

## 通胀数据点评

# PPI 低点、盈利拐点

### 事件:

8月9日,统计局公布7月份通胀数据。2023年7月份,全国CPI同比下降0.3%。环比来看,7月份,CPI环比上涨0.2%。2023年7月份,全国PPI同比下降4.4%,环比下降0.2%。

### 投资要点:

- 一般来说,相比于PPI指标,货币政策更关注CPI指标的变化。美联储货币政策目标中包括物价稳定,主要参考的指标是CPI,国内货币政策也会受到CPI的影响。CPI同时也是影响利率走势的一个非常关键的因素,中美两国的国债收益率都与CPI呈现出较高的正相关性。
- 7月份CPI同比转为负增长,但总体来看,我们认为CPI的回落是阶段性的,后续CPI同比增速有望逐步回升。当前国内促消费政策在陆续落地,随着政策效果的不断显现以及市场需求的稳步扩大,叠加上年同期高基数影响的逐步减弱,后续CPI有望逐步回升。年内总体通胀压力较小,国内货币政策预计也仍将保持宽松。
- PPI对企业盈利影响更大。PPI对货币政策影响较小,对企业盈利的影响较大,历史经验显示,PPI同比增速与全部A股非金融企业的基本面表现高度相关,这可能是因为A股上市公司中以制造业为代表的工业企业占比较高,全A非金融企业的盈利主要来源还是工业企业。
- 往后看,我们认为下半年PPI同比增速有望触底回升。一是因为基数效应的影响,二是欧美制造业PMI、国内出口增速以及PPI同比增速均反应出当前的全球工业生产活动正处在周期底部位置,后续相关指标继续高台跳水大幅下行的空间和可能性均已变小,在目前海外加息周期趋向于尾声、国内扩大内需政策陆续出台之际,我们判断下半年国内通胀出口等经济数据有望触底回升。
- 从行业层面来看,中上游顺周期制造业与PPI的相关性较高。若后续PPI触底回升,中上游的顺周期制造业应该是最直接受益于PPI回升的行业。
- 风险提示:一是地缘政治风险超预期;二是宏观经济不及预期;三是海外市场大幅波动等。

### 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号: S0210523050003  
邮箱: yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯  
执业证书编号: S0210523060005  
邮箱: xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成  
执业证书编号: S0210523060003  
邮箱: zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗  
执业证书编号: S0210523060002  
邮箱: jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡  
执业证书编号: S0210523060006  
邮箱: szh30173@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《政策底再度夯实:周观点(0731-0804)》—2023.08.06
- 2、《减持小幅下降,北上加速流入:股市流动性月报》—2023.08.04
- 3、《高股息策略探讨》—2023.08.04

## 正文目录

|   |                         |   |
|---|-------------------------|---|
| 1 | CPI 同比转负，PPI 跌幅收窄 ..... | 1 |
| 2 | 货币政策更关注 CPI 指标 .....    | 2 |
| 3 | PPI 对企业盈利影响更大 .....     | 3 |
| 4 | 风险提示 .....              | 7 |

