

# CPI 上行, PPI 下行, 通胀仍非主要矛盾

## 2022年7月通胀数据点评

### 报告摘要

7月CPI环比+0.50%，其中CPI食品项环比+3.0%，非食品项环比-0.1%。猪肉价格和鲜菜价格环比上行幅度较大，是7月CPI食品项环比上行的主要支撑项。其中，猪肉价格环比上行幅度加大主要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，鲜菜价格环比由下跌转为上行主要受系多地持续高温天气影响蔬菜生长，市场供应量减少。7月非食品项环比-0.1%，弱于季节性，主因国际油价下行，国内汽油、柴油价格分别环比下行-3.4%和-3.6%。扣除食品和能源后，7月核心CPI环比+0.1%，弱于季节性（近5年均值+0.26%），反映出居民消费仍需进一步恢复。

7月CPI同比+2.7%，较6月+0.2PCTS，其中食品CPI同比+6.3%，较6月+3.4PCTS，非食品CPI同比+1.9%，较6月-0.6PCTS。食品CPI较6月明显上行的推动力主要来自猪肉价格和鲜菜价格同比上涨，非食品项中除衣着类CPI同比涨幅较上月略微扩大、医疗保健CPI同比与上月持平外，其余非食品项CPI同比涨幅较上月均下行。7月核心CPI同比+0.8%，较6月-0.2PCTS，表明排除食品和能源因素后，居民消费仍待继续恢复。

往后看，8月和9月CPI同比仍然存在继续上行风险：1，8月和9月猪肉价格大概率仍将对CPI起到较大拉动作用。2，虽然拉动幅度预计将变小，但原油价格仍能对CPI同比起到一定拉动作用。3，从居民出行等数据看，我国居民消费场景仍然受限，预计随着居民出行继续恢复，居民消费有望持续复苏，核心CPI存在一定上行动力。

10月之后翘尾因素明显下行，且猪肉价格去年同期基数开始抬升，CPI同比上行动力将明显减弱。当前我国经济复苏基础仍然不牢固，结合近期政策表态，目前国内货币政策核心目标依然是稳增长而不是控通胀，CPI对货币政策的制约作用较小。

7月PPI同比+4.2%，较6月-1.9PCTS，PPIRM同比+6.5%，较6月-2.0PCTS。7月，无烟煤、普通混煤、1/3焦煤等煤种价格较6月下行，同比继续上涨，但涨幅较上月普遍下降，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管和角钢等钢材价格较6月下降，同比下行幅度较上月加深，国际油价震荡下行，同比涨幅较6月下降。总体上，7月，随着煤、原油和钢材价格持续的下行，叠加翘尾因素减弱，PPI进一步下行。从PPI加工工业-PPI采掘工业的差较6月进一步缩小来看，下游工业成本压力有所减轻。展望后市，8月之后PPI翘尾因素快速下行，国内定价大宗商品在保供政策下价格保持平稳，国际定价大宗商品在全球流动性紧缩下上行动力受到遏制，预计PPI同比仍将继续下行。

### 主要数据

上证指数	3247.4318
沪深300	4156.2907
深证成指	12331.0944

### 主要指数走势图



### 作者

符旸 分析师  
SAC执业证书: S0640514070001  
联系电话: 010-59562469  
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师  
SAC执业证书: S0640520030001  
联系电话: 010-59219572  
邮箱: liuqd@avicsec.com

