品价格的上涨。
- **预计 8 月 CPI 增长 2.4%左右，较 7 月下降 0.3%，年内数月趋于下行，全年增长 2.8%左右。一是**预计 8 月食品价格环比涨幅将有所收窄；**二是**全球需求弱复苏，国际油价对非食品的拖累将减弱，但居民消费需求弱复苏下，非食品上涨动能不强；**三是** 8 月份 CPI 翘尾因素下降 0.7%至 2.2%。预计年内数月将在“猪周期”的带动下，CPI 将趋于下行，其中四季度在 1%上下波动概率较大，不会出现负增长。
- **国内外经济复苏继续推动 PPI 降幅收窄，年内数月趋于上行走势。**受益于国内政策的加速显效，国内基建和制造业需求逐渐恢复，生产资料和生活资料价格有所提高。另外随着各国陆续重启经济，国际大宗商品价格有所回暖，带动国内工业品价格有所提高。

  从行业看，受国际油价上涨影响，石油产业链出厂价格回升幅度靠前；国内基建项目陆续启动下，基建产业上游原材料价格持续上涨，如 7 月有色金属冶炼及压延加工业出厂价格较上月提高 2.9 个百分点。
- **预计 8 月 PPI 约增长-2.3%，全年增长-2.0%左右。**一是下半年国内需求修复尤其是基建和房地产投资需求的释放将对国内工业品价格形成支撑。二是全球经济最差的时期已经过去，国际大宗商品价格已经见底，但疫情冲击下部分产出缺口会永久性消失，且海外疫情峰值未到，全球经济复苏不确定性较大，大宗商品价格缺乏大幅上涨的基础。预计 8 月份 PPI 增长-2.3%左右，2020 年全年 PPI 增长-2.0%左右。
- **PPI 和 CPI 剪刀差收窄，反映经济增长动能有所恢复。**历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系。7 月份剪刀差收窄 0.4 个百分点至-5.1%，连续 3 个月收窄但持续为负，预示着我国工业企业利润将边际修复。展望未来，随着国内需求逐渐恢复和海外疫情趋于稳定，PPI 和 CPI 剪刀差或将有所收窄，但短期难以转正，经济下行压力仍较大。

伍超明
财信国际经济研究院 副院长

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
电话：18811575811
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、食品价格推动 CPI 涨幅扩大 3
（一）南方汛情扰动叠加餐饮服务恢复共致食品价格上涨 3
（二）居民消费需求恢复偏慢，非食品价格继续回落 4
二、预计 8 月 CPI 增长 2.4%左右，全年前高后低，增长 2.8%左右 4
三、预计 8 月 PPI 增长-2.3%左右，全年约增长-2.0% 5
（一）国内外需求边际修复，PPI 降幅收窄 5
（二）预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，8 月份增长-2.3%左右 6
四、PPI 和 CPI 剪刀差收窄，预示经济增长动能有所恢复 6

正文：

事件：2020 年 7 月份全国居民消费价格指数（CPI）环比上涨 0.6%，同比上涨 2.7%，同比涨幅较上月扩大 0.2 个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比上涨 0.4%，同比下降 2.4%，同比降幅较上月收窄 0.6 个百分点。

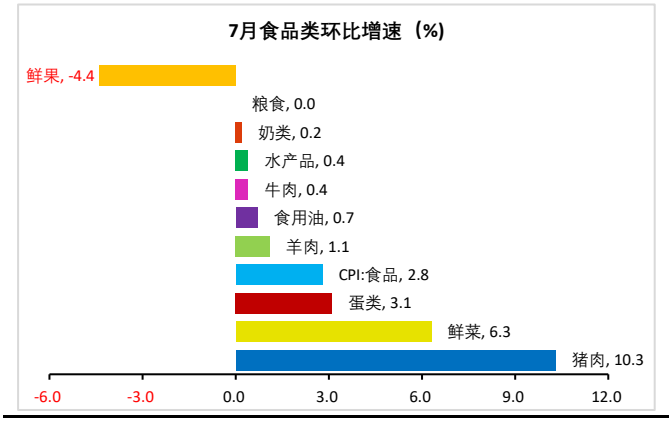
一、食品价格推动 CPI 涨幅扩大

（一）南方汛情扰动叠加餐饮服务恢复共致食品价格上涨

从环比看，食品价格上涨 2.8%，较上月提高 2.6 个百分点。从主要食品分项看，猪肉和鲜菜是食品价格涨幅扩大的主要贡献力量，其他重要食品分项环比价格上涨幅度相对较小，鲜果价格连续 5 个月下跌（见图 1）。具体看，受出栏节奏放缓和南方汛情影响，猪肉供给持续偏紧，叠加疫后餐饮服务消费恢复带动猪肉需求增加，猪肉价格环比由上月的 3.6%提高至 10.3%；受多地降雨影响，蔬菜运输和供给紧张，蔬菜价格环比涨幅由 2.8%扩大至 6.3%。

