

宏观点评 20230809

CPI 同比转负后政策怎么走？

2023年08月09日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **CPI 同比转负了，但更值得关注的积极信号是 7 月 CPI 环比结束“5 连降”后转涨 0.2%。**在“少见”的 CPI 转负影响下，三季度可能是今年名义 GDP 的“经济底”，对于下半年的政策路径有何启示？

■ **以史为鉴，CPI 与 PPI 同比同负后，政策往往会积极应对。**我们回顾了改革开放以来四次 CPI 同比转负时期的经济背景与后续政策，如图 1：

①**1998 年：**国企部门改革与银行控制不良贷款规模，又正逢亚洲金融危机的发酵，国内就业与需求承压；央行在 1998-1999 两年间两次降准、多次降息提振融资；财政部同时发行特别国债刺激社会需求。

②**2002 年：**中国加入 WTO 后海外资金与新技术流入，企业生产降本增效，供给增长快于需求，财政部通过增加国债发行+改革农村税费予以应对。

③**2009 年：**金融危机引发的大衰退冲击中国出口贸易与企业盈利，央行多次降息降准+国常会快速出台“四万亿计划”托底国内需求。

④**2021 年：**疫情反复下的“就地过年”限制消费场景，CPI 同比仅在春节期间短期转负，且出口回暖，整体需求压力不大的背景下并无总量刺激出台。

■ **那么这次 CPI 同比转负后政策可能会有哪些动作：**

三季度名义 GDP 可能为今年的底部：CPI 同比持续回落下预计三季度的 GDP 平减指数仍为负值，名义 GDP 可能低于 4.5%，或成为库存周期、信用周期下的“经济底”（PPI-CPI“剪刀差”，社融存量同比增速可能已在 6 月触底），也凸显政策继续出台以呵护复苏的必要性。

实际利率回升增加降息诉求：虽然央行在 6 月份刚刚降息 10bp，但当下经济回升动能偏缓叠加 CPI 转负带来的实际利率回升，或成为央行年内第二次降息的考量，以进一步刺激实体融资需求。

低通胀环境增加债务负担：根据 IMF 的预测，中国非金融部门的总债务增速约为 9%，其中地方政府债务或保持 15%左右的高增速，在一段时间内持续高于名义 GDP 同比，利息支付压力不减，在此背景下，我们认为政治局提及的“一揽子化债方案”可能会近期加速落地。

■ **7 月具体数据来看：**CPI 方面，食品项同比转负至-1.7%（前值 2.3%）为拖累 CPI 的主因，其中猪肉价格仍深陷负区间，鲜果与鲜菜因天气扰动因素消退而供给回升，同比读数大幅回落。暑期出行热度较高，服务项环比超季节性上涨 0.8%；非食品消费品价格同比约为-1.0%，其中能源价格同比下降 6.9%，耐用品价格仍疲软。

PPI 环比微降 0.2%，同比降幅在高基数逐渐消退下收窄至-4.4%，主要是受需求底部企稳和政策出台后的预期改善影响。分项来看，7 月政治局会议前后城中村改造与地产需求刺激预期较强，地产相关的黑色系工业品环比企稳；海外方面受到美国经济强于预期提振，国内石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业价格均由降转涨。

■ **风险提示：**政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

相关研究

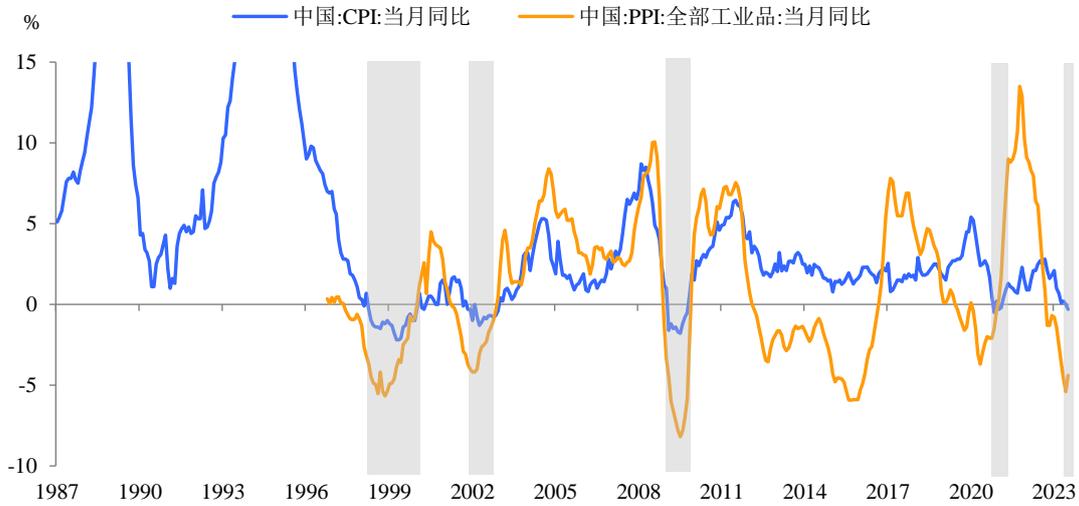
《7 月出口：数据罕见调整，该如何解读？》

2023-08-08

《年中稳地产政策能否使下半年地产投资“软着陆”？》

2023-08-08

图1: 中国改革开放以来的五次 CPI 同比转负时期

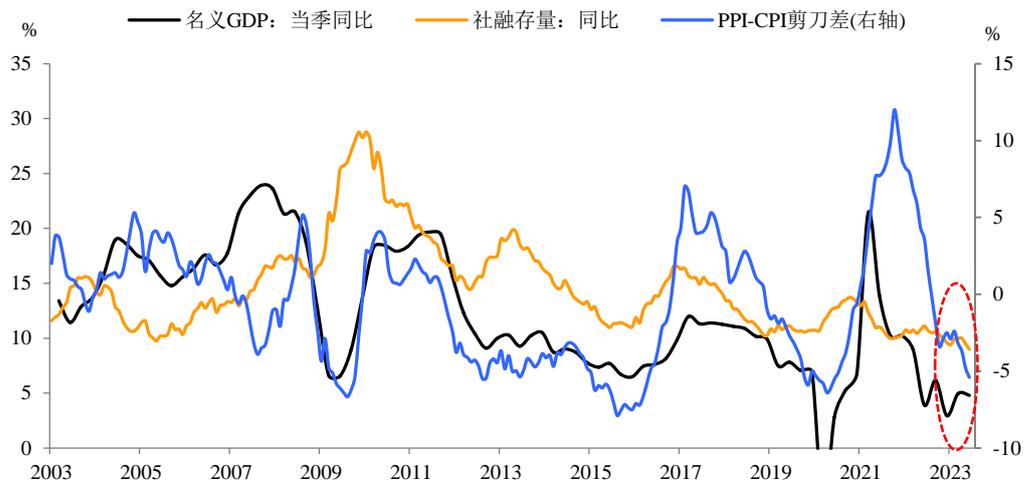


时期	背景	CPI同比转负 持续时间	CPI、 PPI同比	后续政策应对
1998年	银行防风险+东亚金融危机	22个月	同负	降息降准&发行特别国债
2002年	加入WTO:外资流入&成本下降	14个月	同负	增发国债&农村税费改革
2009年	全球金融危机下的需求萎缩	9个月	同负	降息降准&“四万亿投资”
2021年	疫情扰动下的需求受阻	2个月	PPI为正	-
2023年	疫情放开后的经济弱复苏	-	同负	?