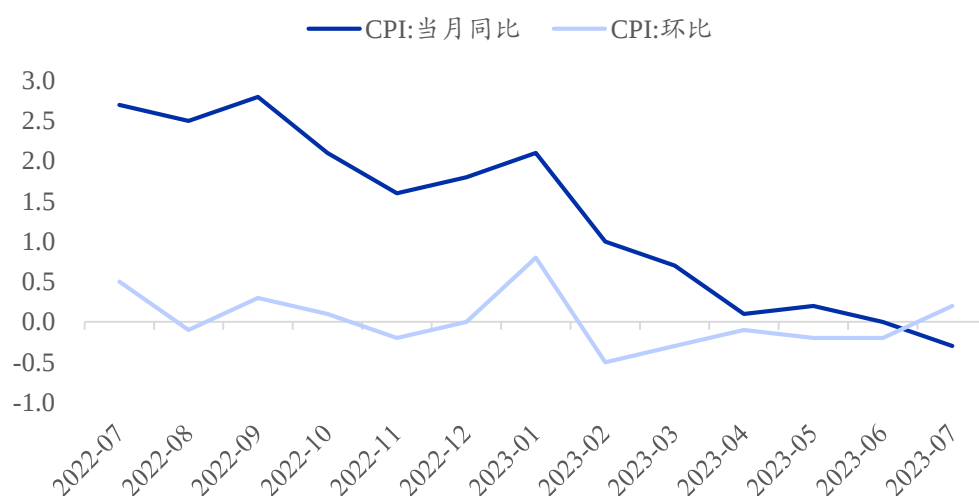
## 图表目录

|                                         |   |
|-----------------------------------------|---|
| 图表 1: CPI 同比及环比增速变化走势 (%) .....         | 1 |
| 图表 2: PPI 同比及环比增速变化走势 (%) .....         | 2 |
| 图表 3: 美国 CPI 与 10 年期国债收益率走势对比 (%) ..... | 3 |
| 图表 4: 中国 CPI 与 10 年期国债收益率走势对比 (%) ..... | 3 |
| 图表 5: PPI 与全部 A 股非金融企业 ROE 高度相关 .....   | 4 |
| 图表 6: PPI 对非金融企业盈利增速的影响 .....           | 4 |
| 图表 7: A 股不同行业上市公司数量占比分布 .....           | 5 |
| 图表 8: 2022 年 A 股上市公司归母净利润分布 .....       | 5 |
| 图表 9: 各行业基本面指标与 PPI 同比增速的相关系数 .....     | 6 |

## 1 CPI 同比转负，PPI 跌幅收窄

8月9日，统计局公布7月份通胀数据。2023年7月份，全国居民消费价格同比下降0.3%。其中，食品价格下降1.7%，非食品价格持平；消费品价格下降1.3%，服务价格上涨1.2%。1-7月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.5%。环比来看，7月份，全国居民消费价格环比上涨0.2%；其中，食品价格下降1.0%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格下降0.1%，服务价格上涨0.8%。

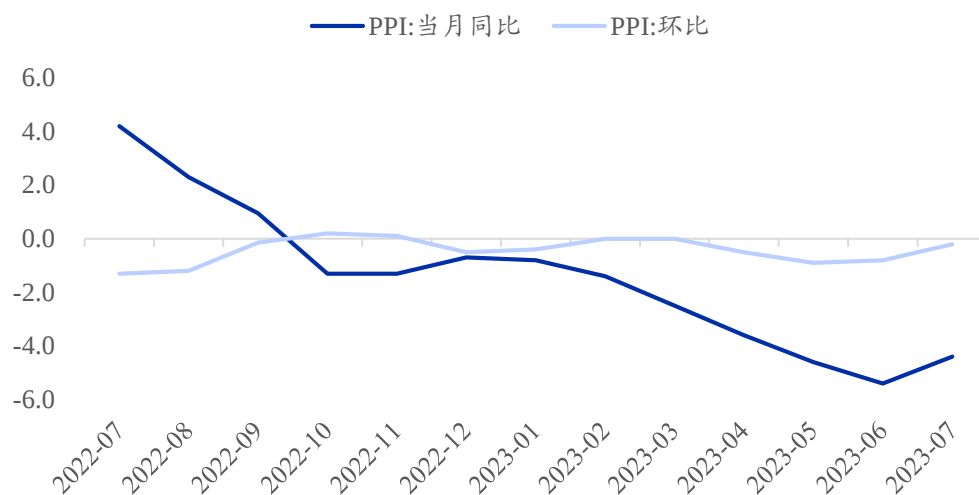
图表 1：CPI 同比及环比增速变化走势（%）



来源：iFind，华福证券研究所

2023年7月份，全国工业生产者出厂价格同比下降4.4%，环比下降0.2%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降5.5%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约4.25个百分点。其中，采掘工业价格下降14.7%，原材料工业价格下降7.6%，加工工业价格下降3.8%。生活资料价格下降0.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.11个百分点。其中，食品价格下降0.9%，衣着价格上涨1.5%，一般日用品价格上涨0.8%，耐用消费品价格下降1.5%。

图表 2: PPI 同比及环比增速变化走势 (%)



