

# CPI、PPI 分化，通胀和通缩的两端显现

——7月通胀数据点评

2022年08月10日

- **事件：**7月CPI同比上行0.2pct至2.7%，市场预期2.9%，环比0.5%；PPI同比4.2%，前值6.1%，市场预期4.7%，环比-1.3%。
- **CPI食品项同环比增速拉升，非食品项增速回落，核心CPI下行。**国内疫情的影响延续，服务项依然疲弱，消费品增速继续上行。核心CPI同比小幅回落。
- **生猪产能去化效果显现，养殖户压栏惜售，出栏率阶段性回落。蔬菜价格超季节性上行，粮食价格缓步抬升。**猪肉价格同比快速转为正增，环比快速攀升。随着高温天气过去，需求有望回暖，未来猪肉拉动作用仍将延续。多地高温天气影响下，蔬菜价格超季节性上行，随鲜果陆续上市，鲜果价格回落。全球粮食供应偏紧的预期下，国际粮食价格继续上涨，带动国内食用油、粮食价格上行。
- **非食品项中国际油价下行带动燃料项回落，暑假带动旅游环比转好，同比依然显著回落。**7月国际原油价格回落。交通工具用燃料同、环比快速回落，水电燃料同比有所放缓。服务项中，疫情影响延续，企业招工持续回落，服务项走弱，租房价格同比放缓。
- **海外政策收紧效果显现，PPI回落加速。**PPI采掘工业、原材料、加工工业价格均回落，原材料和加工工业价差收窄。工业生产者购进价格PPIRM中，仅农副产品、化工原料类同比增速上行。
- **采掘工业持续回落，黑色、有色加工、采掘加速下行，中下游制造业价格小幅回落，成本压力缓释。**欧、美加息影响下，有色、原油等大宗商品价格高位显著回落，市场对于欧美衰退的预期交易前置，在大宗商品上最先显现。对于PPI波动影响较大的煤炭、石油、黑色、有色的采选和加工业均明显回落，带动PPI下行提速。整体中下游行业价格回落温和，成本压力逐步缓解。随全球粮食价格上涨，农副食品加工业同环比逆势抬升。
- **PPI延续回落趋势，输入性通胀压力减轻，CPI在猪肉拉动下，面临阶段性破3%压力，下半年PPI-CPI预期逐步转负。**进入8、9月，CPI在低基数和食品价格抬升的影响下，向上突破3%的压力增加。居民就业承压，消费短期疲弱，核心CPI仍将保持低位。在上游价格回落和高基数共同作用下，PPI仍处回落通道。如果大宗商品加速回落，四季度可能转负。
- **当前呈现食品带动的通胀和工业品拉动的通缩。对于货币政策保持宽松的约束有限。**猪周期拉动CPI上行，核心CPI低位运行，PPI延续回落趋势。下半年经济弱复苏的背景下，仍可尽早配置长久期利率债，把握阶段性的操作机会。
- **风险因素：**居民就业持续承压影响消费，能繁母猪存栏去化过快，美联储加息幅度超预期。

**分析师：**徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

**研究助理：**于天旭

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

## 相关研究

经济增长任重道远

美联储缩表的决定因素和影响

础润而雨

## 正文目录

事件.....	3
1、CPI 非食品项走弱，食品项增速拉升.....	3
2、海外政策收紧效果显现，PPI 回落加速.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	7

## 图表目录

图表 1: CPI 同比增速持续上行 (%).....	3
图表 2: 食品项环比上行，增速高于近几年同期(%).....	3
图表 3: 服务项价格下行 (%).....	3
图表 4: 汽油、柴油价格高位回落 (元/吨).....	3
图表 5: 猪价 7 月快速拉升(元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪存栏去化偏缓(万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜 7 月起季节性上行 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格有所回落 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项高位回落 (%).....	5
图表 10: 企业招工偏弱，服务相关项回落(%).....	5
图表 11: PPI 同比增速延续回落 (%).....	6
图表 12: 加工工业 - 原材料工业价差收窄 (%).....	6
图表 13: 有色、石油增速有所反弹(%).....	6
图表 14: PPI - CPI 剪刀差延续回落 (%).....	6
图表 15: PPI 同比仍处回落阶段，M1 反弹(%).....	7
图表 16: PPI 与美元指数同比延续回落(%).....	7