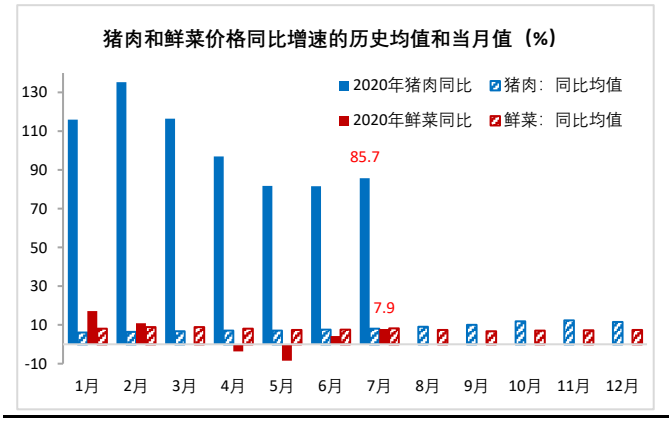
从同比看，7 月食品价格上涨 13.2%，涨幅较上月扩大 2.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.68 个百分点。具体看，供给收缩叠加需求回暖，猪肉价格同比增长 85.7%，较上月扩大 4.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.32 个百分点；鲜菜同比增长 7.9%，较上月提高 3.7 个百分点，是食品同比上涨的主要贡献因素（见图 2）。

图 1：7 月食品类价格环比增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：7 月鲜菜和猪肉价格同比增速

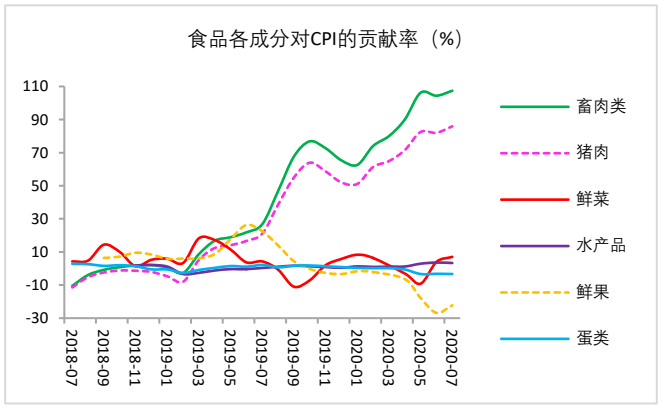


资料来源：WIND，财信研究院

从食品各成分对 CPI 同比的贡献率看，7 月份，猪肉和鲜菜贡献率均有所提高，鲜果对 CPI 的下拉作用有所减弱（见图 3），三者合计对 CPI 的拉动较上月提高 0.43 个百分点，是 CPI 同比涨幅扩大的主要原因。

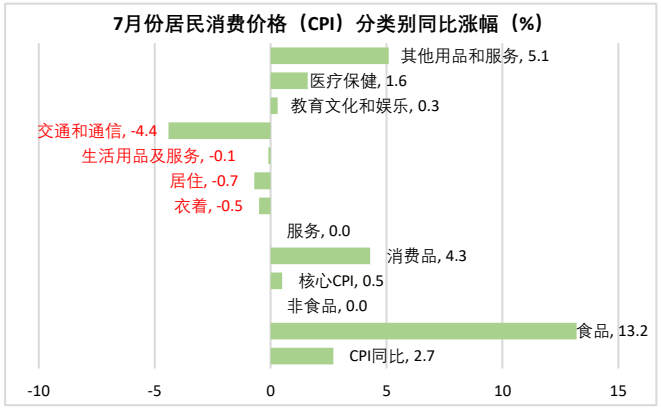
总体看，多地频繁降雨下，食品运输和供给受阻，叠加餐饮服务逐步恢复带动食品需求有所增加，7 月食品尤其是猪肉价格同比和环比涨幅均扩大，是 CPI 同比提高的主要贡献力量。据测算，7 月食品项对 CPI 的拉动较上月提高 0.44 个百分点，超过本月 CPI 同比提高幅度。

