

2022年08月10日

## CPI 存在上行压力，PPI 降低释放利润和出口空间

固定收益研究团队

——2022年7月通胀数据点评

陈曦（分析师）

张鑫楠（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030068

### ● CPI 存在上行压力，PPI 降低促进利润和出口

(1) 7月CPI同比+2.7%，受食品项拉动较大。尤其是猪肉类，受供给减少外加压栏惜售行为，同比由负转正，对CPI从拖累变为拉动。而鲜果鲜菜类需求在进入夏季后有所上升，对其价格形成支撑，高位运行。主要是受到食品项价格下降但非食品项价格上升两项对冲影响。我们预计随着猪肉价格2021年下半年基数走低，CPI在8月之后存在破3%压力。(2) 非食品项中，随着疫情好转，线下消费、交通流量和投资等需求或将出现反弹。交通工具燃料和水电燃料虽然随着7月油价3连降和能源类价格缓解同比涨幅缩窄，但线下消费和旅游预计将出现回升。(3) PPI同比增速持续收窄，主要原因是支撑PPI高位大宗商品类价格在7月出现缓解，上游的原材料价格下降，成本降低。另外，随着2021年下半年技术走高，PPI下行趋势随着基数上行确定。(4) PPI下降，成本降低，对下游企业利润空间的挤压在降低，或将对企业生产和开工有刺激作用。另外，我们在《我国的出口价格优势》中也提到，我国生产成本相对于海外各国较低，或将为我国出口带来超额增长。

我们认为，本次疫情之后，居民部门恢复较快，无论是在商品消费方面还是出行旅游方面。另外，在7月政治局会议要求用足用好专项债后，或对生产和投资起到一定支撑。企业生产对原材料需求加大，居民消费反弹，或将对价格形成支撑，CPI存在上行压力，需警惕债市调整风险。

### ● CPI 同比涨幅较上月扩大

食品价格同比较上月涨幅扩大，主要原因是鲜菜类和畜肉类同比拉动。鲜菜类同比+12.9%，前值+3.7%，涨幅大幅扩大。畜肉类同比由负转正，其中，猪肉项同比+20.2%，前值-6.0%，由拖累大幅转为拉动。非食品中，七大类分项同比均上涨。交通通信项同比+6.1%，前值+8%，涨幅有所收窄。受油价近期下降影响，交通工具燃料项价格得到了缓解，截至7月26日，国内油价实现了三连降。交通燃料项同比+24.2%，前值+32.8%，涨幅降低。其中，汽油、柴油价格同比分别为+24.6%和+26.7%，前值分别为+33.4%和+36.3%，涨幅均有回落。环比来看，涨幅较大的项是教育文化娱乐中的旅游项，同比+3.5%，前值+1.2%。随着疫情缓解，行程卡摘星，且暑假临近，对出行形成了一定的推动。

### ● PPI 增速持续回落

分行业看，同比涨幅较大的是石化和能源相关行业，包括石油和天然气开采业同比+43.9%，前值+54.4%；煤炭开采与洗选业同比+20.7%，前值+31.4%；石油、煤炭及其他燃料加工业同比+28.6%，前值+34.7%，各分项涨幅均有所收窄。有色系涨幅收窄，有色金属矿采选业同比+6.5%，前值+9.5%；有色金属冶炼和压延加工业同比+1.9%，前值+8.2%。黑色系同比大幅下跌，黑色金属矿采选业同比-25.6%，黑色金属冶炼和压延加工业同比-9.5%，或与地产低迷有较大关系。

● **风险提示：**国际能源价格变化超预期；猪肉价格变化超预期。

### 相关研究报告

《出口依然保持强劲，美国非农数据大超预期——利率债周报》-2022.8.7

《我国的出口价格优势——2022年7月进出口数据点评》-2022.8.7

《转债市场短期震荡难改上行趋势——可转债周报》-2022.8.7

## 目 录

1、 PPI 降低促进利润和出口，CPI 存在上行压力 .....	3
2、 CPI 同比涨幅较上月扩大 .....	3
2.1、 猪价同比由拖累转为拉动 .....	4
2.2、 非食品项同比涨幅不一 .....	4
3、 PPI 增速持续回落 .....	5
4、 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1： 2022 年 7 月 CPI 同比涨幅扩大 .....	3
图 2： 2022 年 7 月食品项环比大幅上升 .....	3
图 3： 2022 年 7 月猪肉价格同比转正 .....	4
图 4： 2022 年 7 月多项价格环比上涨 .....	4
图 5： 2022 年 7 月交通通信项同比涨幅降低 .....	5
图 6： 2022 年 7 月能源类价格处近五年最高位 .....	6
图 7： 2022 年 7 月钢铁类价格处近五年次高位 .....	6

