

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

CPI 负增长不会持续

2023年8月9日

- **CPI 负增风险或已释放完毕。**7月CPI如我们预期陷入负增长区间，这是自2021年2月以来的首次同比下降。CPI负增主要是当前猪周期下行并未结束，再叠加去年同期带来的基数效应，整个猪价同比拖累较多。我们认为经济存在通缩现象，但没有通缩现实，当前CPI同比回落是阶段性现象，CPI负增长的风险或已释放完毕，预计CPI将缓慢回升，年底或升至近1%附近。我们总结CPI触底回升有以下几个逻辑：一是油价或已度过同比降幅最大的阶段。二是工业部门产能过剩对工业消费品价格的压制有缓解迹象。三是需要关注到扣除食品和能源价格以外的核心CPI明显回升。
- **工业品价格触底回升得到初步验证。**7月PPI同比降幅收窄，结束了今年以来降幅不断扩大的趋势，这初步印证了我们此前报告中工业品价格触底的观点。我们认为，现在PPI同比已经触底回升，预计后续同比降幅仍呈不断收窄趋势。首先，我们认为在原油价格在供给端收紧的背景之下，或对整体原油价格有支撑，上游生产资料价格或继续修复。其次，7月制造业PMI的回升也反映出国内需求有所回暖。最后，随着稳增长政策进一步落地生效，内需增长动力或更强，这或将有助于PPI探底后降幅逐步收窄。但由于全年翘尾因素的拖累，预计PPI大概率延续负增。
- **工业企业利润下行压力或将有所缓解。**7月CPI出现阶段性负增，而PPI已触底反弹，我们预计后续会迎来PPI和CPI双双边际改善的阶段。从剪刀差来看，我们预计PPI-CPI剪刀差或将出现趋势性收窄。在经济回升过程中，根据国内自身的修复动能来看，我们认为，7月CPI已经是年内的低点，后续或将进入缓慢上行阶段，而PPI同比增速或已触底回升。综合CPI和PPI的走势来看，我们认为后续PPI-CPI剪刀差或将出现趋势性收窄。从历史上看，PPI-CPI剪刀差走势往往和工业企业利润的累计同比走势较为相关。在剪刀差有趋势性收窄的背景下，我们认为后续工业企业利润下行压力或将有所缓解，企业利润降幅或有收窄。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、CPI 负增风险或已释放完毕.....	3
二、工业品价格触底回升得到初步验证.....	6
三、工业企业利润下行压力或将有所缓解.....	8
风险因素.....	9

图目录

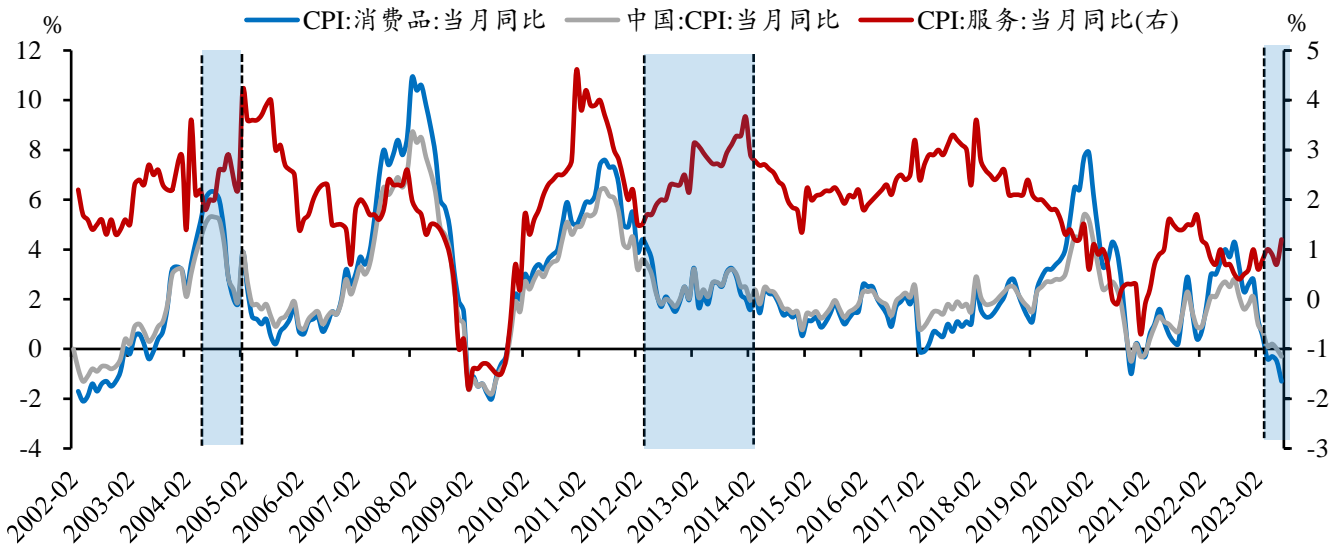
图 1: 消费品 CPI 同比增速连续四个月处于负增速区间.....	3
图 2: 猪肉价格下行, 加剧消费品价格下行压力.....	3
图 3: 猪肉同比拖累较大是基数大幅抬升.....	4
图 4: 核心 CPI 明显回升.....	5
图 5: 食品烟酒项明显回落, 交通和通信项降幅收窄.....	5
图 6: 预计下半年 CPI 将逐步回升.....	6
图 7: 价格端 PMI 双双触底回升指向工业品价格已触底.....	6
图 8: 7 月 PPI 同比降幅开始收窄.....	7
图 9: 最上游的采掘工业降幅依然最大.....	8
图 10: PPI 和 CPI 剪刀差有趋势性收窄.....	9

一、CPI 负增风险或已释放完毕

7 月 CPI 如我们预期陷入负增长区间，录得-0.3%，这是自 2021 年 2 月以来的首次同比下降。

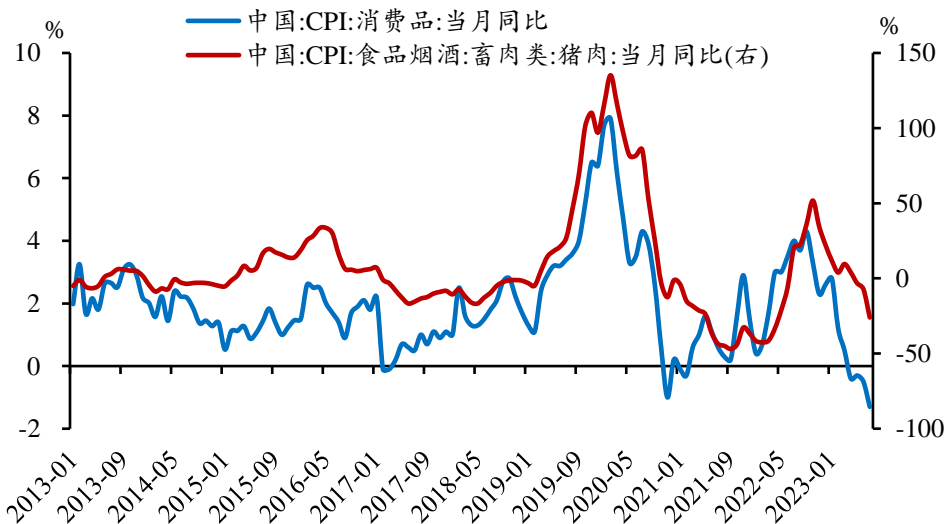
CPI 负增主要是受猪周期下行的拖累。当前猪周期下行并未结束，再叠加去年同期带来的基数效应，整个猪价同比拖累较多。统计局数据显示，7 月猪肉价格同比增速下降 26%，降幅比 6 月扩大 18.8 个百分点，单猪肉项就拖累 CPI 同比 0.41 个百分点。猪肉价格下行，加剧消费品价格下行压力，我们认为这是 7 月 CPI 转负的最主要原因。