图 3：食品各成分对 CPI 贡献率



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：7 月份居民消费价格（CPI）分类别同比涨幅（%）



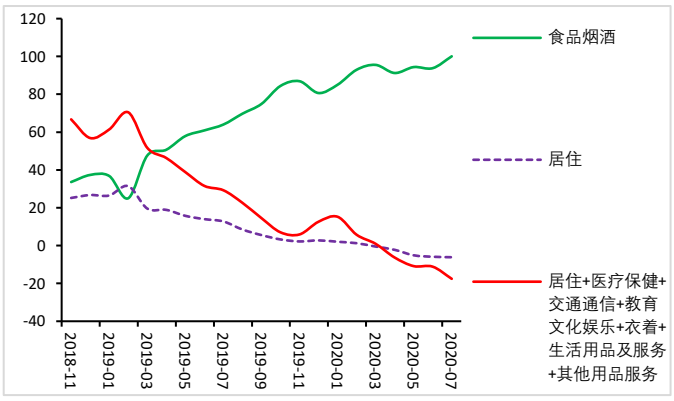
资料来源：WIND，财信研究院

（二）居民消费需求恢复偏慢，非食品价格继续回落

7 月非食品价格同比上涨 0.0%，较上月回落 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0 个百分点。其中，受近期国际油价回升影响，交通和通信项降幅收窄 0.2 个百分点至-4.4%。但其他非食品项同比价格均有所回落，尤其是教育文化和娱乐同比价格较上月大幅回落 1.6 个百分点，是非食品的主要拖累，反映出疫后居民担忧情绪仍在，叠加居民收入下降，居民消费需求恢复将是一个渐进过程，将对非食品价格形成制约。

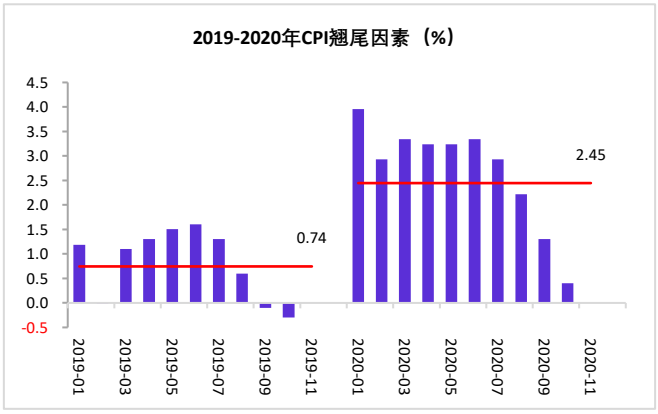
在各类食品价格轮番上涨的影响下，2019 年服务类项目贡献率下降较快。今年以来，疫情冲击、南方汛情都对食品供给形成扰动，叠加疫后国内经济修复“供大于需”的结构性特征凸显，非食品对 CPI 的贡献率持续下降（见图 5）。

图 5：服务类项目贡献率有所下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：2020 年全年翘尾因素提高



资料来源：WIND，财信研究院

二、预计 8 月 CPI 增长 2.4%左右，全年前高后低，增长 2.8%左右

预计 8 月消费者物价指数（CPI）增长 2.4%左右，较 7 月下降 0.3 个百分点。理由如下：

一是预计 8 月食品环比涨幅将有所收窄。历史经验表明，8 月份食品价格较 7 月有所提高，如环比历史均值将由 7 月的 0.0%变为 8 月的 1.4%。但根据农业部高频数据，

截止到 8 月 7 日，28 种重点监测蔬菜、7 种重点监测水果、猪肉价格环比分别变化 3.5%、-2.4%、0.6%。与 7 月相比，蔬菜和猪肉环比涨幅均有所回落，鲜果环比降幅有所收窄，南方汛情对食品端的扰动有所减弱。总体看，我们预计 8 月食品的环比涨幅将有所收窄。

二是油价拖累效应减弱，但弱消费下非食品上涨动能不强。受全球经济陆续重启影响，国际油价持续回升，7 月国内成品油价格再次上调。预计随着下半年全球经济的弱复苏，国际油价也将呈缓慢回升的趋势，但高于去年水平的概率较低。因此，我们预计年内油价对非食品的拖累效应将减弱，但国内居民消费需求的修复是一个渐进过程，非食品价格上涨空间有限。