注: 图中灰色区域为 CPI 同比转负的时间

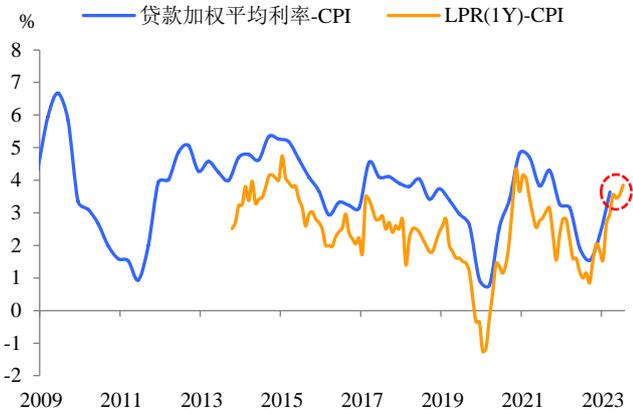
数据来源: Wind, 中国政府网站, 东吴证券研究所

图2: 库存周期与信用周期底部轮转下, 今年名义 GDP 可能在三季度触底



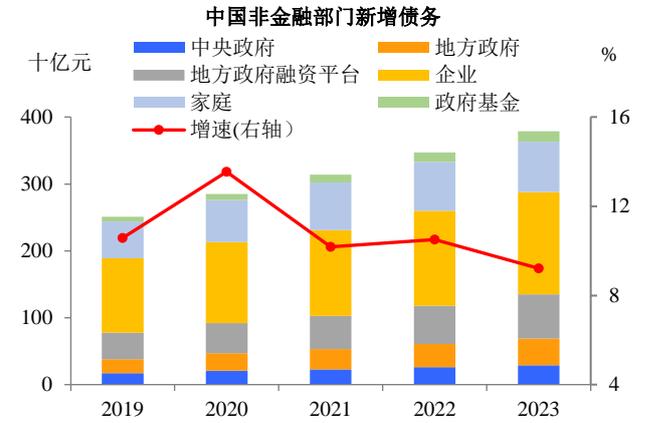
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 实际利率在 2023 年以来偏高



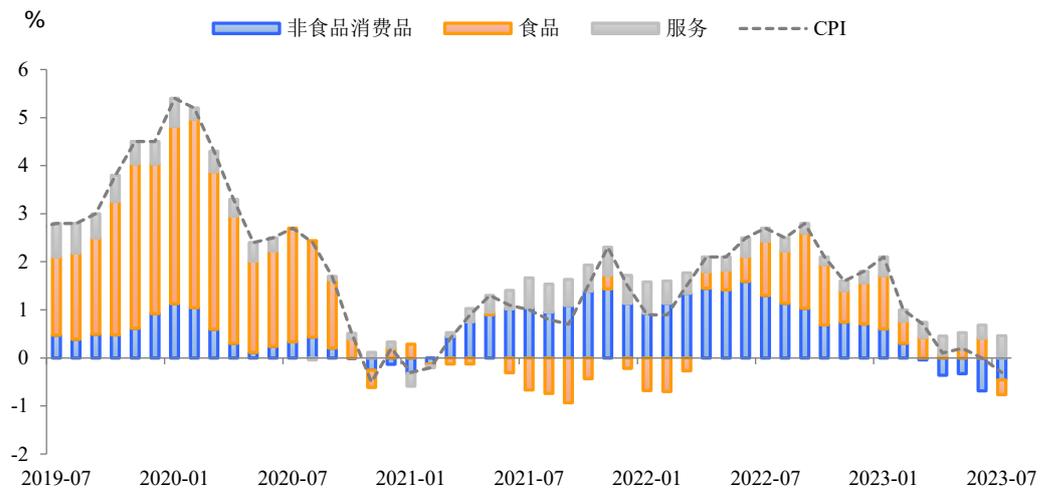
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 中国债务增速仍偏高



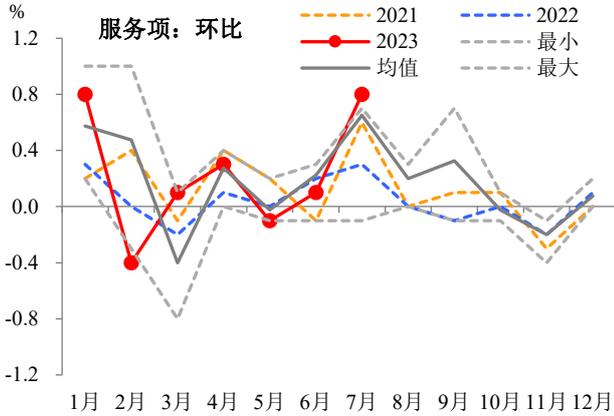
数据来源: IMF, 东吴证券研究所

图5: CPI 三分法: 7 月食品项拖累较大



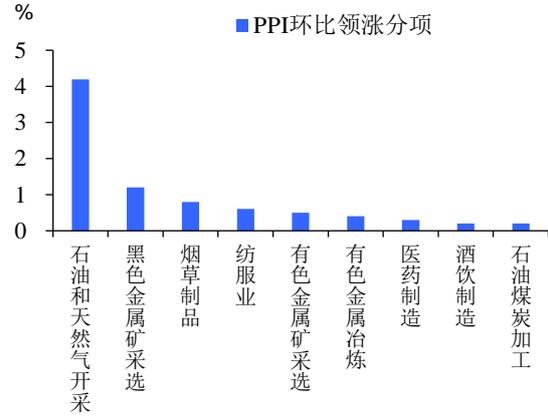
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 服务项价格环比超季节性上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: PPI: 地产链与海外定价工业品环比回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>