

7月通胀点评

对内需的担忧可能升温

7月通胀整体低于市场预期；CPI 同比增速偏低主要受到国际能源和核心CPI 的拖累，但食品项特别是猪肉价格表现强劲；短期市场对内需疲弱的担忧可能升温，中期内则关注秋冬季能源刚需上升是否会带动国际能源价格反弹，进而造成国内通胀猪油共振；PPI 中生产资料价格疲弱是增速低于预期的主要原因；工业企业开始去库存已经成为共识，若工业增加值增速后续走低可能导致市场下调对下半年经济增速预期。

- 7月CPI 环比增长0.5%，同比增长2.7%，核心CPI 同比增长0.8%，服务价格同比上升0.7%，消费品价格同比上升4%。
- 7月食品价格上涨6.3%，涨幅比上月扩大3.4个百分点，影响CPI 上涨约1.12个百分点，是拉动CPI 增速上行的主要因素。非食品价格上涨1.9%，涨幅比上月回落0.6个百分点，影响CPI 上涨约1.56个百分点。
- 三季度通胀仍有上行压力。7月CPI 同比增速低于市场预期主要有三方面原因，一是核心CPI 同比增速较6月下降，特别是服务价格同比增速下行表明内需整体仍偏弱，二是国际能源价格下降，带动相关产品价格环比由涨转降，三是包括猪肉价格在内的食品价格同比增速上升对CPI 的拉动小于市场预期。我们认为在低基数的影响下，三季度CPI 同比增速仍有破3%的可能性，但考虑到四季度欧洲可能将进入衰退，外需下行叠加内需疲弱，以及四季度基数效应减弱等因素综合影响，预计短期通胀不会成为货币政策的掣肘。但四季度前后需要关注国际能源价格和农产品价格表现，考虑到我国原油和食用油都较依赖国际贸易，如果三季度国内经济增长能够企稳，不排除货币政策在流动性方面边际收紧。
- 7月PPI 环比下降1.3%，同比增长4.2%，其中生产资料同比增长5%，生活资料同比增长1.7%。PPIRM 同比增长6.5%。
- 7月份，原油、有色金属等国际大宗商品价格回落带动国内相关行业价格环比下降，包括化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业等。调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有35个，比上月减少2个。主要行业价格同比中，涨幅扩大的是农副食品加工业，降幅扩大的是黑色金属冶炼和压延加工业。
- PPI 增速下行幅度超预期，市场可能担忧内需。7月PPI 同比增速下行幅度超出市场预期，主要是受到生产资料价格环比大幅回落的影响，从原因来看主要有两方面，一是国际大宗商品价格下跌的传导，二是7月国内生产端有走弱趋势。6月国内工业企业去库存的趋势已经比较明朗，目前7月出口数据依然较好，表明外需尚可，但下半年我国经济增速较大程度上依赖内需和基建投资，如果生产端超预期疲弱，则需要关注市场对房地产政策放松的预期再度升温，以及可能下调全年GDP 增速预测的情况。
- 风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010002