图 1：消费品 CPI 同比增速连续四个月处于负增速区间



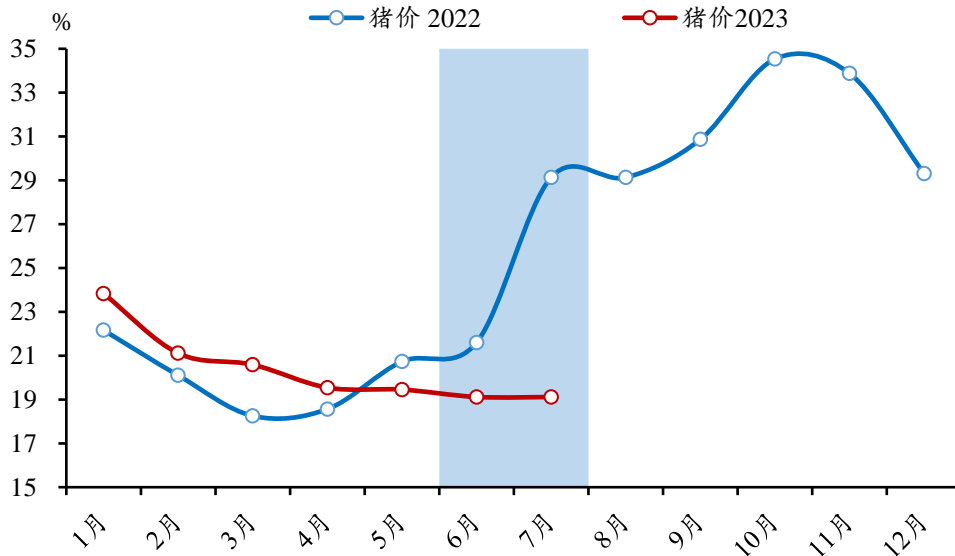
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：猪肉价格下行，加剧消费品价格下行压力



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：猪肉同比拖累较大是基数大幅抬升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

但正如我们在之前报告中指出的一样，暂时性跌入负区间与持续性负增长并不等同，经济存在通缩现象，但没有通缩现实。

我们认为，当前 CPI 同比回落是阶段性现象，CPI 负增长的风险或已释放完毕，预计 CPI 将缓慢回升，年底或升至近 1% 附近。

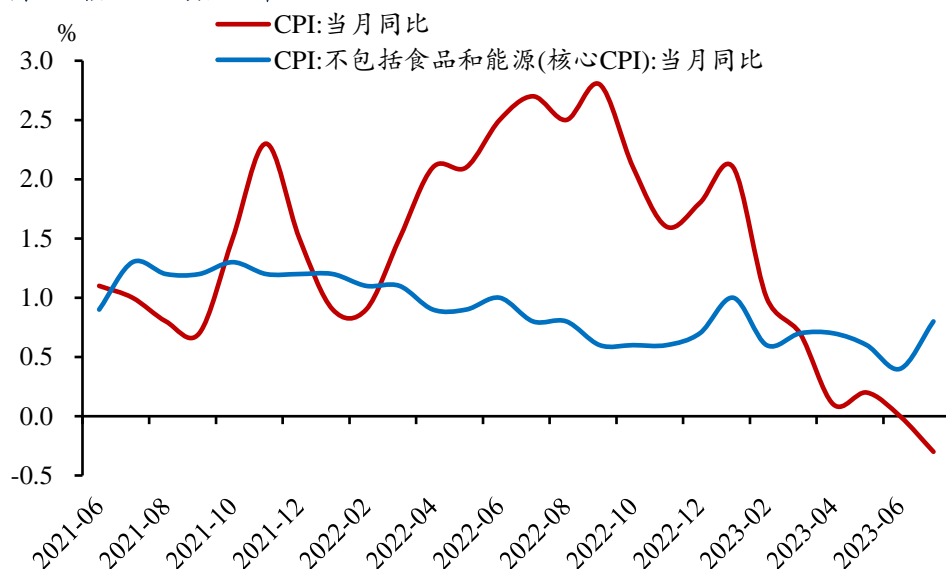
我们总结 CPI 触底回升有以下几个逻辑：

一是油价或已度过同比降幅最大的阶段。6 月布伦特原油价格下降近 40%，7 月布油已由 5、6 月的环比下行转为环比上升 7%，背后的原因或是沙特阿拉伯和俄罗斯采取原油供应缩减措施，在供给收紧的条件下原油价格得到支撑。因此，原油价格同比或已过降幅最大阶段。