## 1、PPI 降低促进利润和出口，CPI 存在上行压力

(1) 7 月 CPI 同比+2.7%，受食品项拉动较大。尤其是猪肉类，受供给减少外加压栏惜售行为，同比由负转正，对 CPI 从拖累变为拉动。而鲜果鲜菜类需求在进入夏季后有所上升，对其价格形成支撑，高位运行。主要是受到食品项价格下降但非食品项价格上升两项对冲影响。我们预计随着猪肉价格 2021 年下半年基数走低，CPI 在 8 月之后存在破 3% 压力。

(2) 非食品项中，随着疫情好转，线下消费、交通流量和投资等需求或将出现反弹。交通工具燃料和水电燃料虽然随着 7 月油价 3 连降和能源类价格缓解同比涨幅缩窄，但线下消费和旅游预计将出现回升。

(3) PPI 同比增速持续收窄，主要原因是支撑 PPI 高位大宗商品类价格在 7 月出现缓解，上游的原材料价格下降，成本降低。另外，随着 2021 年下半年技术走高，PPI 下行趋势随着基数上行确定。

(4) PPI 下降，成本降低，对下游企业利润空间的挤压在降低，或将对企业生产和开工有刺激作用。另外，我们在《我国的出口价格优势》中也提到，我国生产成本相对于海外各国较低，或将为我国出口带来超额增长。

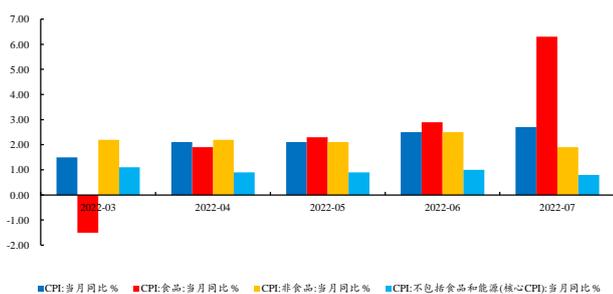
我们认为，本次疫情之后，居民部门恢复较快，无论是在商品消费方面还是出行旅游方面。另外，在 7 月政治局会议要求用足用好专项债后，或对生产和投资起到一定支撑。企业生产对原材料需求加大，居民消费反弹，或将对价格形成支撑，CPI 存在上行压力，需警惕债市调整风险。

## 2、CPI 同比涨幅较上月扩大

7 月，CPI 同比+2.7%，前值+2.5%。食品价格同比+4.7%，前值+2.9%，涨幅连续扩大；非食品项同比+1.9%，前值+2.5%；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比+0.8%，前值+1.0%，涨幅有所减弱。消费品价格同比+4.0%，前值+3.5%；服务类价格同比+0.7%，前值+1%。对于商品类的需求较高，而由于部分地区疫情影响，线下服务类消费仍较为低迷。

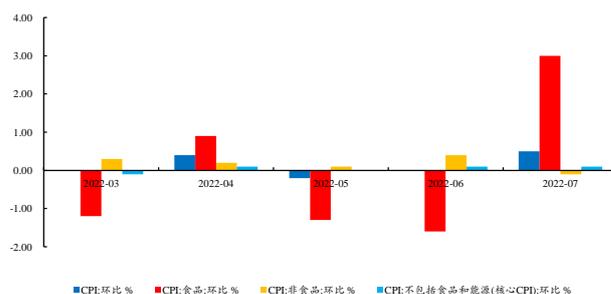
CPI 环比+0.5%，前值 0%，主要是受到食品项的影响。食品项环比+3%，前值-1.6%；非食品项环比-0.1%，前值+0.4%；核心 CPI 环比为+0.1%，前值为+0.1%。核心 CPI 的环比小幅上行，证明需求有所回升。消费品价格环比+0.6%，前值-0.1%，止住连续两月下降的趋势；服务类价格环比+0.3%，前值+0.2%。