证券分析师: 朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

CPI

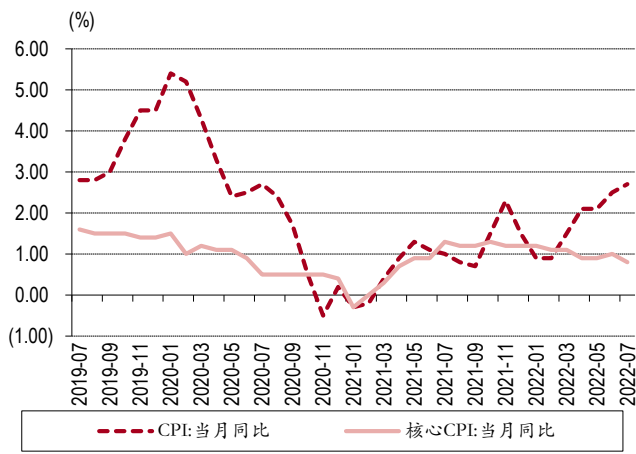
7月CPI同比增速上升，核心CPI同比增速较6月下降。7月CPI环比增长0.5%，增速较6月上升0.5个百分点。从分项看，7月环比增速上升的是食品烟酒（1.9%）、教育文化娱乐（0.5%）和生活用品及服务（0.3%），环比增速下降的是交通通信（-0.7%）、其他用品和服务（-0.7%）和衣着（-0.4%）；7月分项中较6月环比增速上升较多的是食品烟酒，环比增速下降较多的是交通通信。7月CPI同比增长2.7%，较6月上升0.2个百分点，核心CPI同比增长0.8%，较6月下降0.2个百分点，服务价格同比上升0.7%，较6月下降0.3个百分点，消费品价格同比上升4%，较6月上升0.5个百分点。从分项看，7月同比增速较高的依然是交通通信（6.1%），其次是食品烟酒（4.7%），同比增速较6月上升较多的是食品烟酒，较6月同比增速下降幅度较明显的是交通通信、其他用品和服务和教育文化娱乐。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0.9个百分点，新涨价影响约为1.8个百分点。

7月食品环比由降转涨。从环比看，7月食品价格由上月下降1.6%转为上涨3.0%，影响CPI上涨约0.53个百分点；从同比看，食品价格上涨6.3%，涨幅比上月扩大3.4个百分点，影响CPI上涨约1.12个百分点。7月疫情对食品价格的影响逐渐消退，供求和季节性因素的影响加大。受前期生猪产能去化效应逐步显现、部分养殖户压栏惜售和消费需求恢复等因素影响，猪肉价格环比涨幅明显扩大，同比由降转涨；受多地持续高温天气影响，鲜菜价格环比由下降转为上升；鲜果大量上市，价格环比下降，但降幅明显低于历史同期平均水平。

服务价格环比上升，同比走低。从环比看，7月非食品价格由上月上涨0.4%转为下降0.1%，影响CPI下降约0.07个百分点；从同比看，非食品价格上涨1.9%，涨幅比上月回落0.6个百分点，影响CPI上涨约1.56个百分点。受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格环比由涨转降，同比涨幅均有回落；受暑期出行增多影响，飞机票、宾馆住宿、交通工具租赁费和旅游价格环比上涨。但服务价格环比增速虽然较6月上升0.1个百分点，同比增速却较6月下降0.3个百分点，内需整体表现偏弱。

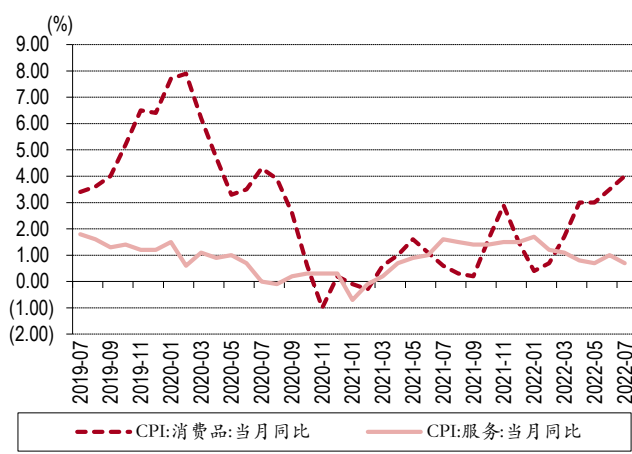
三季度通胀仍有上行压力。7月CPI同比增速低于市场预期主要有三方面原因，一是核心CPI同比增速较6月下降，特别是服务价格同比增速下行表明内需整体仍偏弱，二是国际能源价格下降，带动相关产品价格环比由涨转降，三是包括猪肉价格在内的食品价格同比增速上升对CPI的拉动小于市场预期。我们认为在低基数的影响下，三季度CPI同比增速仍有破3%的可能性，但考虑到四季度欧洲可能将进入衰退，外需下行叠加内需疲弱，以及四季度基数效应减弱等因素综合影响，预计短期通胀不会成为货币政策的掣肘。但四季度前后需要关注国际能源价格和农产品价格表现，考虑到我国原油和食用油都较依赖国际贸易，如果三季度国内经济增长能够企稳，不排除货币政策在流动性方面边际收紧。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