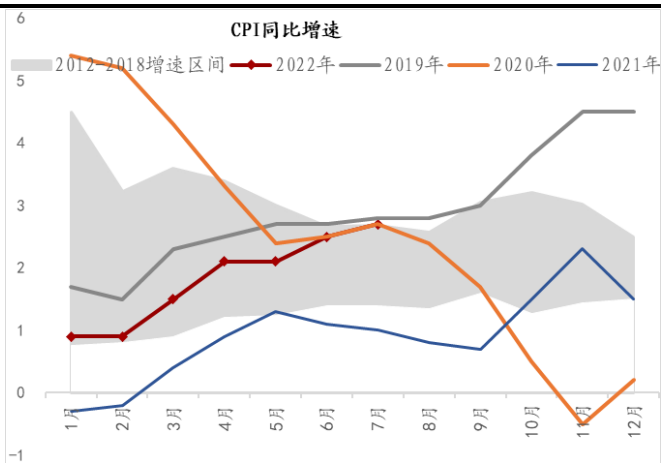
## 事件

2022年7月，CPI同比增速2.7%，较上月上涨0.2个百分点，市场预期2.9%，环比增速0.5%，前值0%，1-7月CPI累计同比1.8%；PPI同比增速4.2%，较上月回落1.9个百分点，市场预期4.7%，环比增速-1.3%，前值0%，1-7月PPI累计同比7.2%。

## 1、CPI 非食品项走弱，食品项增速拉升

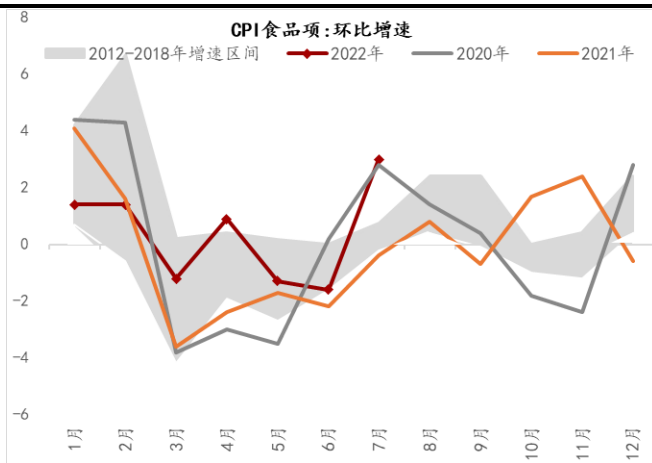
CPI同比上行慢于市场预期，环比增长，非食品项为负向贡献，食品项同环比增速拉升，环比增速高于近几年同期。7月CPI同比增速2.7%，较上月上涨0.2个百分点，市场预期2.9%，环比增速0.5%，前值0%。CPI食品项同比增速由6月的2.9%上行至6.3%，影响CPI上涨约1.12个百分点，环比由上月的-1.6%上行至3%；非食品项同比由2.5%小幅下行至1.9%，环比由上月的0.4%下行至-0.1%。

图表1: CPI同比增速持续上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 食品项环比上行, 增速高于近几年同期(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