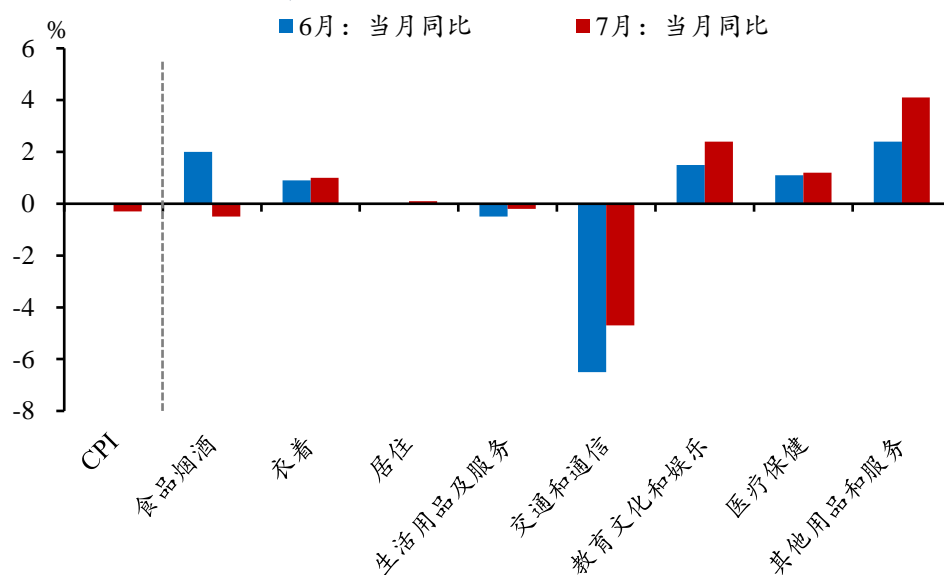
二是工业部门产能过剩对工业消费品价格的压制有缓解迹象。今年 4 月以来，消费品 CPI 同比连续四个月处于负增长区间，在产能周期等多个周期共振下降的背景下，通胀仍处于较低水平。但 7 月数据中，我们看到了一些积极的信号。环比来看，7 月工业品价格环比开始由下降转为上涨。同比来看，工业品价格下降 1.9%，降幅收窄了 0.8 个百分点，其中能源价格下降 6.9%，扣除能源的工业消费品价格下降 0.3%，降幅均有收窄。

三是需要关注到扣除食品和能源价格以外的核心 CPI 明显回升。7 月核心 CPI 比 6 月涨幅扩大了 0.4 个百分点，在消费品价格较弱而服务价格回升下，我们认为核心项回升或与服务业恢复、回暖有关。

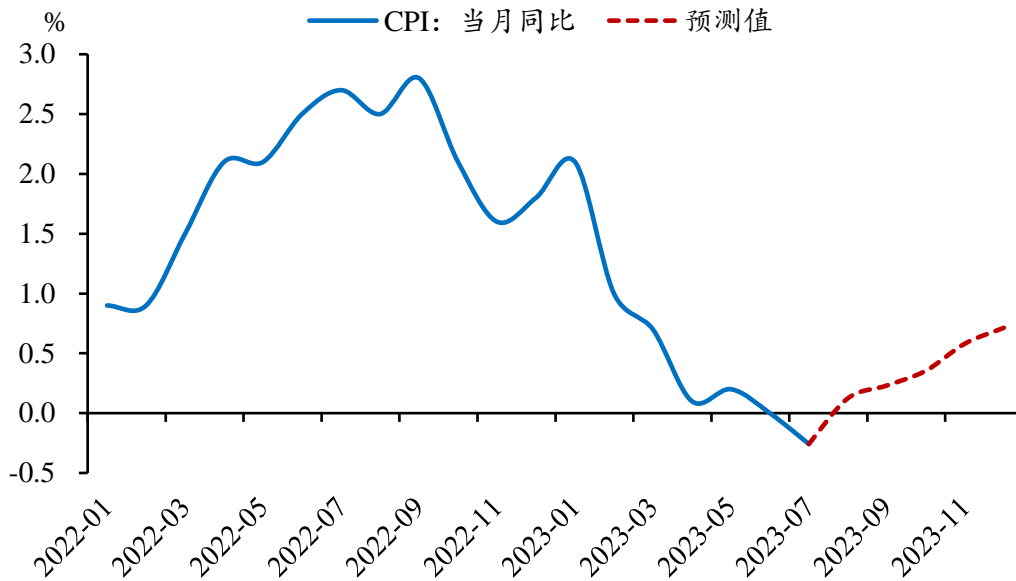
总体来看，今年 CPI 在下半年或难大幅反弹，预计年底仍将徘徊在 1% 之下。

图 4：核心 CPI 明显回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：食品烟酒项明显回落，交通和通信项降幅收窄


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

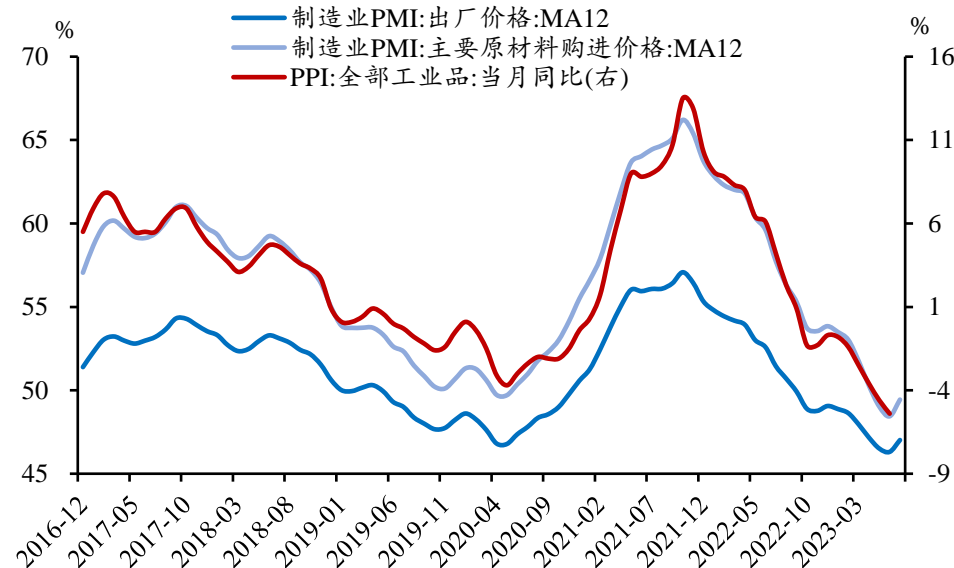
图 6：预计下半年 CPI 将逐步回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、工业品价格触底回升得到初步验证

7月 PPI 同比下降 4.4%，降幅收窄 1 个百分点，结束了今年以来降幅不断扩大的趋势，这初步印证了我们此前报告中工业品价格触底的观点。

我们在此前 7 月 PMI 报告《工业品价格触底回升的信号》中已经指出，历史上，主要原材料购进价格和出厂价格的 12 月移动平均走势与 PPI 同比走势基本一致，而 7 月价格端 PMI 指数双双触底回升指向 6 月工业品价格或是年内低点，这也意味着后续工业品价格将触底回升。而 7 月 PPI 降幅收窄初步印证这一观点。

图 7：价格端 PMI 双双触底回升指向工业品价格已触底


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们认为，现在 PPI 同比已经触底回升，预计后续同比降幅仍呈不断收窄趋势。

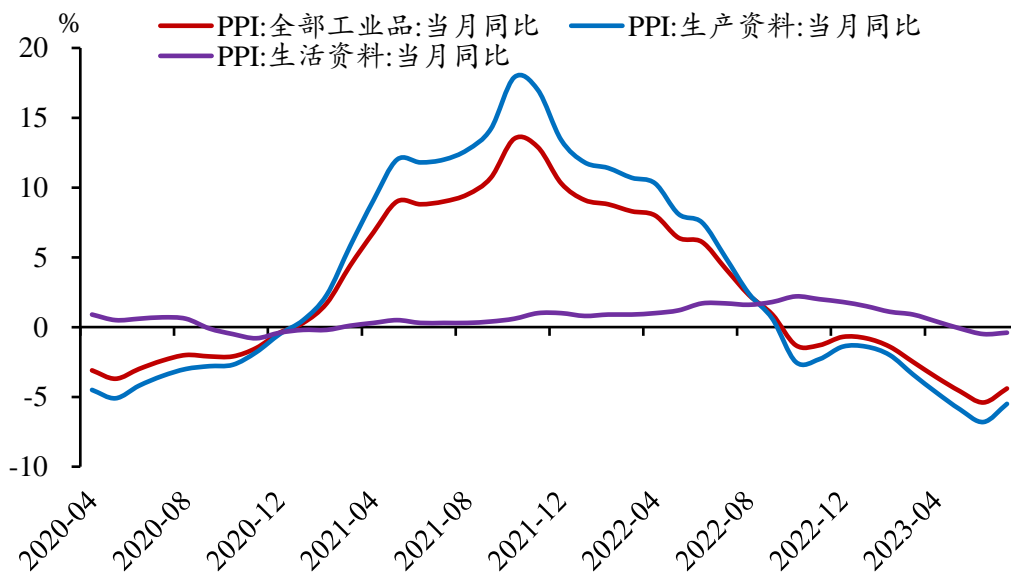
首先，原油价格支撑下，上游生产资料价格或继续修复。过去拖累 PPI 同比主要集中在上游生产资料上，整个

PPI 同比降幅中，上游拖累明显更大。其中，生产资料拖累 PPI 同比下降 4.25 个百分点，生活资料拖累 PPI 同比下降 0.11 个百分点。过去受到国际市场原油价格回落的影响，石油煤炭加工、石油开采、金属冶炼等多个相关行业价格延续回落态势。往后看，我们认为在原油价格在供给端收紧的背景之下，或对整个原油价格有支撑。

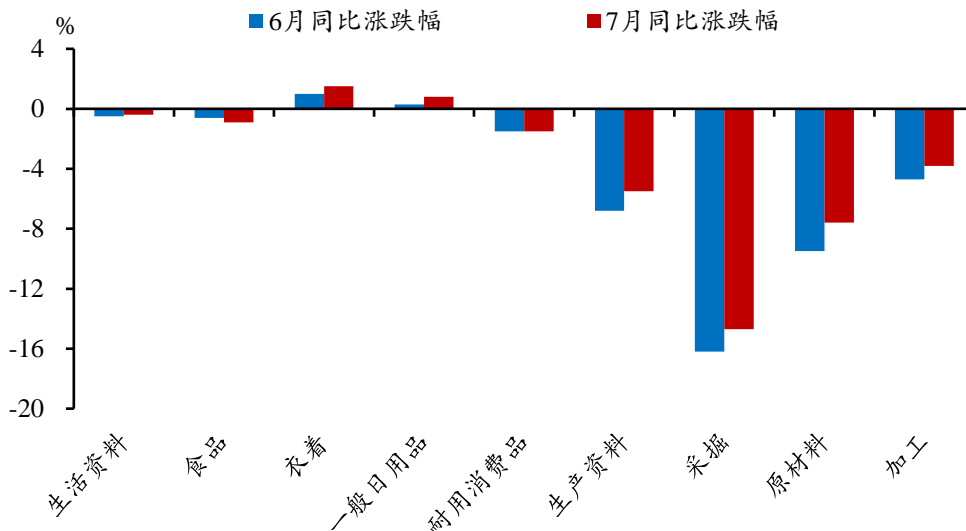
其次，7 月制造业 PMI 的回升也反映出国内需求有所回暖。7 月新订单指数比 6 月上升 0.9 个百分点，制造业生产经营活动稳定，市场需求景气度有所改善，且主要原材料购进价格指数升至扩张区间，制造业生产用原材料价格总体水平有所上升，这些侧面反映出制造业部分行业需求或已有所改善。

最后，随着稳增长政策进一步落地生效，内需增长动力或更强。当前国内需求属于恢复性增长，需求不足问题仍是突出矛盾，政府释放出“多部门正密集谋划新一轮稳增长政策”信号。随着稳增长政策进一步落地生效，内需增长动力更强，这或将有助于 PPI 探底后降幅逐步收窄。但由于全年翘尾因素的拖累，预计 PPI 大概率延续负增。

图 8：7 月 PPI 同比降幅开始收窄



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：最上游的采掘工业降幅依然最大


资料来源: Wind, 国家统计局, 信达证券研发中心

三、工业企业利润下行压力或将有所缓解

7月CPI出现阶段性负增，而PPI已触底反弹，我们预计后续会迎来PPI和CPI双双边际改善的阶段。

自8月起，CPI同比出现回升：一是油价或已度过同比降幅最大的阶段；二是工业部门产能过剩对工业消费品价格的压制有缓解迹象；三是扣除食品和能源价格以外的核心CPI开始明显回升。

总体来看，今年CPI在下半年或难大幅反弹，预计年底仍将徘徊在1%之下。

下半年PPI出现回升：一是原油价格支撑下，上游生产资料价格或继续修；二是7月制造业PMI的回升也反映出国内需求有所回暖；三是随着稳增长政策进一步落地生效，内需增长动力或更强。

从剪刀差来看，在CPI回升幅度有限的背景下，我们预计PPI-CPI剪刀差或将出现趋势性收窄。

在经济回升过程中，根据国内自身的修复动能来看，我们认为，7月CPI已经是年内的低点，后续或将进入缓慢上行阶段，而PPI同比增速触底回升。综合CPI和PPI的走势来看，我们认为后续PPI-CPI剪刀差或将出现趋势性收窄。

从历史上看，PPI-CPI剪刀差走势往往和工业企业利润的累计同比走势较为相关。

在剪刀差有趋势性收窄的背景下，我们认为后续工业企业利润下行压力或将有所缓解，企业利润降幅或有收窄。

图 10: PPI 和 CPI 剪刀差有趋势性收窄


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险, 国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。