### 相关研究报告

金融市场分析周报 —2022-08-08  
强劲就业数据下美联储加息预期增加 —2022-08-08  
金融市场分析周报: —2022-08-02

## 一、7月CPI同比继续上探，8月和9月CPI仍存上行压力

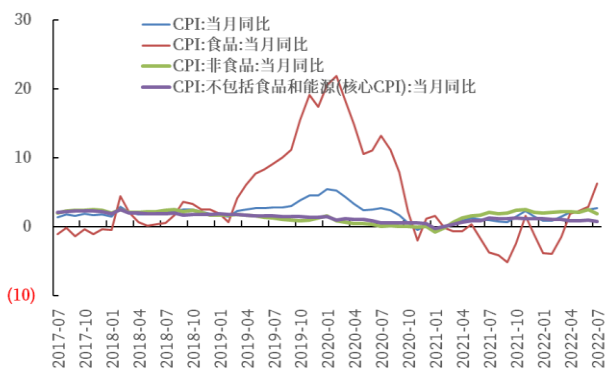
7月CPI环比+0.50%，强于近5年历史同期均值的+0.34%。7月CPI食品项环比+3.0%。猪肉价格和鲜菜价格环比分别+25.6%（上月+2.9%）和+10.3%（上月-9.2%），是7月CPI食品项环比由上月的-1.6%转为本月的+3.0%并且显著超越季节性（近5年均值+0.66%）的主要支撑项，其中，猪肉价格环比上行幅度加大主要受前期生猪产能去化效应逐步显现、部分养殖户压栏惜售和消费需求恢复等因素影响，鲜菜价格环比由下跌转为上行主要受系多地持续高温天气影响蔬菜生长，市场供应量减少。7月非食品项环比-0.1%，弱于季节性（近5年均值+0.26%），主因国际油价下行，国内汽油、柴油价格分别下-3.4%和-3.6%，导致交通通信费用环比-0.7%，明显弱于季节性（近5年均值+0.38%）。扣除食品和能源后，7月核心CPI环比+0.1%，弱于季节性（近5年均值+0.26%），反映出居民消费仍需进一步恢复。

7月CPI同比+2.7%，较6月+0.2PCTS。7月食品CPI同比+6.3%，较6月+3.4PCTS。7月食品CPI较6月明显上行的推动力主要来自猪肉价格（7月同比+20.2%，6月-6.0%）和鲜菜价格（7月同比+12.9%，6月+3.7%）。7月非食品CPI同比+1.9%，较6月-0.6PCTS，除衣着类CPI同比涨幅较上月略微扩大+0.1PCTS、医疗保健CPI同比与上月持平外，其余非食品项CPI同比涨幅较上月均下行，其中交通和通信CPI同比因燃料费用下行和去年同期基数走势的平稳，同比录得+6.1%，较上月-2.4PCTS。7月核心CPI同比+0.8%，较6月-0.2PCTS，表明排除食品和能源因素后，居民消费仍待继续恢复。

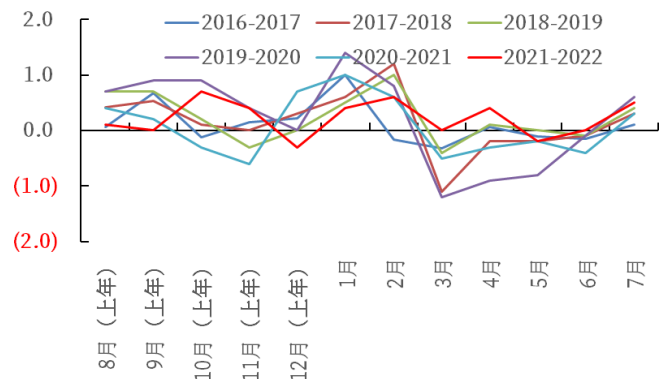
往后看，8月和9月CPI同比仍然存在继续上行风险：1，8月和9月猪肉价格大概率仍将对CPI起到较大拉动作用。7月猪价对CPI同比已经起到了较大拉动作用。6月中旬到7月中旬，猪价大约上涨50%，7月中旬至今，猪价自高点略微回落。从猪肉价格走势看，虽然5月和6月连续两个月能繁母猪存栏变化率为正，但2022年4月之前，能繁母猪存栏变化率环比连续10个月为负，且截止今年6月，能繁母猪存栏仍较去年同期低300万头左右。考虑到生猪出栏大约需9个月时间，预计未来几个月生猪出栏量仍将受存栏量较低的能繁母猪量拖累，猪肉价格不存在快速下行基础。从去年基数看，去年7月末至10月上旬猪肉价格大约下跌了20%，这意味着猪肉价格即使维持目前水平，8月和9月猪价同比对CPI的拉动作用仍将较强。2，虽然拉动幅度预计将变小，但原油价格仍能对CPI同比起到一定拉动作用。6月中旬至今主要受美联储加息和全球经济预期走弱影响，国际油价下跌了约20%，结合去年8月-10月原油价格基数抬升，预计8月油价对CPI的拉动作用将较7月进一步减弱。但另一方面，截止8月8日，OPEC一揽子原油价格仍较去年同期高40%左右，原油价格对CPI的向上拉动作用仍将在未来几个月持续。3，从居民出行等数据看，我国