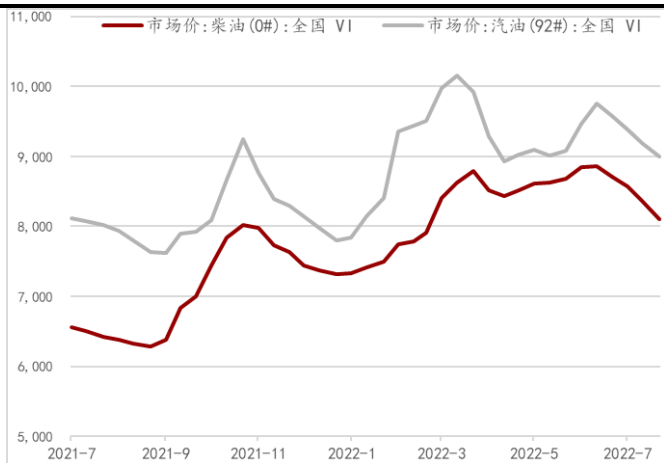
核心CPI回落，服务项价格下行，消费品增速继续上行。疫情和防控政策下，7月线下服务依然疲弱。核心CPI同比增速小幅回落0.2个百分点至0.8%，环比上行0.1%。CPI服务项同比较6月小幅回落0.3个百分点至0.7%，环比上行0.3%，前值0.2%；消费品同比则上行0.5个百分点至4%，环比上行0.6%，前值-0.1%。

图表3: 服务项价格下行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 汽油、柴油价格高位回落(元/吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品项价格同环比上行，猪价上行和蔬菜超季节性上涨为主要拉动。猪肉价格同比快速转为正增，环比快速攀升，牛、羊肉、水产品价格同比上行，鸡蛋价格小幅回落。蔬菜价格超季节性走高，鲜果价格同比放缓。粮食、食用油价格持续缓步抬升。CPI食品项同比增速由6月的2.9%上行至6.3%，环比由上月的-1.6%上行至3.0%。

7月生猪产能去化效果显现，重点养殖企业出栏率不足。高温天气延续，部分影响猪肉需求。养殖户压栏惜售，出栏率阶段性回落，7月猪价上行速度快于历史猪周期开启的上行幅度。当前仍处于产能去化阶段，生猪养殖行业保持盈利，未来猪肉拉动作用仍将延续。随着高温天气过去，需求有望回暖。

多地高温天气影响下，蔬菜价格超季节性上行，随鲜果陆续上市，鲜果价格回落。全球粮食供应偏紧的预期下，国际粮食价格继续上涨，国内价格同比也温和上行。进入8月，蔬菜价格已从高位有所回落。今年夏季天气高温，随秋季汛期到来，洪汛灾害可能给果蔬价格带来一定影响。

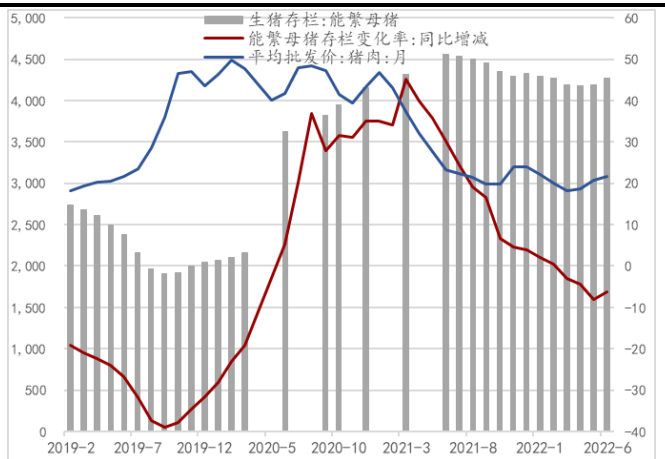
从CPI食品具体分项来看，7月，猪肉价格同比继续上行26.2个百分点至20.2%，增速转正，且上涨幅度加快，环比增速由上月的2.9%大幅上行至25.6%；猪肉的替代品牛羊羊肉同比增速分别由上月的0.9%、-6%上行至1.3%、-4.4%，蛋类同比增速回落0.6个百分点至5.9%，环比上行0.3%。鲜菜价格同比上涨9.2个百分点至12.9%。环比上行10.3%；鲜果价格同比下跌2.1个百分点至16.9%，环比下行-3.8%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由6月的3.2%、5%、-3.3%、1.5%、1.6%变动为3.4%、6.8%、-2.9%、1.4%、1.4%。

图表5: 猪价7月快速拉升(元/公斤)



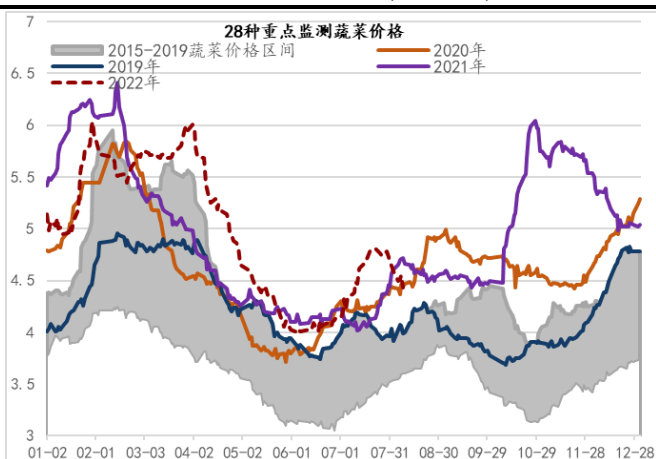
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪存栏去化偏缓(万头, %)



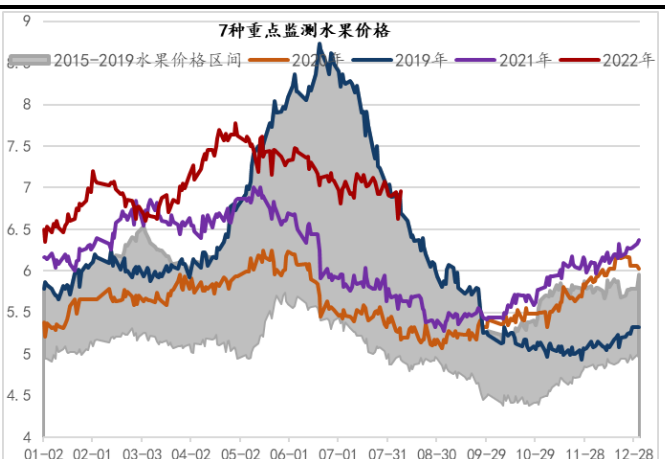
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜7月起季节性上行(元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

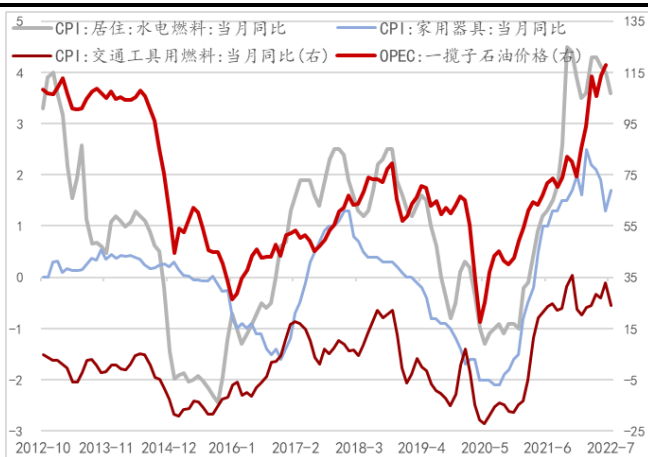
图表8: 水果价格有所回落(元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