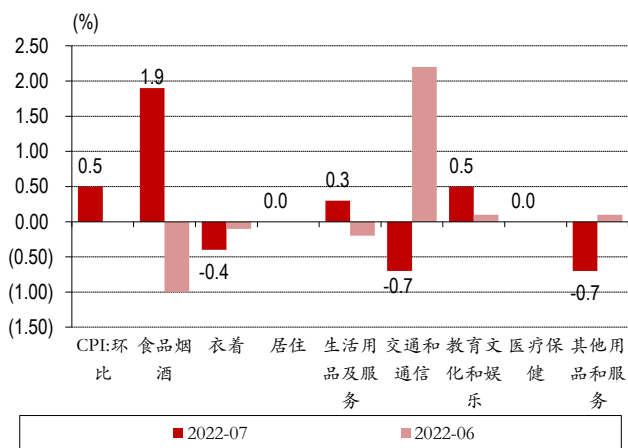
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



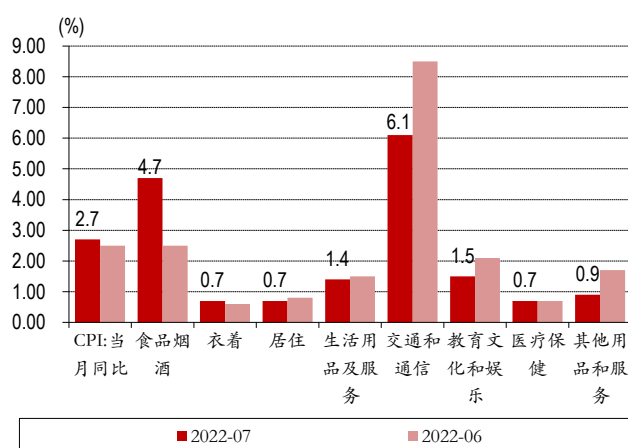
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



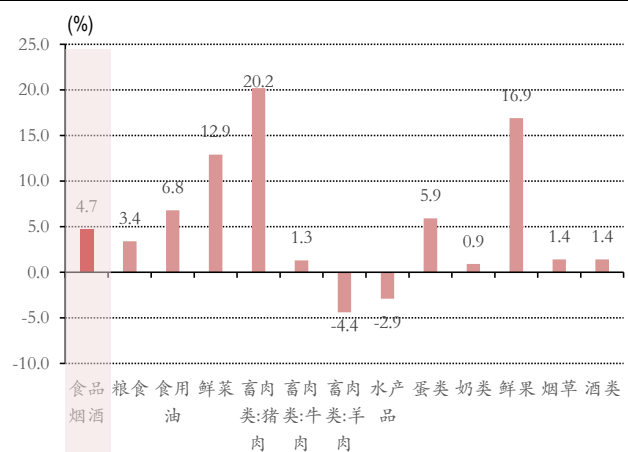
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



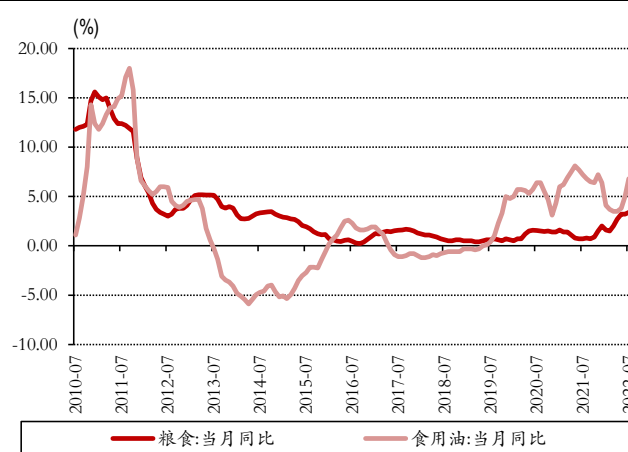
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 食品价格同比增长强劲