居民消费场景仍然受限，预计随着居民出行继续恢复，居民消费有望持续复苏，核心CPI存在一定上行动力。

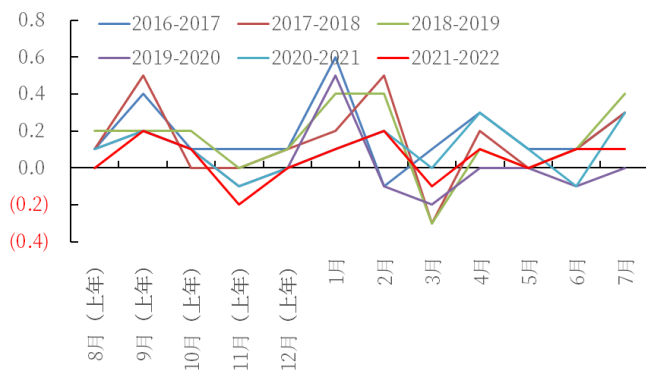
虽然8月、9月主要受猪周期影响，CPI仍存在继续上行风险，但10月之后翘尾因素明显下行，且猪肉价格去年同期基数开始抬升，CPI同比上行动力将明显减弱。当前我国经济复苏基础仍然不牢固，结合近期政策表态，目前国内货币政策核心目标依然是稳增长而不是控通胀，CPI对货币政策的制约作用较小。

**图1 CPI同比走势 (%)**


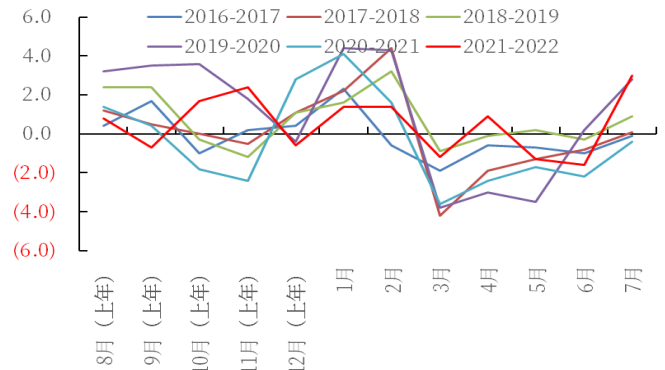
资料来源：wind，中航证券研究所

**图2 CPI环比走势 (%)**


资料来源：wind，中航证券研究所

**图3 核心CPI环比走势 (%)**


资料来源：wind，中航证券研究所

**图4 食品CPI环比走势 (%)**


资料来源：wind，中航证券研究所

图5 CPI分项目同比和环比情况 (%)