图1：2022 年 7 月 CPI 同比涨幅扩大



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

图2：2022 年 7 月食品项环比大幅上升



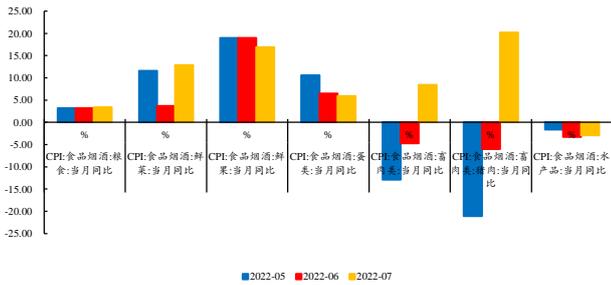
数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

## 2.1、猪价同比由拖累转为拉动

食品价格同比较上月涨幅扩大，主要原因是鲜菜类和畜肉类同比拉动。鲜菜类同比+12.9%，前值+3.7%，涨幅大幅扩大。畜肉类同比由负转正，同比+8.4%，前值-4.6%。其中，猪肉项同比+20.2%，前值-6.0%，由拖累大幅转为拉动。从4月以来，国内生猪出栏价格持续震荡上行，且7月生猪市场出现盲目压栏惜售等非理性行为，对猪肉价格进行了推升。从高频来看，猪肉价格已处于近五年次高位。鲜果类同比仍保持较高增速，同比+16.9%，较前值+19%有小幅下降。蛋类同比+6.5%，由于居家囤货需求逐渐减弱，涨幅已经连续三个月收窄。粮价同比+3.4%，前值+3.2%，较上月变化不大，我国粮食进口依赖度较低，且2022年夏粮收获较好，全年供给有所保障。

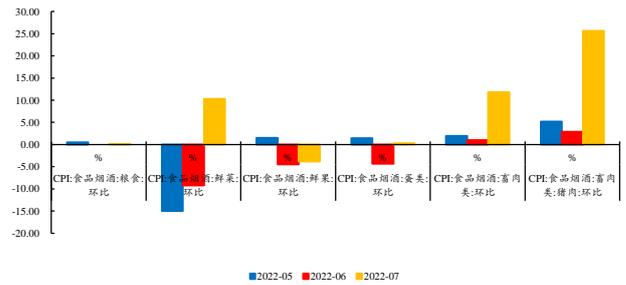
食品项价格环比小幅上涨，主要原因与同比类似，主要来自鲜菜类和畜肉类的拉动。鲜菜类环比+10.3%，前值-9.2%，环比由负转正。鲜菜价格季节性回升且处于近五年高位。畜肉类价格环比+11.8%，前值+1%。其中，猪肉价格环比+25.6%，前值+2.9%。下降的主要分项是鲜果类，环比-3.8%，前值-4.5%，降幅收窄。夏季到来，7月多地出现高温天气，对于鲜菜鲜果等需求上升，对价格起到推动作用。

图3：2022年7月猪肉价格同比转正



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

图4：2022年7月多项价格环比上涨

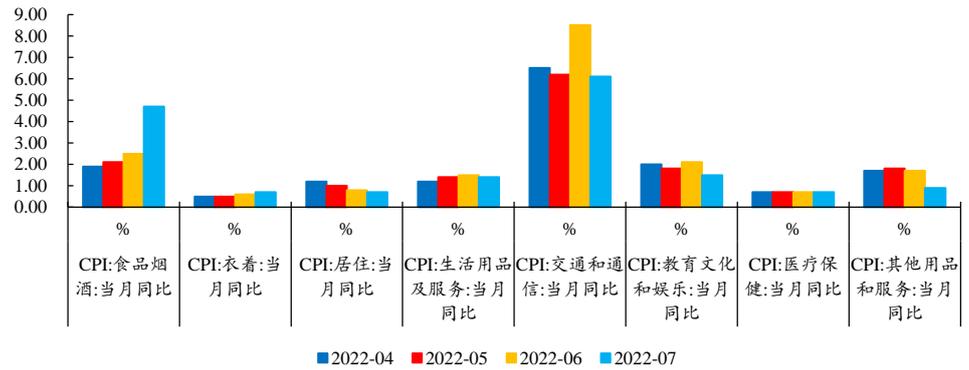


数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

## 2.2、非食品项同比涨幅不一

非食品中，七大类分项同比均上涨，但涨幅不同。交通通信项同比+6.1%，前值+8%，涨幅有所收窄。受油价近期下降影响，交通工具燃料项价格得到了缓解，截至7月26日，国内油价实现了三连降。交通燃料项同比+24.2%，前值+32.8%，涨幅降低。其中，汽油和柴油价格同比分别为+24.6%和+26.7%，前值分别为+33.4%和+36.3%，涨幅均有回落。居住项中的水电燃料同比+3.6%，前值+4%，同比涨幅略有下降，也受益于燃料价格有所缓解。