来源: iFind, 华福证券研究所

## 2 货币政策更关注 CPI 指标

一般来说,相比于 PPI 指标,货币政策更关注 CPI 指标的变化。美联储货币政策目标中包括物价稳定,主要参考的指标是 CPI,近两年由于地缘政治等因素原油价格大幅攀升,CPI 再次快速上行,通胀高压下美联储在 2022 年开启了加速加息模式。国内货币政策也会受到 CPI 的影响,2009 年至 2010 年随着经济的复苏 CPI 与 PPI 出现了同步回升,货币政策很快便全面收紧;而 2016 年至 2017 年经济复苏阶段,由于 PPI 的大幅回升并没有传导至 CPI,除了资管新规和公开市场的一些微调外,货币政策并没有出现包括加息或提高准备金等在内的全面收紧。

CPI 同时也是影响利率走势的一个非常关键的因素。美国 10 年期国债收益率大致呈现正态分布走势,1970 年代末 80 年代初,由于两次石油危机,美国 CPI 在较长一段时间内处于高位,美国 10 年期国债收益率在 CPI 峰值前后也达到历史峰值。80 年代后,随着 CPI 绝对值和波动率都在不断下降,美国 10 年期国债收益率开始趋势下行。2002 年以来,我国 10 年期国债利率基本保持在区间震荡,走势上与 CPI 同比增速高度相关。

7 月份 CPI 同比转为负增长,但总体来看,我们认为 CPI 的回落是阶段性的,后续 CPI 同比增速有望逐步回升。当前国内促消费政策在陆续落地,7 月 31 日,国务院办公厅转发国家发展改革委《关于恢复和扩大消费措施》的通知。《措施》从稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、扩展新型消费、完善消费设施、优化消费环境等几个方面提出 20 条针对性举措。《措施》与近期发布的各领域、各品类促消费

重点政策一道形成促消费扩内需的一揽子政策体系。随着政策效果的不断显现以及市场需求的稳步扩大，叠加上年同期高基数影响的逐步减弱，后续 CPI 有望逐步回升。年内总体通胀压力较小，国内货币政策预计也仍将保持宽松。

图表 3：美国 CPI 与 10 年期国债收益率走势对比（%）



来源：Wind, iFind, 华福证券研究所

图表 4：中国 CPI 与 10 年期国债收益率走势对比（%）



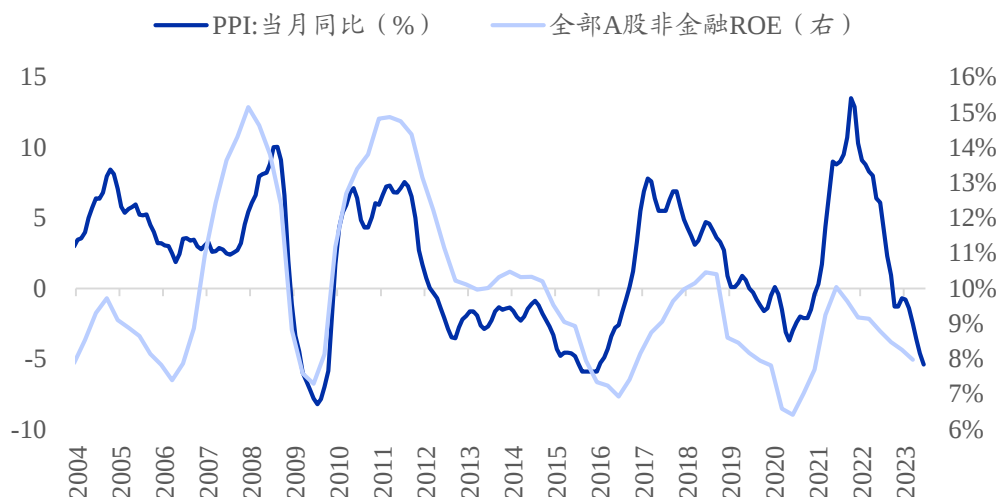
来源：Wind, iFind, 华福证券研究所

### 3 PPI 对企业盈利影响更大

PPI 对货币政策影响较小，对企业盈利的影响较大，历史经验显示，PPI 同比增速与全部 A 股非金融企业的基本面表现高度相关。2004 年以来，PPI 同比增速和全 A 非金融企业的 ROE 走势极为相关，从走势看，全 A 非金融企业上市公司的 ROE 共计经历了四轮显著的回升阶段，分别是在 2006 年至 2007 年、2009 年至 2011 年、2016 年至 2018 年、2020 年至 2021 年，与此同时，我们也能够观察到 PPI 同比增

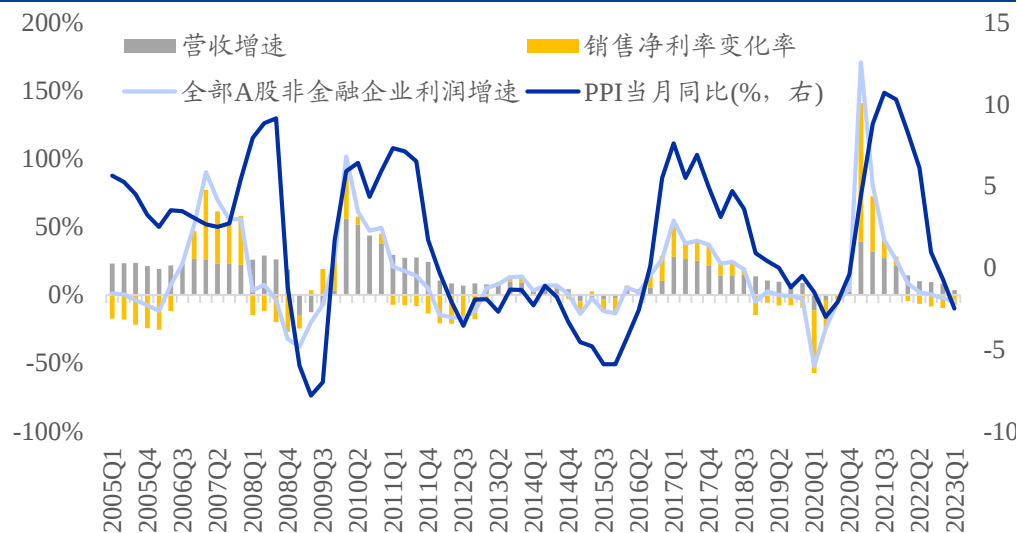
速回升趋势的不断确立。反之，在 PPI 下行阶段，全 A 非金融企业的 ROE 也是下降的。PPI 同比增速与全部 A 股非金融企业盈利增速的变化趋势上也基本一致。企业的盈利增速可以进一步分拆成营收增速及销售净利率的变化，从走势来看，这两个因素的变化与 PPI 的走势基本上也是对应的。