	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07
CPI: 当月同比	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70	0.80	1.00
CPI: 食品烟酒: 当月同比	4.70	2.50	2.10	1.90	-0.30	-1.80	-1.80	-0.10	1.70	0.90	2.80	2.00	1.80
CPI: 衣着: 当月同比	0.70	0.60	0.50	0.50	0.60	0.60	0.40	0.60	0.50	0.50	0.50	0.50	0.40
CPI: 居住: 当月同比	0.70	0.80	1.00	1.20	1.30	1.40	1.40	1.60	1.70	1.70	1.30	1.10	1.10
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	1.40	1.50	1.40	1.20	0.90	0.60	0.40	0.80	0.50	0.90	0.50	0.60	0.30
CPI: 交通和通信: 当月同比	6.10	3.50	5.20	5.50	5.80	5.50	5.20	5.00	7.60	7.00	3.80	3.90	6.90
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	1.50	2.10	1.80	2.00	2.60	2.50	2.90	3.10	3.00	2.90	3.20	3.00	2.70
CPI: 医疗保健: 当月同比	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60	0.60	0.70	0.60	0.60	0.40	0.40	0.40
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	0.90	1.70	1.80	1.70	2.10	0.30	-0.10	-0.50	-0.60	-0.50	2.80	3.90	1.30
CPI: 环比	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60	0.40	-0.30	0.40	0.70	0.00	0.10	0.30
CPI: 食品烟酒: 环比	1.90	-1.00	-0.90	0.70	-0.90	1.20	1.10	-0.30	1.60	1.20	0.40	0.50	-0.20
CPI: 衣着: 环比	-0.40	-0.10	0.40	-0.20	0.40	-0.30	-0.50	0.10	0.30	0.30	0.80	-0.10	-0.40
CPI: 居住: 环比	0.00	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00	0.40	0.20	0.10	0.20
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.30	-0.20	0.20	0.60	0.20	0.20	-0.10	0.30	-0.40	0.30	-0.10	0.10	0.40
CPI: 交通和通信: 环比	-0.70	2.20	0.10	1.10	1.60	1.40	1.10	-1.30	0.30	1.00	-0.20	-0.60	1.50
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.50	0.10	0.10	0.10	-0.30	0.40	0.20	0.00	-0.50	0.20	0.70	0.00	1.00
CPI: 医疗保健: 环比	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00	0.10
CPI: 其他用品和服务: 环比	-0.70	0.10	0.60	0.00	1.00	0.10	0.90	-0.10	-0.50	0.10	0.30	-0.90	0.20

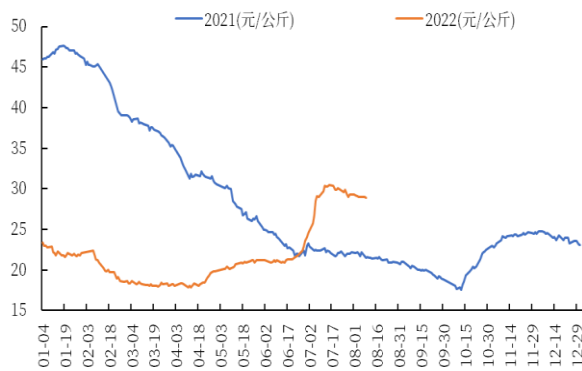
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 CPI分项目环比季节性情况 (%)

	近五年均值	2022-07	2021-07	2020-07	2019-07	2018-07	2017-07
CPI: 环比	0.34	0.50	0.30	0.60	0.40	0.30	0.11
CPI: 食品烟酒: 环比	0.53	1.90	-0.20	1.97	0.70	0.20	+0.04
CPI: 衣着: 环比	-0.42	-0.40	-0.40	-0.48	-0.40	-0.40	-0.43
CPI: 居住: 环比	0.12	0.00	0.20	-0.05	0.10	0.20	0.12
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.14	0.30	0.40	0.02	0.10	0.10	0.09
CPI: 交通和通信: 环比	0.38	-0.70	1.50	0.31	0.10	0.30	-0.29
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.91	0.50	1.00	-0.25	1.30	1.50	0.98
CPI: 医疗保健: 环比	0.21	0.00	0.10	0.01	0.20	0.20	0.52
CPI: 其他用品和服务: 环比	0.41	-0.70	0.20	0.85	0.90	0.20	-0.08

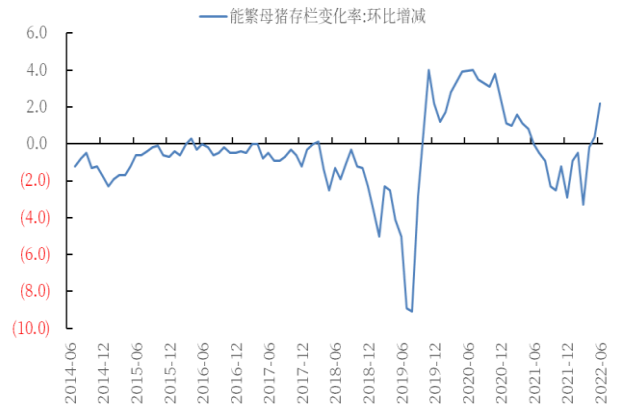
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 平均猪肉批发价走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 能繁母猪存栏变化率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