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 输入价格压力依然较大



资料来源：万得，中银证券

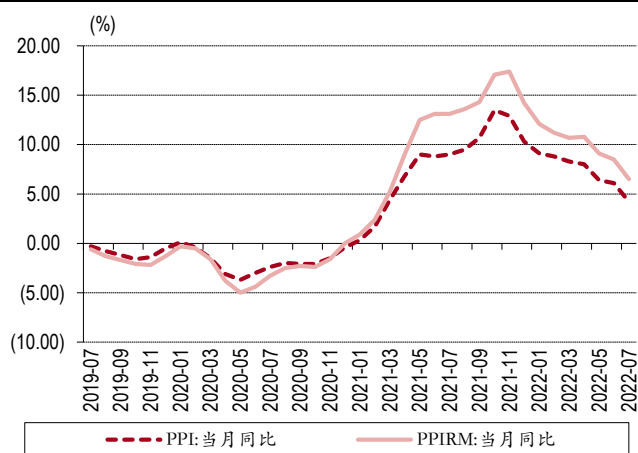
PPI

PPI 同比增速明显低于预期。7月PPI环比下降1.3%，其中生产资料环比下降1.7%，生活资料环比上升0.2%。7月PPI同比增长4.2%，较6月下降1.9个百分点，其中生产资料同比增长5%，较6月下降2.5个百分点，生活资料同比增长1.7%，较6月持平。PPIRM同比增长6.5%，较6月下降2个百分点，从构成来看，7月同比增速较高的产品分别是燃料动力（25.1%）、化工原料（8.9%）、农副产品类（8.1%）、纺织原料类（6.3%），同比增速下降的是黑色金属（-7.8%），同比增速较6月上升的是农副产品和木材纸浆类，较6月下降较多的则是有色金属、黑色金属、燃料动力、化工原料、纺织原料和建筑材料类。据测算，在7月份4.2%的PPI同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为3.2个百分点，新涨价影响约为1.0个百分点。

生活资料价格环比大幅下降。7月生产资料价格中，采掘业环比下降1.9%，原材料业环比下降2.5%，加工业环比下降1.3%。7月份，原油、有色金属等国际大宗商品价格回落带动国内相关行业价格环比下降，包括化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业等。调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有35个，比上月减少2个。主要行业价格同比中，涨幅扩大的是农副食品加工业，降幅扩大的是黑色金属冶炼和压延加工业。

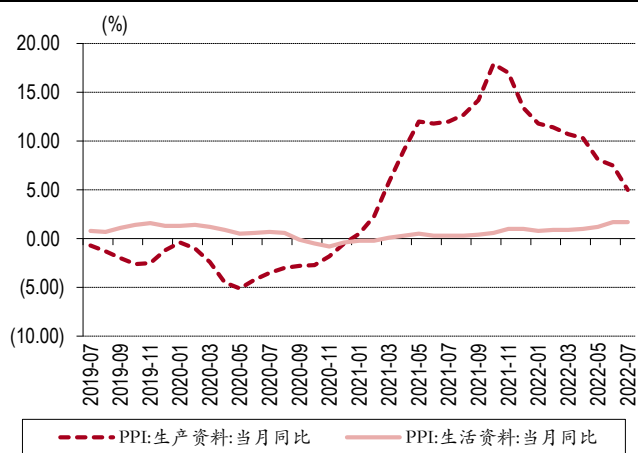
PPI 增速下行幅度超预期，市场可能担忧内需。7月PPI同比增速下行幅度超出市场预期，主要是受到生产资料价格环比大幅回落的影响，从原因来看主要有两方面，一是国际大宗商品价格下跌的传导，二是7月国内生产端有走弱趋势。6月国内工业企业去库存的趋势已经比较明朗，目前7月出口数据依然较好，表明外需尚可，但下半年我国经济增速较大程度上依赖内需和基建投资，如果生产端超预期疲弱，则需要关注市场对房地产政策放松的预期再度升温，以及可能下调全年GDP增速预测的情况。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



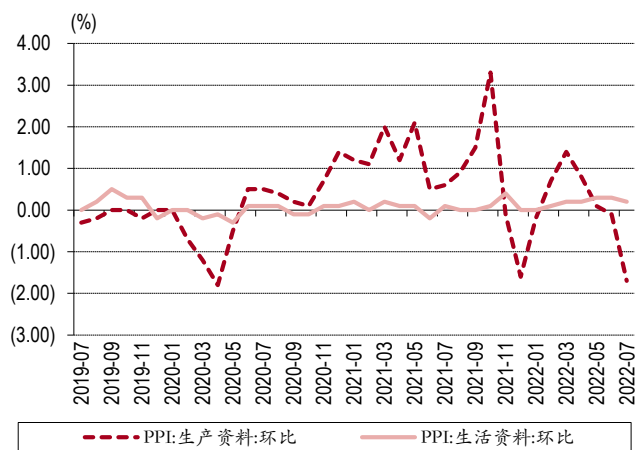
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



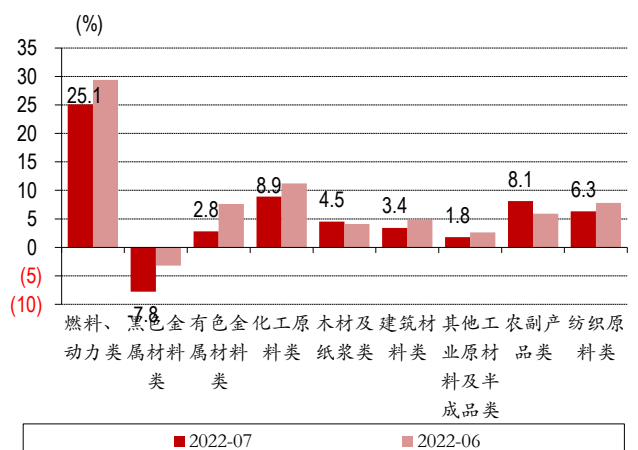
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



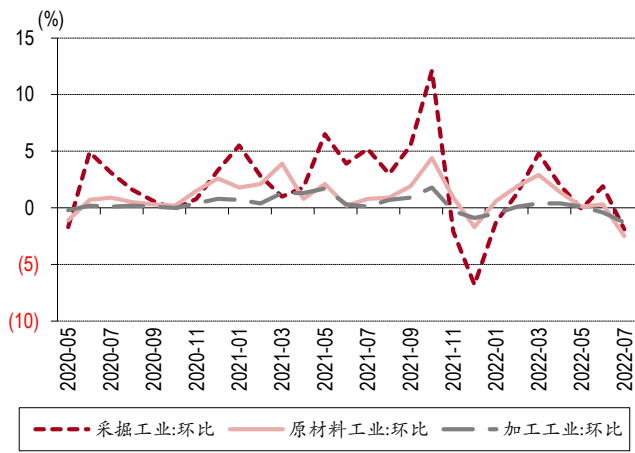
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



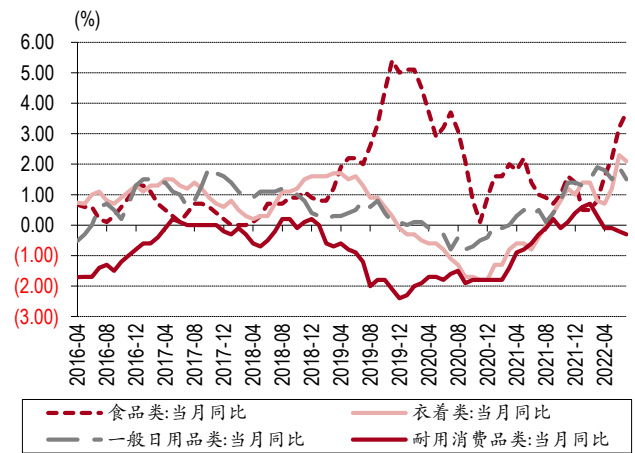
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格环比继续下行



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 食品类价格同比涨幅进一步扩大



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀上行过快; 流动性回流美债; 全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371