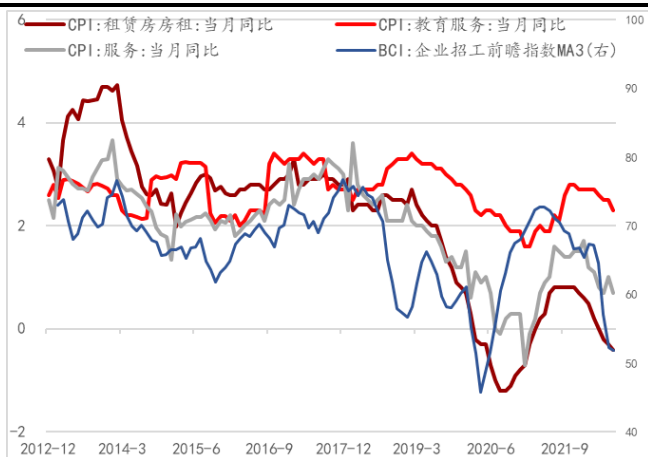
非食品项：交通工具燃料、水电燃料同比高位回落，旅游同比显著回落，环比转好。7月国际原油价格回落，但仍处高位，交通工具用燃料同、环比快速回落，水电燃料同比有所放缓。服务项中，疫情的影响仍在延续，企业招工持续回落，租赁住房房租同比由-0.3%小幅放缓为-0.4%。服务项继续走弱，旅游基数作用下，同比显著回落，暑期到来，环比保持上行，机票、住宿价格环比上涨。

图表9: CPI燃料相关分项高位回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 企业招工偏弱, 服务相关项回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 2、海外政策收紧效果显现, PPI 回落加速

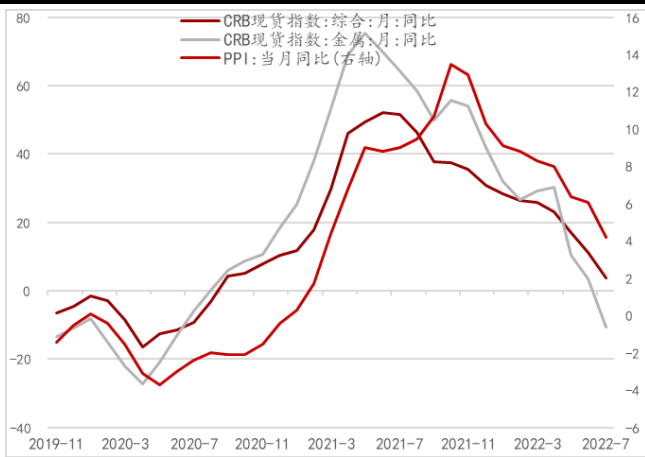
PPI同比下行提速, 环比转负。国际原油、煤炭、黑色、有色价格回落, 农副食品加工价格持续抬升。采掘工业、原材料、加工工业价格均回落, 原材料和加工工业价差收窄。生活资料中, 一般日用品同比保持上行。生产资料中, 采掘工业同比回落速度最快, 原材料工业环比下行速度最快。原材料工业和加工工业剪刀差有所收窄。上游原料端价格回落, 下游加工企业成本压力有所释放。

从PPIRM来看, 工业生产者购进价格由8.5%下行至6.5%。PPIRM分项中, 仅农副产品、化工原料类同比增速上行。有色、黑色、燃料动力类同比增速延续放缓, 有色、黑色金属环比下行幅度最为显著。

具体数据来看, PPI同比4.2%, 较上月回落1.9个百分点, 环比增速-1.3%, 前值0%。PPI生产资料同比回落2.5个百分点至5%, 其中, 采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由6月的27.3%、15.2%、2.4%下行至18.8%、11.4%和0.9%, 各项同比均在下行。PPI生活资料同比1.7%, 与上月持平, 环比增速0.2%, 前值0.3%; 其中, 食品类同比由3.2%上行至3.7%。