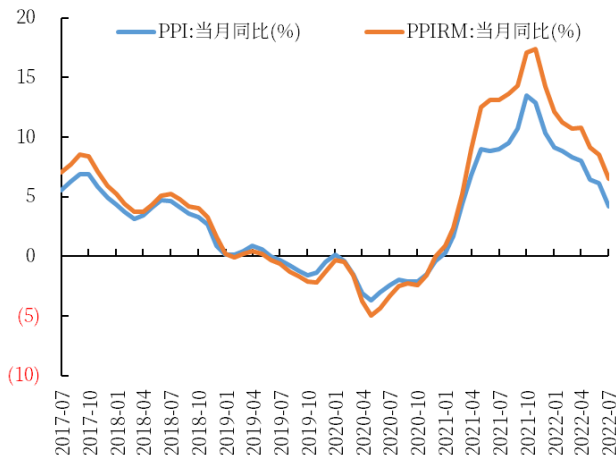
## 二、7月PPI同比继续回落，预计8月回落趋势将继续

7月PPI同比+4.2%，较6月-1.9PCTS，环比为-1.3%，弱于近5年均值的+0.2%。  
 7月PPIRM同比+6.5%，较6月-2.0PCTS，环比-0.9%，同样弱于近5年均值的+0.43%。

7月，无烟煤、普通混煤、1/3焦煤等煤种价格较6月下行，同比继续上涨，但涨幅较上月普遍下降，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管和角钢等钢材价格较6月下降，同比下行幅度较上月加深，国际油价震荡下行，同比涨幅较6月下降。调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有35个，比上月减少2个。主要行业中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业及化学原料和化学制品制造业涨幅均较上月有所回落。总体上，7月，随着煤、原油和钢材价格持续的下行，叠加翘尾因素减弱，PPI进一步下行。从PPI加工工业-PPI采掘工业的差较6月进一步缩小来看，下游工业成本压力有所减轻。

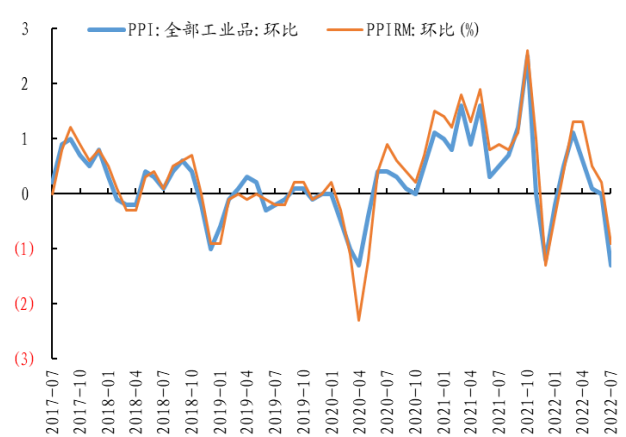
展望后市，8月之后PPI翘尾因素快速下行，国内定价大宗商品在保供政策下价格保持平稳，国际定价大宗商品在全球流动性紧缩下上行动力受到遏制，预计PPI同比仍将继续下行。