环比来看，涨幅较大的项是教育文化娱乐中的旅游项，同比+3.5%，前值+1.2%。随着疫情缓解，行程卡摘星，且暑假临近，对出行形成了一定的推动。环比降幅较大的是通信工具项中的交通工具燃料，环比-3.3%，前值+6.6%。

**图5：2022年7月交通通信项同比涨幅降低**


数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

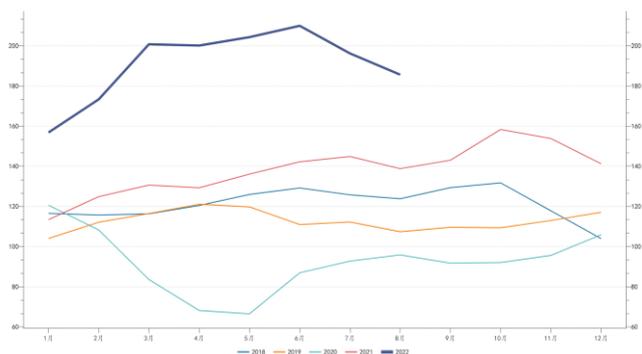
### 3、PPI 增速持续回落

7月，PPI同比+4.2%，前值+6.1%，同比涨幅持续放缓。其中，生产资料价格+5%，前值+7.5%，涨幅有所收窄。采掘工业价格+18.8%，前值+27.3%；原材料工业价格+11.4%，前值+15.2%；加工工业价格+0.9%，前值+2.4%。生活资料价格+1.7%，前值+1.7%。

分行业看，同比涨幅较大的是石化和能源相关行业，包括石油和天然气开采业，同比+43.9%，前值+54.4%；煤炭开采与洗选业，同比+20.7%，前值+31.4%；石油、煤炭及其他燃料加工业，同比+28.6%，前值+34.7%；燃气生产和供应业，同比+20.7%，前值+21.8%。各分项涨幅均有所收窄，但仍处高位。从供给来看，国际能源价格高位推动了上游原材料价格上行，成本上升，逐渐对下游传导，推动相关产业价格上涨。从需求来看，疫情环节后开工需求大，对能源需求增加。另外，进入夏季，多地连续出现高温天气，对用电需求增加。其他基础原材料相关行业涨幅有所减小，有色系涨幅收窄，有色金属矿采选业同比+6.5%，前值+9.5%；有色金属冶炼和压延加工业同比+1.9%，前值+8.2%。黑色系同比大幅下跌，黑色金属矿采选业同比-25.6%，黑色金属冶炼和压延加工业同比-9.5%，或与近期地产低迷有较大关系。从高频来看，能源价格处近五年最高位，钢铁价格处近五年次高位。

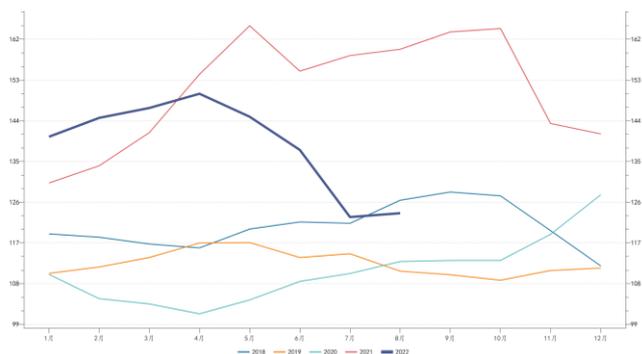
PPI环比-1.3%，前值0%。其中，生产资料价格环比-1.7%，前值-0.1%；生活资料价格环比+0.2%，前值+0.3%。分行业看，多数行业环比价格均下降。能源类行业中，石油和天然气开采业价格环比-1.3%，前值+7.0%；石油煤炭及其他燃料加工业价格环比-2.0%，前值+3.6%；煤炭开采和洗选业价格-2.1%，前值+0.8%。黑色相关，黑色金属冶炼和压延加工业价格-6.1%，前值-3.1%。7月大宗商品价格出现回落，对下游成本压力有所缓解。

图6：2022年7月能源类价格处近五年最高位



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

图7：2022年7月钢铁类价格处近五年次高位



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

## 4、风险提示

国际能源价格变化超预期；猪肉价格变化超预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn