

7月CPI涨幅略有扩大，PPI同比显著走低，下半年国内高通胀风险较小

——2022年7月物价数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2022年7月，CPI同比上涨2.7%，涨幅比上月加快0.2个百分点；PPI同比上涨4.7%，涨幅较上月回落1.4个百分点。

基本观点：主要受猪肉、鲜菜价格走高推动，7月CPI同比涨幅略有扩大，但仍处温和水平。7月CPI涨幅实际上不及市场预期，主要原因是国际油价下跌传导至国内，加上当前消费修复整体较为温和，7月非食品价格同比涨幅明显收窄。我们预计，8月CPI同比将保持在当前水平附近。下半年猪肉价格走高会在一定程度上推高CPI涨幅，但不会改变物价形势整体温和可控的局面，通胀依然将是国内与境外经济基本面的最大差别。这也为接下来货币政策在稳增长方向继续发力提供空间。7月国际大宗商品和国内工业品价格普降，PPI环比较大转跌，叠加基数走高，同比涨幅加速回落。展望未来，PPI同比将持续下行，并将成为助力国内物价大势保持稳定的一个积极因素。接下来PPI与CPI“剪刀差”将呈持续缩小态势，意味着中下游企业成本压力正在缓解。

具体分析如下：

一、7月CPI同比上涨2.7%，涨幅比上月扩大0.2个百分点，低于市场普遍预期，表明当前消费品和服务市场通胀形势依然温和可控。7月CPI同比涨幅变化背后有以下三个原因：首先，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，当月猪肉价格涨势明显，环比上涨25.6%，同比则由上月的下降6.0%，转为大幅上涨20.2%。我们估计，这会直接拉动7月CPI同比涨幅扩大0.43个百分点。其次，在多地持续高温天气影响下，7月鲜菜价格环比由上月的下降9.2%转为上涨10.3%，涨幅高于季节性，同比涨幅则由上月的3.7%扩大到12.9%，推高当月整体CPI涨幅约0.17个百分点。

由此可见，7月CPI同比涨幅扩大0.2个百分点，主要是受猪肉和鲜菜价格波动影响，并不代表整体物价形势升温。事实上，扣除价格波动较大的食品和能源价格，7月核心CPI同比涨幅为0.8%，较上月下行0.2个百分点，继续处于明显偏低水平。这意味着当前消费品和服务市场整体价格走势平稳。

最后，在猪肉、鲜菜价格大涨显著推高食品价格后，7月CPI涨幅不及市场预期，一个主要原因是受

国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格环比分别下降 3.4% 和 3.6%，同比涨幅更是分别大幅回落约 10 个百分点，这带动交通和通讯价格同比涨幅由上月的 8.5% 收窄至 6.1%；此外，受上年同期基数抬高以及当前消费较为低迷等因素影响，7 月教育文化和娱乐 CPI 同比涨幅也出现较大幅度回落。由此，7 月非食品价格上涨 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，而上月为 2.01 个百分点。这样来看，非食品 CPI 涨幅明显收窄，对整体 CPI 上涨影响显著下降，是 7 月整体 CPI 涨幅不及市场预期的主要原因。背后是近期国际大宗商品价格经历一波下跌过程，以及当前国内消费修复整体温和，市场供需平衡不支持消费品和服务价格大幅上升——7 月非食品 CPI 环比下跌 0.1%，显著低于历史同期平均水平，为 2003 年以来 7 月首次出现环比负增长。

值得注意的是，7 月粮食价格环比上涨 0.1%，上月为环比持平。这意味着在经历了 3 月至 5 月的较快上涨之后，受近期国际粮价大幅回落影响，国内粮价连续第二个月保持平稳态势。我们判断，尽管 7 月粮食 CPI 同比涨幅为 3.4%，较上月扩大 0.2 个百分点，但接下来粮食 CPI 同比将基本稳定下来。由于粮价在整体物价中的基础性地位，7 月粮价延续平稳意味着下半年物价上涨压力可控。

二、7 月 CPI 走势对宏观政策有什么影响？ 7 月 CPI 涨幅扩大 0.2 个百分点，核心 CPI 涨幅收窄 0.2 个百分点，意味着当前整体物价上涨压力实际上有所缓和。由此，虽然 7 月整体 CPI 增速加快，涨幅正在向 3.0% 的控制目标靠近，但并不会驱动货币政策收紧。由于我国 CPI 受猪肉价格影响较大，因此观察物价大势，核心 CPI 是一个重要指标，也是货币政策的一个重要参考点。可以看到，受猪肉价格大幅冲高影响，2019 年 11 月 CPI 同比高达 4.5%，而当月央行却实施政策性降息（下调 MLF 利率），以应对中美经贸摩擦带来的经济下行压力，其中一个主要原因就是 2019 年 11 月核心 CPI 同比仅为 1.4%。