图9 PPI和PPIRM同比走势

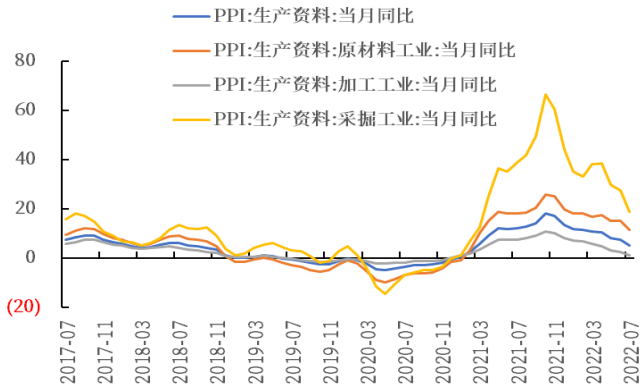


资料来源：wind，中航证券研究所

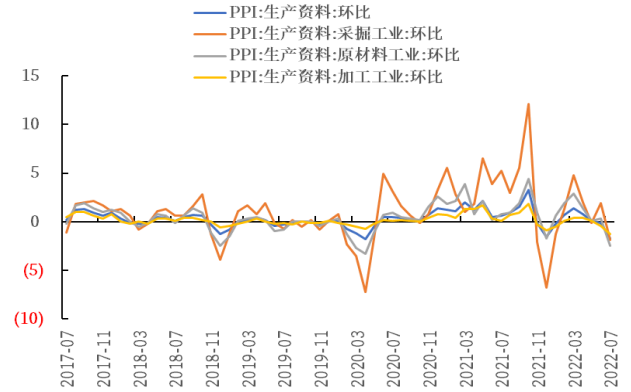
图10 PPI和PPIRM环比走势



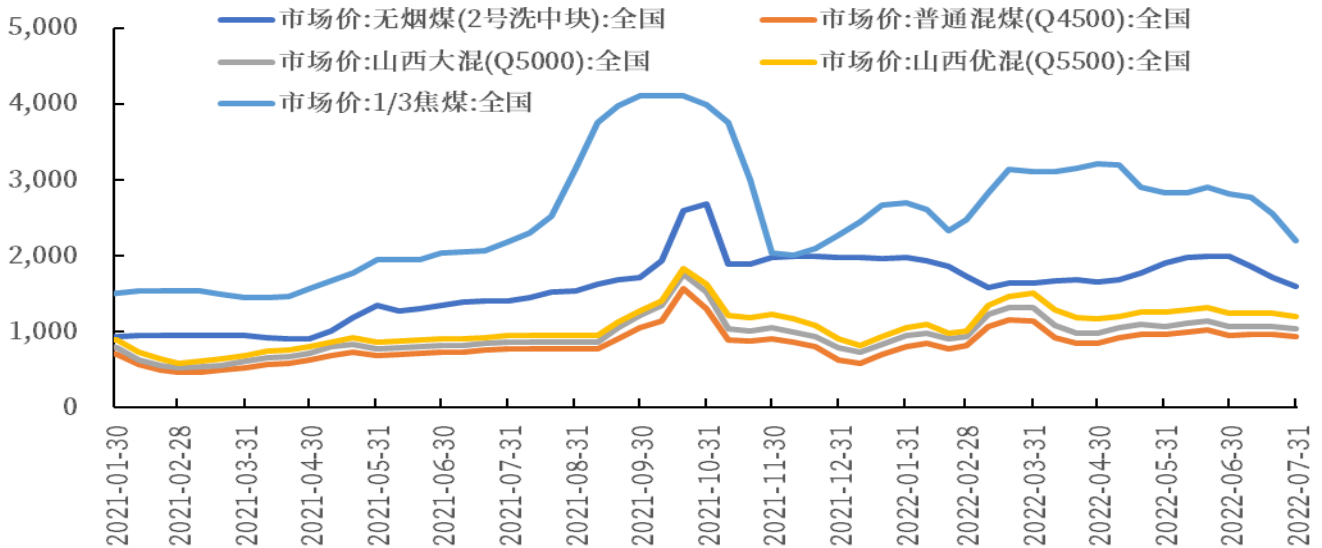
资料来源：wind，中航证券研究所

**图11 上中下游 PPI 同比走势 (%)**


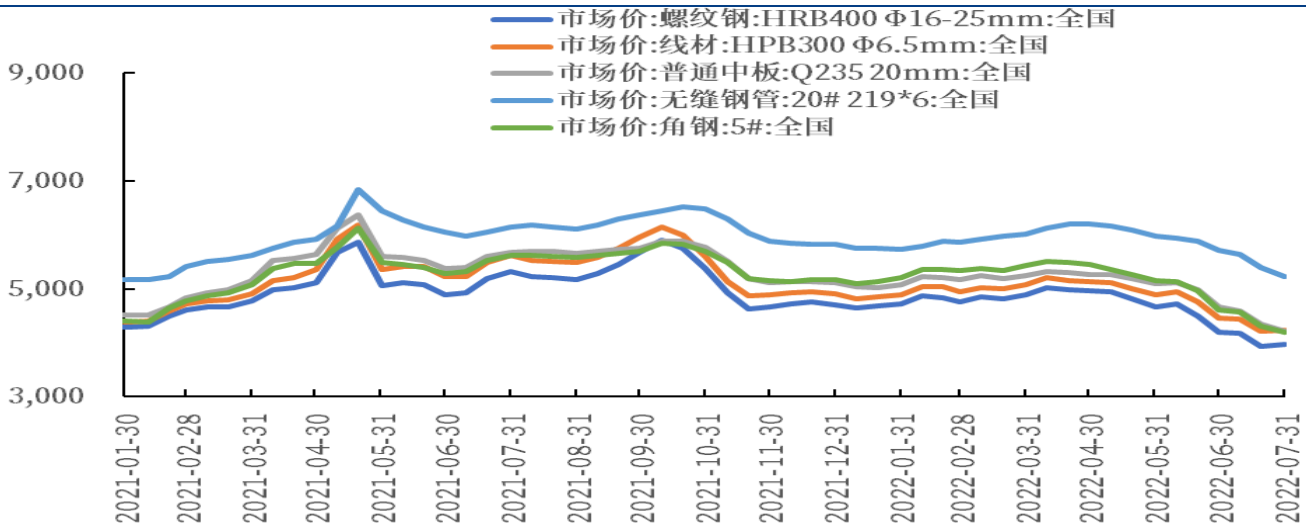
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图12 上中下游 PPI 环比走势 (%)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