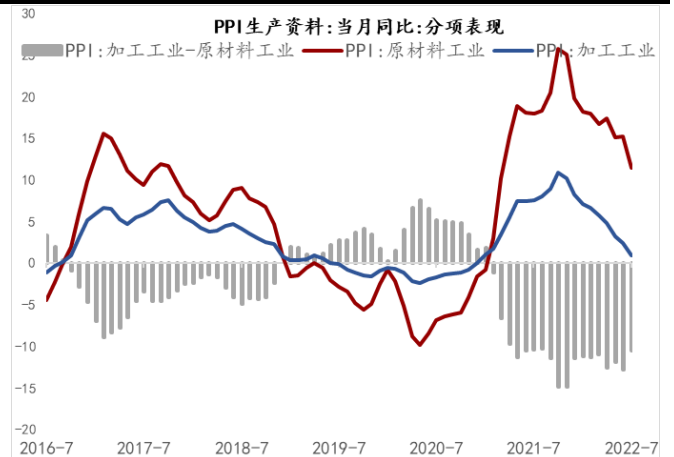


图表11: PPI同比增速延续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工工业-原材料工业价差收窄 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

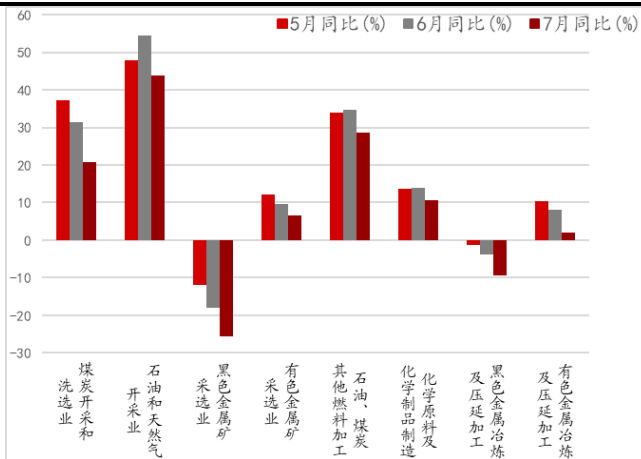
采掘工业持续回落, 煤炭、石油天然气采选同比快速下行, 黑色金属采选环比下行相对最快。美联储6、7月连续加息75bp, 欧央行也于7月开启加息50bp, 有色、原油等大宗商品价格高位显著回落, 市场对于欧美衰退的预期交易前置。海外流动性收紧的效果, 在大宗商品上最先显现。欧盟成员国制裁下, 将陆续禁止从俄罗斯进口煤炭、原油、天然气等, 海外煤炭价格预期仍将保持高位, 我国煤炭进口也明显回落, 给国内煤炭价格带来一定支撑。

黑色、有色金属冶炼及压延工业同、环比快速回落, 非金属矿制品同环比也有所回落。有色受到国际价格走势回落影响, 环比下行速度最快。对于PPI波动影响较大的煤炭、石油、黑色、有色的采选和加工业均明显回落, 带动PPI下行提速。

下游制造业价格小幅回落, 汽车同比与上月持平。中游通用设备制造业同比继续小幅回落0.3个百分点, 下游汽车制造同比持平于0.3%, 铁路、船舶等运输设备制造业同比小幅回落; 计算机、通信等电子设备制造业同比也有所回落。整体中下游行业价格回落温和, 成本压力缓释。随全球粮食价格上涨, 农副食品加工业同环比逆势抬升。电力、热力的生产和供应业回落, 燃气生产和供应业为主要拖累项。

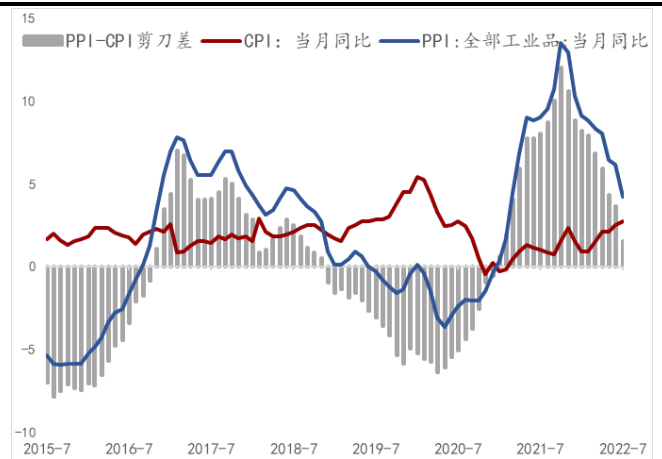
PPI-CPI剪刀差快速收窄。PPI下行、CPI上行, 剪刀差由3.6%快速回落至1.5%。当前剪刀差收缩的主要驱动是PPI快速下跌, 下半年预期剪刀差将逐步转负。