三、未来 CPI 怎么走？ 进入 8 月，在政策调控等因素影响下，猪肉价格出现小幅回落走势，同比涨幅未现进一步扩大，鲜菜价格也现回落，同比涨幅由正转负，加之国际原油下行驱动国内成品油价格继续下调，以及国内消费修复仍将保持温和态势，我们判断 8 月 CPI 同比将在当前水平附近小幅波动，超过 3.0% 的可能性不大。

整体上看，接下来猪肉价格仍有一定上行空间，这会带动下半年 CPI 同比中枢有所抬升，不排除个别月份 CPI 同比升至 3.0% 上方的可能，但大幅上行的风险不大。主要原因在于，尽管二季度“猪周期”转入价格上行阶段，但由于缺乏猪瘟疫情催化，未来猪肉价格上升空间有限，重复 2019 年下半年持续大幅飙升的可能性很小。另外，在全球经济减速背景下，下半年国际油价再度大幅冲高的可能性也在下降。由此，下半年“猪油共振”推升 CPI 的风险可控。更为重要的是，考虑到下半年消费修复将会比较温和，国内产业链供给能力强，加之前期宏观政策未搞大水漫灌，下半年代表整体物价水平的核心 CPI 会更为温和。由

此，通胀仍将是国内与境外经济基本面的最大差别。

四、7月国际大宗商品和国内工业品价格普降，PPI 环比较大转跌，叠加基数走高，同比涨幅加速回落。7月PPI 环比下跌1.3%，为今年2月以来首度环比转跌，同比涨幅较上月收窄1.9个百分点至4.2%，呈现加速回落势头，且回落幅度超出普遍预期。从新涨价和翘尾因素来看，由于环比转跌，7月PPI 新涨价因素较上月下滑1.3个百分点，而因基数上行，翘尾因素较上月下滑0.5个百分点。可见，7月PPI 同比涨幅加速收敛，既受新涨价动能削弱影响，也与基数抬高有关，其中前者为主要下拉力量。

7月PPI 新涨价动能为何大幅削弱？首先，在美元指数上涨以及全球经济增长预期减弱背景下，7月以美元标价的国际大宗商品价格纷纷下挫。当月RJ-CRB 商品价格指数月均值环比下跌9.5%，同比涨幅较上月收敛16.9个百分点至32.6%。主要大宗商品中，7月布油现货价月内低点跌破107美元/桶，月均值环比下降8.9%，同比涨幅从上月的69.2%大幅收敛至50.1%；LME 铜现货价月均值环比下跌16.6%，同比跌幅较上月扩大14.2个百分点至20.2%。

其次，从国内来看，尽管基建稳增长加码发力，但主要由于地产投资羸弱，需求端对工业品价格的支撑作用并不强，7月国内螺纹钢、水泥、混凝土、玻璃等建材价格走低；保供稳价政策下，国内煤炭价格也在高位下行；上游能源价格回落，亦带动化工产品价格普遍下跌。由此，在国际大宗商品和国内工业品价格普降背景下，7月PPI 环比较大转跌，并推动同比涨幅加速回落。反映到细分行业上，7月石油和煤炭开采及相关行业、钢铁、有色金属、非金属矿物、化工等行业PPI 环比均转跌或跌幅扩大，同比涨幅均有所收窄。

由于7月PPI 环比转跌主要受大宗商品和工业品价格下跌影响，当月生产资料PPI 环比跌幅从上月的0.1%扩大至1.7%，同比涨幅下滑2.5个百分点至5.0%，而生活资料PPI 环比延续上涨，尽管涨幅较上月小幅放缓0.1个百分点至0.2%，同比涨幅则持平上月于1.7%。可以看到，近几个月，随生产资料PPI 涨势回落以及生活资料PPI 涨势缓慢加速，生产资料和生活资料PPI 之间的剪刀差已显著收敛，中下游企业面临的原材料成本上涨压力得到明显缓解。不过，当前生活资料PPI 涨势仍然低迷——7月生活资料PPI 环比上涨主要受食品和耐用消费品涨价影响，前者归因于食用农产品涨价，后者或与疫情高峰后耐用品消费回补有关，可持续性待观察——这反映出，此前原材料价格的快速上涨始终未能顺畅地向下传导，折射出终端消费持续偏弱，这也是当前核心CPI 始终低位徘徊的原因所在。

五、展望未来，PPI 同比将持续回落。7月美联储再度大幅加息75个基点，欧洲央行和英国央行也分别加息50个基点，各主要经济体央行陆续通过加息来抑制高通胀，给经济增长带来下行压力，全球经济衰退预期渐强。需求预期承压背景下，未来国际大宗商品价格料将继续回落。同时，短期内国内地产投资

难见明显回暖，叠加保供稳价政策持续发力，工业品价格并不具备快速上涨的条件。更为重要的是，随去年同期基数上扬，未来几个月 PPI 翘尾因素将不断回落，到四季度翘尾因素对 PPI 同比的贡献将为负值。由此，我们判断，接下来 PPI 同比涨幅将持续回落，四季度 PPI 同比料将小幅转负。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。