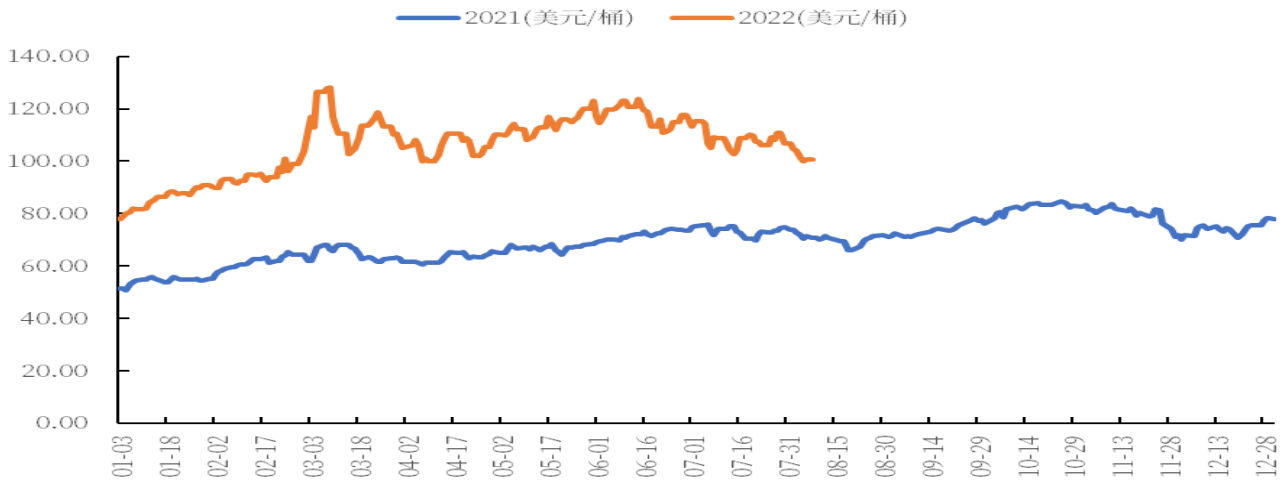
**图13 煤炭价格走势 (元/吨)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图14 钢材价格走势 (元/吨)**


资料来源：wind, 中航证券研究所

图15 OPEC一揽子原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind, 中航证券研究所

图16 南华工业品指数和 CRB 现货指数走势



资料来源：wind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637