三是 8 月份 CPI 的翘尾因素为 2.2%，较 7 月下降 0.7 个百分点（见图 6）。

综合上述各方面的影响，预计 8 月 CPI 增长 2.4%左右，较上月下降 0.3 个百分点。预计年内数月将在“猪周期”的带动下，CPI 趋于下行，2020 年全年 CPI 约增长 2.8%，呈前高后低走势。

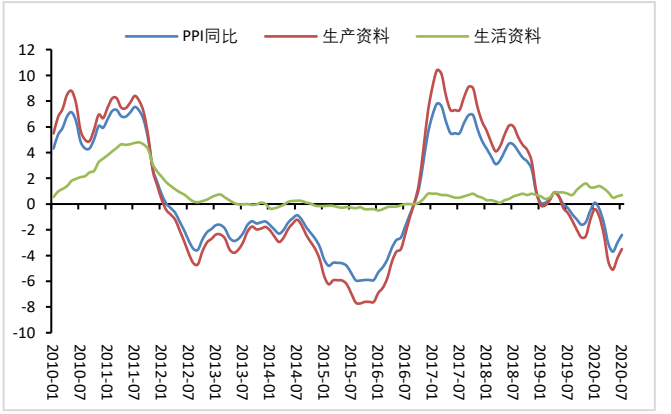
三、预计 8 月 PPI 增长-2.3%左右，全年约增长-2.0%

（一）国内外需求边际修复，PPI 降幅收窄

7 月份，工业生产者出厂价格同比下降 2.4%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点。其中，生产资料同比下降 3.5%，降幅较上月收窄 0.7 个百分点，其波动与 PPI 基本一致，是导致 PPI 变化的主要原因；生活资料上涨 0.7%，较上月提高 0.1%（见图 7）。受益于国内政策的加速显效，国内基建和制造业需求逐渐恢复，生产资料和生活资料价格有所提高。另外随着各国陆续重启经济，国际大宗商品价格有所回暖，带动国内工业品价格有所提高。

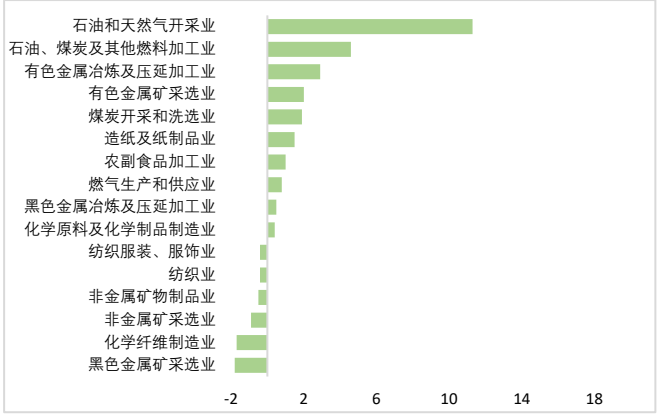
从行业看，受国际油价上涨影响，石油产业链出厂价格提高较多；国内基建项目陆续启动下，基建产业上游原材料价格有所上涨，如 7 月有色金属冶炼及压延加工业出厂价格提高 2.9 个百分点（见图 8）。

图 7：生产资料和生活资料价格同时回落



资料来源：WIND，财信研究院

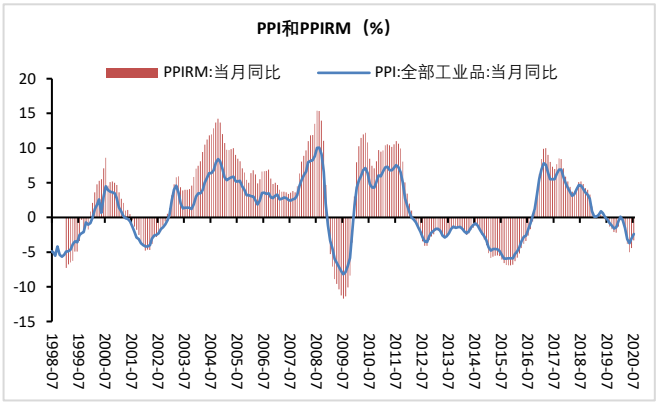
图 8：7 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