**图表 5：PPI 与全部 A 股非金融企业 ROE 高度相关**



来源：Wind, iFind, 华福证券研究所

**图表 6：PPI 对非金融企业盈利增速的影响**

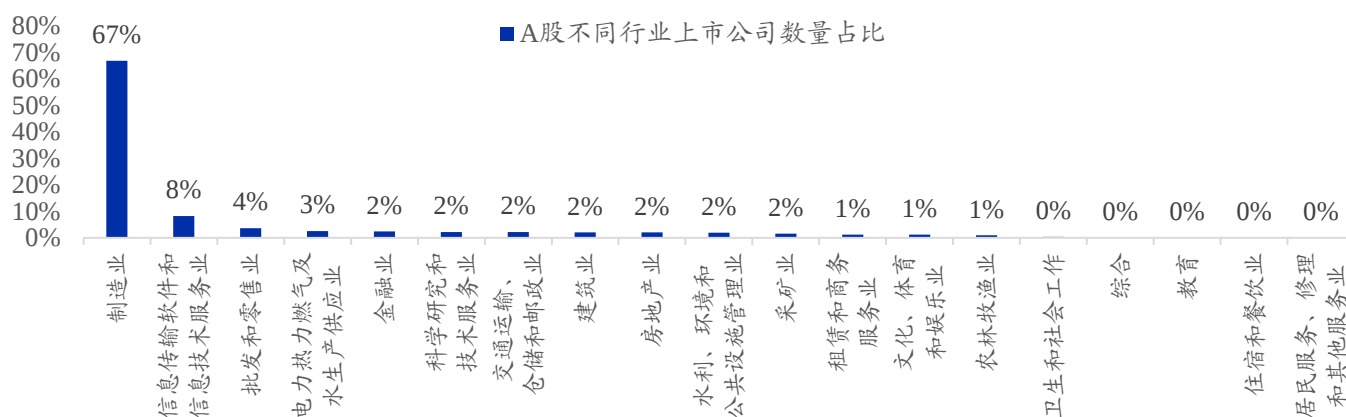


来源：Wind, iFind, 华福证券研究所

PPI 同比增速与上市公司企业盈利走势高度正相关的原因可能是因为上市公司中以制造业为代表的工业企业占比较高，全 A 非金融企业的盈利主要来源还是工业企业。截至 2023 年 7 月 24 日，5000 多家 A 股上市公司中有 3500 家是制造业，占比高达 67%。2022 年全年，全部 A 股上市公司的盈利中，金融行业占比达到 45.2%，非金融企业占比为 54.8%，这其中，制造业利润占比为 30.4%，采矿业利润占比为 12.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润占比 2.1%，这三者合计的工业企业利润在非金融企业盈利中的占比达到了 80% 左右份额。这也导致了上市公司的利润表现与工业品价格的增速高度相关，PPI 的持续低迷拖累企业盈利可能也是上半年

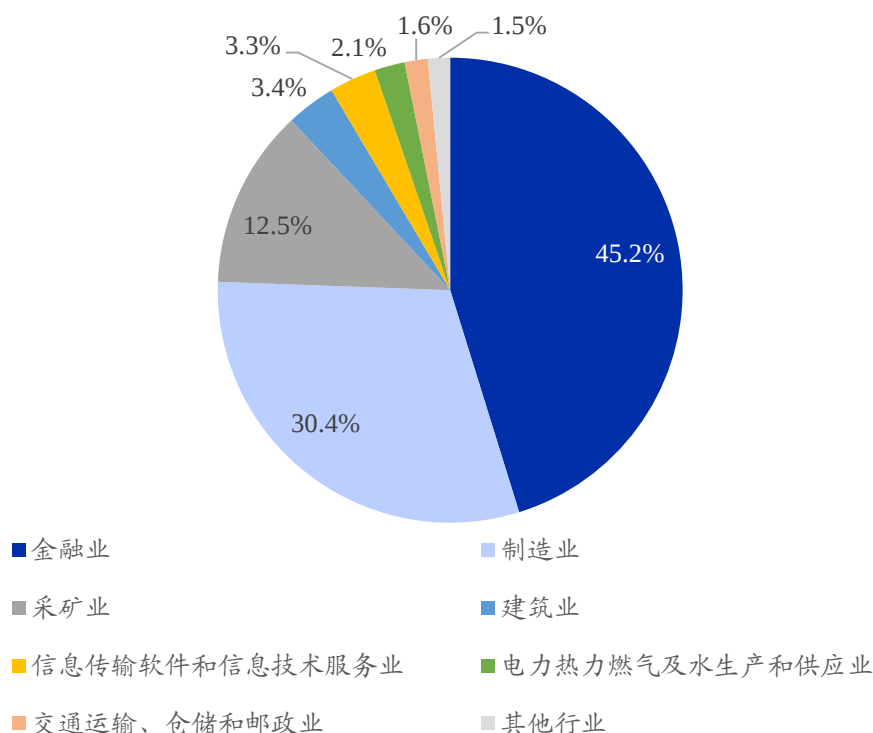
A 股市场在全球表现较为落后的原因。

图表 7：A 股不同行业上市公司数量占比分布



来源：Wind、华福证券研究所

图表 8：2022 年 A 股上市公司归母净利润分布



来源：Wind，华福证券研究所

往后看，我们认为下半年 **PPI 同比增速有望触底回升**。一是因为基数效应的影响，二是欧美制造业 PMI、国内出口增速以及 PPI 同比增速均反应出当前的全球工业生产活动正处在周期底部位置，后续相关指标继续高台跳水大幅下行的空间和可能性均已变小，在目前海外加息周期趋向于尾声、国内扩大内需政策陆续出台之际，我们判断下半年国内通胀出口等经济数据有望触底回升。