图表13: 有色、石油增速有所反弹 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差延续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

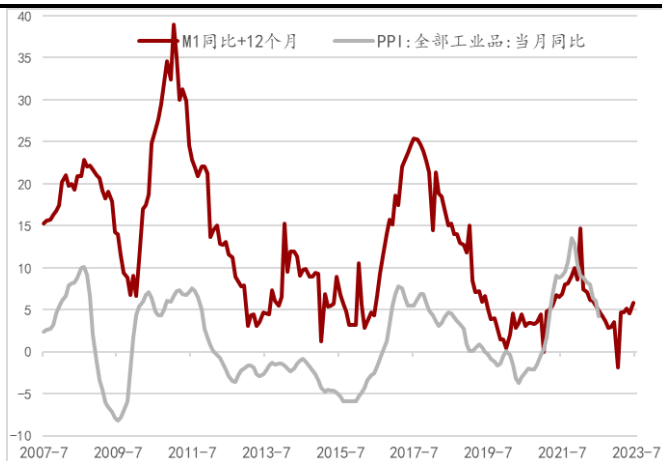
### 3、总结与展望

CPI未来面临猪价上行，阶段性破3%的压力。进入8、9月，CPI在低基数和食品价格抬升的影响下，向上突破3%的压力增加。国际原油价格下行，燃料相关分项将有所回落。疫情常态化防控，以及疫情传播仍存在不确定性的影响下，服务项价格预期上行有限。居民就业承压，消费短期疲弱，核心CPI仍将保持低位。

PPI延续回落趋势，输入性通胀压力减轻，国际大宗商品价格回落为主要负向拉动。欧美加息收紧流动性，在大宗商品价格上最先体现，海外未来仍面临大幅加息、通胀高位带来的衰退压力，我国PPI的输入性通胀压力减轻。在上游价格回落和高基数共同作用下，PPI仍处回落通道，如果大宗商品加速回落，四季度可能转负。

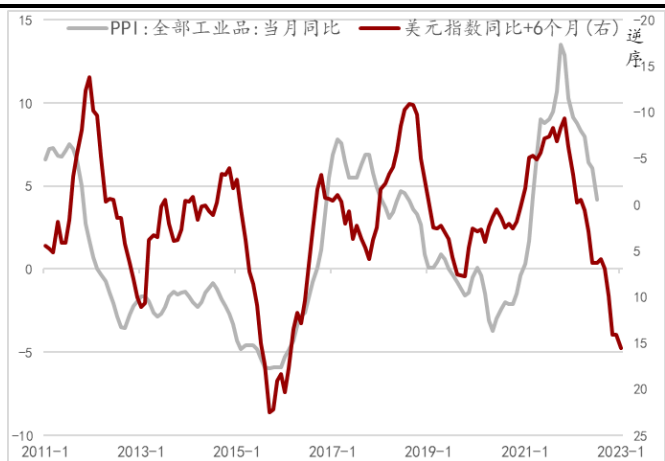
猪周期拉动CPI上行，核心CPI低位运行，PPI延续回落趋势。呈现食品带动的通胀和工业品拉动的通缩。对于货币政策保持宽松的约束有限。下半年经济弱复苏的背景下，仍可尽早配置长久期利率债，把握阶段性的操作机会。

图表15: PPI同比仍处回落阶段, M1反弹(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: PPI与美元指数同比延续回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 4、风险提示

居民就业持续承压影响消费，能繁母猪存栏去化过快，美联储加息幅度超预期。

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

### 风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

### 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

### 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场