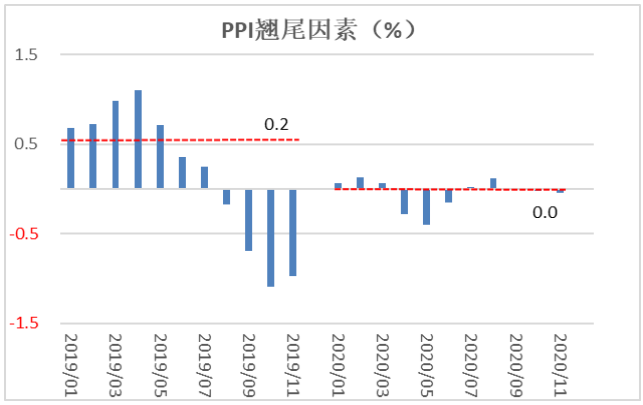
从原材料购进价格（PPIRM）对 PPI 的影响看，前者涨跌变化直接左右后者的同向变动（见图 9）。由于我国编制的 PPIRM 所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，调查涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品价格，因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格（CRB）的影响，也受国内需求等基本面因素的约束。但由于中国是全球大宗商品的最大需求方，所以 PPIRM 最重要的决定因素还是中国需求。PPI 和 PPIRM 的下降态势，实质上反映的是中国内需尤其是工业投资需求的不足。

图 9：PPI 与原材料购进价格指数（PPIRM）



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：2020 年 PPI 翘尾因素小幅下降



资料来源：WIND，财信研究院

（二）预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，8 月份增长-2.3%左右

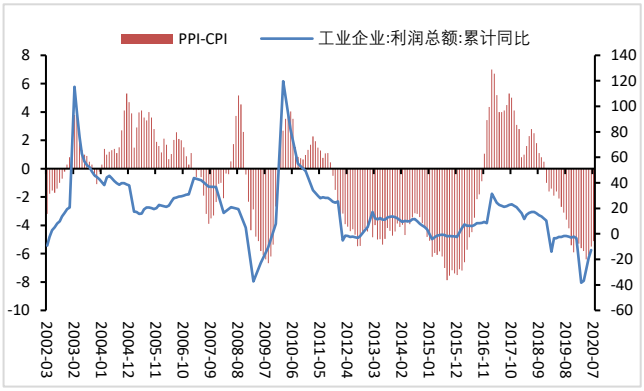
展望 2020 年，我们预计 PPI 增速将负增长，增长-2.0%左右。**一是**从技术层面看，翘尾因素降低 0.2 个百分点，从 2019 年的 0.2%降至 2020 年的 0.0%（见图 10）。**二是**下半年需求修复尤其是基建和房地产投资需求的释放将对国内工业品价格形成支撑。三是全球经济最差的时期已经过去，国际大宗商品价格已经见底，但疫情冲击下部分产出缺口会永久性消失，且海外疫情峰值未到，全球经济复苏不确定性较大，大宗商品价格缺乏大幅上涨的基础。

综合来看，预计 8 月份 PPI 同比下降 2.3%左右，2020 年全年约增长-2.0%。

四、PPI 和 CPI 剪刀差收窄，预示经济增长动能有所恢复

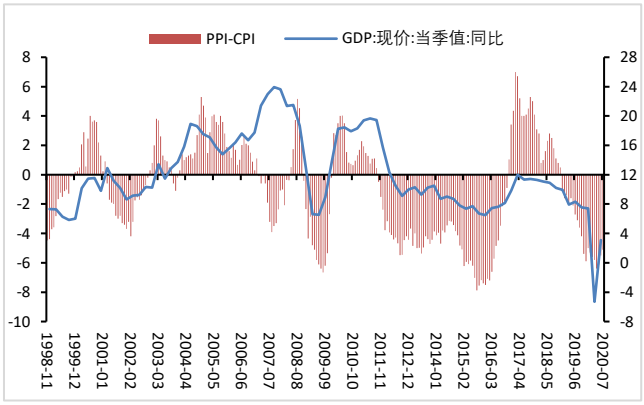
CPI 和 PPI 是我国价格指标体系的核心组成部分，其中 CPI 是居民购买生活消费品和服务的价格，而 PPI 是工业产品出厂价格指数。因此，PPI 和 CPI 剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系（见图 11-12）。7 月份 PPI 和 CPI 的剪刀差为-5.1%，较上月收窄 0.6 个百分点，连续 3 个月有所收窄，但持续为负，预示着我国工业企业利润将边际修复，但企业盈利下降压力依然较大。

图 11：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示企业盈利能力下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示名义 GDP 增速下降



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。