从行业层面来看，中上游顺周期制造业与 PPI 的相关性较高，若后续 PPI 触底回升，中上游的顺周期制造业应该是最直接受益于 PPI 回升的行业。具体来看，ROE 及盈利增速与 PPI 相关性较高的行业都主要集中在中上游的制造业，比如钢铁、有色金属、基础化工以及建筑材料 ROE 与 PPI 的相关系数均在 0.5 以上，石油石化、钢铁、基础化工以及机械设备盈利增速与 PPI 的相关系数也在 0.5 以上。此外，PPI 对于各行业营收增速的影响是较为普遍且正向的，特别是中上游的顺周期制造业，与营收增速相比，PPI 对毛利率和销售净利率的影响相对较小，不过中上游制造业与 PPI 的相关性也要好于其他行业。

图表 9：各行业基本面指标与 PPI 同比增速的相关系数

| 行业      | ROE(TTM) | 盈利增速  | 营收增速  | 毛利率   | 销售净利率 |
|---------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 全部A股非金融 | 0.51     | 0.60  | 0.79  | -0.12 | 0.56  |
| 煤炭      | 0.25     | 0.48  | 0.75  | 0.23  | 0.28  |
| 石油石化    | 0.16     | 0.57  | 0.79  | -0.21 | 0.10  |
| 钢铁      | 0.69     | 0.53  | 0.84  | 0.55  | 0.70  |
| 有色金属    | 0.65     | 0.35  | 0.73  | 0.71  | 0.69  |
| 基础化工    | 0.71     | 0.63  | 0.83  | 0.48  | 0.60  |
| 建筑材料    | 0.51     | 0.49  | 0.70  | 0.30  | 0.47  |
| 机械设备    | 0.35     | 0.52  | 0.64  | 0.17  | 0.42  |
| 电力设备    | 0.39     | 0.17  | 0.62  | 0.02  | 0.35  |
| 通信      | -0.38    | -0.15 | -0.23 | -0.31 | -0.03 |
| 国防军工    | 0.09     | 0.38  | 0.39  | 0.56  | 0.38  |
| 汽车      | 0.22     | 0.25  | 0.41  | 0.33  | 0.13  |
| 农林牧渔    | -0.13    | -0.31 | 0.30  | -0.07 | -0.16 |
| 食品饮料    | 0.21     | 0.28  | 0.54  | 0.06  | 0.11  |
| 医药生物    | 0.35     | 0.40  | 0.54  | 0.30  | 0.51  |
| 纺织服饰    | 0.12     | 0.40  | 0.55  | 0.35  | 0.02  |
| 美容护理    | -0.31    | -0.09 | 0.19  | 0.21  | -0.11 |
| 轻工制造    | 0.63     | 0.38  | 0.77  | 0.10  | 0.44  |
| 家用电器    | 0.37     | 0.34  | 0.69  | -0.36 | 0.01  |
| 计算机     | 0.01     | -0.05 | 0.36  | -0.18 | -0.31 |
| 电子      | 0.54     | 0.34  | 0.46  | 0.00  | 0.31  |
| 商贸零售    | 0.01     | 0.23  | 0.61  | -0.06 | 0.04  |
| 社会服务    | -0.17    | 0.08  | 0.42  | 0.08  | -0.14 |
| 传媒      | 0.09     | 0.25  | -0.04 | 0.00  | 0.06  |
| 交通运输    | 0.47     | 0.41  | 0.76  | 0.01  | 0.27  |
| 房地产     | -0.13    | 0.00  | -0.15 | -0.17 | -0.14 |
| 建筑装饰    | -0.08    | 0.09  | 0.12  | -0.28 | 0.15  |
| 公用事业    | -0.27    | -0.26 | 0.76  | -0.56 | -0.45 |
| 环保      | 0.28     | 0.13  | 0.25  | 0.09  | 0.21  |
| 综合      | 0.06     | 0.07  | 0.62  | -0.13 | -0.03 |

来源：Wind，iFind，华福证券研究所

注：相关系数计算时间段为 2008Q3-2023Q2，相关系数大于 0.5 为红色底纹表明正相关性较高，相关系数小于 0.5 为绿色底纹表明负相关性较高，相关系数绝对值越接近 0 表明相关系数越低

## 4 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

| 类别   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn