

2022 年 7 月物价数据点评

“猪通胀”为何低于预期

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2022 年 7 月 CPI 同比 2.7%，PPI 同比为 4.2%。

平安观点：

- 7 月“猪通胀”带动 CPI 同比增速上行。一方面，CPI 食品分项表现偏强，猪肉价格较快上涨的同时，鲜菜、食用油等商品环比涨幅也超季节性。另一方面，非食品分项对 CPI 增速构成拖累，原油价格调整带动能源相关价格下行，而核心 CPI 受制于需求恢复缓慢和较高基数，表现同样偏弱。不过，7 月 CPI 同比读数低于市场预期，一个重要原因是，猪肉价格对 CPI 的实际带动低于预期：一方面，CPI 中猪肉分项包含了肉制品及冷藏肉，平滑了鲜猪肉价格的上行幅度。历史数据中，CPI 猪肉价格波动往往只是 22 省市猪肉价格、农业部猪肉平均批发价波动的 80% 左右。另一方面，猪肉占 CPI 同比增速的权重可能被市场高估。根据统计局公告推算，猪肉价格在 CPI 同比中的权重约为 1.33%，低于 2021 年基期轮换时的 2.31%。
- 7 月 PPI 同比增速较快回落，环比大幅转负。分行业看，内需定价的黑色商品、石化产业链和有色金属价格全线下跌。1) 内需定价黑色商品：7 月房地产交付风险凸显，市场对于黑色系商品需求的预期走弱，引发螺纹钢、铁矿石、焦煤等商品价格剧烈调整，黑色金属冶炼及压延加工、黑色矿采选、煤炭开采和洗选三个行业 PPI 大幅下行。2) 石化产业链：6 月中旬以来，海外原油价格自高位回落，直接带动石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工价格下行；而以原油为主要原料的化学原料及化学制品制造、化学纤维制造因成本显著降低，价格随之回落。3) 有色金属：全球制造业景气度下滑，海外衰退预期影响下，7 月上半月国际定价的有色金属价格进一步下行，我国有色矿采选、有色冶延加工、金属制品等行业 PPI 环比均有下跌。
- 7 月 CPI 上行幅度弱于预期，而 PPI 下行速度超出预期。时至当下，金融市场流动性的宽松环境持续时间已超过 4 个月，在 7 月不及预期的通胀数据下，短期债券市场对通胀引致流动性收紧的担忧或有阶段性缓和。然而，7 月中下旬以来部分大宗商品价格已有反弹，猪肉价格在供需缺口的支撑下暂不具备较快回落的基础，下半年 CPI 破“3”风险并未解除，国内通胀形势仍然是货币政策进一步放松的顾虑之一。也就是说，短端资金利率进一步走低的可能性不大，维持现状已是对市场最有利的状态。因此，债券市场的主要关注点或仍聚焦于经济基本面，利率向下突破需观察“保交付”措施出台后房地产部门对经济的拖累会否进一步加剧，而如果实体经济的融资需求逐步恢复，利率自低位上行的风险较大。
- 风险提示：国际地缘政治冲突升级；国内疫情风险抬头阻碍物流运输；统计数据偏差导致能繁母猪实际存栏被高估。

一、“猪通胀” 推升 CPI 同比增速

7月CPI同比上涨2.7%，较上月提升0.2个百分点。其中，CPI食品项同比6.3%，较上月抬升3.4个百分点；非食品项同比1.9%，较上月回落0.6个百分点；剔除食品和能源的核心CPI同比增速0.8%，较上月下行0.2个百分点。7月CPI环比由上月的持平转为上涨0.5%，强于0.32%的季节性规律（2015-2021年均值），主要受猪肉、鲜菜、食用油等食品相关分项上行的推动，但能源涨幅回落、核心CPI环比涨幅弱于季节性构成拖累。具体看：

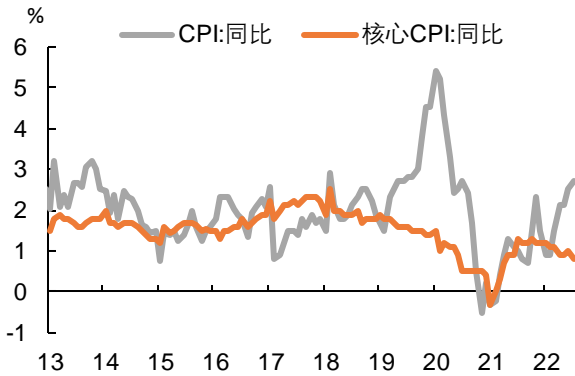
一方面，CPI食品分项表现偏强，猪肉、鲜菜、食用油等食品价格环比涨幅超季节性。

- 一是，猪肉价格较快上涨，是7月CPI走高最重要的推动因素。以能繁母猪存栏外推的猪肉潜在供给自7月份前后更大幅度减少，而疫情趋稳、建筑施工加速带动消费需求进一步增加，供需格局收紧使得6月中下旬以来的猪肉价格加速上涨。农业部公布的猪肉平均批发价自6月15日至7月15日，短短一个月内的上涨幅度高达45.6%。7月中下旬以来，发改委生猪保供稳价措施推进，猪肉价格略有回落，但依然处于较高位置。三季度供需格局偏紧下，猪肉价格尚不具备大幅回落的基础。后续猪肉价格走势存在较大的不确定性，仍可能对国内CPI构成较强的扰动。
- 二是，鲜菜、食用油价格环比超季节性上行，但后续对CPI的推动可能趋缓。鲜菜方面，受今年夏季高温、暴雨天气多发的影响，7月鲜菜价格涨幅高于季节性规律，8月以来新菜上市下已有回落。而食用油价格环比增速进一步走高，已连续6个月上行，为2011年以来同期环比最高值，或仍受到此前农作物原材料涨价的滞后影响。不过，国际农产品价格近两个月持续回调，且以我们在《粮价上涨风险，被高估了么？》中的分析，国内外粮价倒挂、中国主粮的自给率和库存均高于国际警戒线、以及在多举措保障粮食安全下2022年中国粮食产量有望延续正增长等因素影响下，国内粮价的缓冲垫更厚，后续粮油价格对CPI上行的推动作用或趋于缓和。

另一方面，非食品分项对CPI增速构成拖累，能源和核心CPI在7月的表现偏弱。能源方面，受国际油价下行影响，国内成品油价格6月29日、7月13日和7月27日三连降，带动7月CPI交通工具用燃料价格分项环比下跌3.3%。核心CPI中：一是，受暑期出行需求的带动，娱乐文教分项环比上行，但其幅度弱于季节性规律和去年同期。二是，居住和医疗保健分项环比持平，未依季节性上行，仍受需求低迷的拖累。不过，生活用品及服务环比超季节性上行，尤其是家用器具分项偏强，高温天气可能提振了空调冰箱等家电需求，对价格构成支撑。

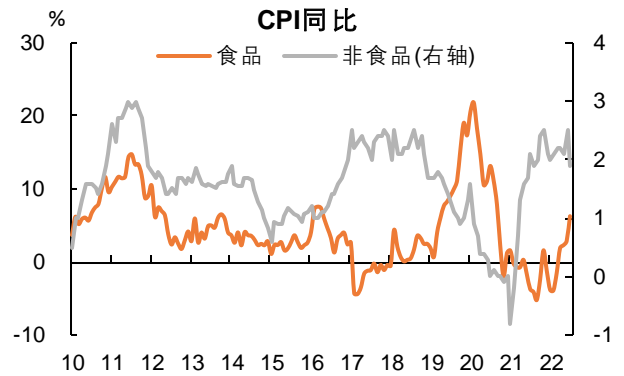
不过，7月CPI同比读数低于市场一致预期。我们认为，市场高估CPI的原因在于，7月猪肉价格对CPI同比增速的实际带动作用低于历史规律所显示的均值水平。关于猪肉价格上涨对CPI的带动作用，有两点需进一步明晰：一是，关于猪肉价格涨幅的差异。统计局口径的CPI猪肉分项7月环比增速25.6%，而农业部猪肉平均批发价月度均值环比上涨了34.9%。二者间的背离在历史数据中有迹可循，CPI中的猪肉价格波动往往只是22省市猪肉价格、农业部猪肉平均批发价波动的80%左右。这可能是因为“CPI的猪肉类分项指的是购买猪肉的可食用新鲜、冷藏或冷冻肉及制品支出”，肉制品中又包括“肠、熏肉、酱卤烧烤肉、腌腊肉、干炸肉、肉松、肉串、肉干、罐头等”。二是，关于猪肉占CPI权重的探讨。统计局公告表示，“7月猪肉价格同比上涨20.2%，影响CPI上涨约0.27个百分点”，以此推算的猪肉价格对CPI同比增速中的权重约为1.33%。这低于历史规律中猪肉价格2%左右的占比，主要是因为2021年1月CPI基期轮换时，统计局是以2020年的价格和消费占比为基准，将猪肉权重调整至2.31%，而在CPI拉氏指数的算法下，一年前的价格下跌会拉低了猪肉在CPI同比增速中的权重。

图表1 7月CPI同比增速上行，而核心CPI增速下滑



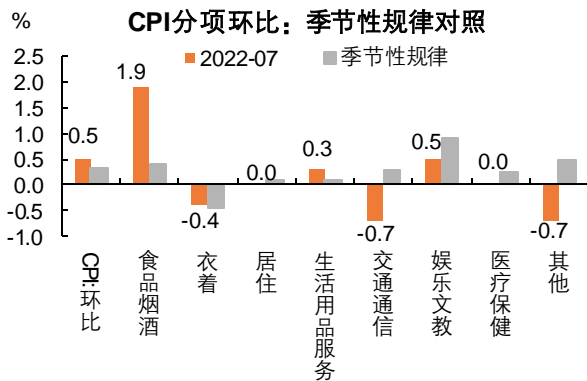
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 7月CPI食品项同比增速上行，非食品项下滑



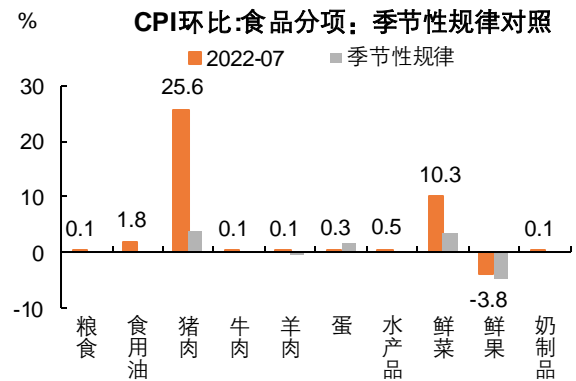
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 7月CPI环比强于季节性规律



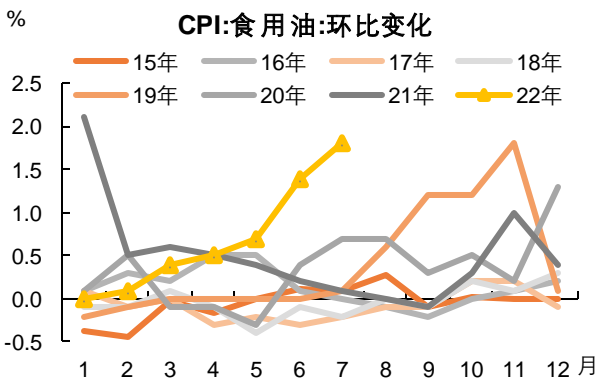
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 7月猪肉、鲜菜、食用油超季节性走强



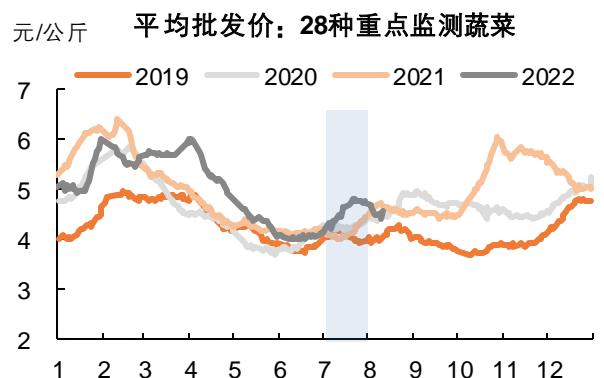
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 CPI食用油分项环比增速连续6个月上行



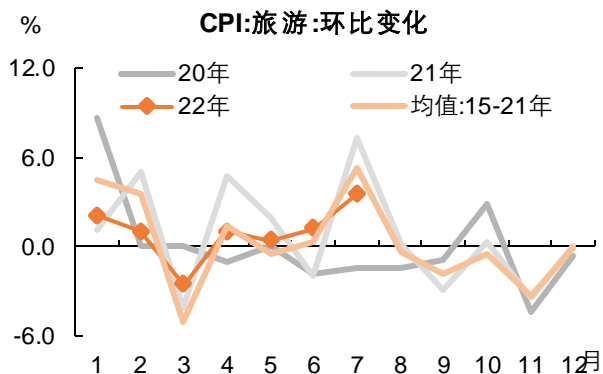
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 8月上旬，蔬菜批发价回落至过去两年同期水平



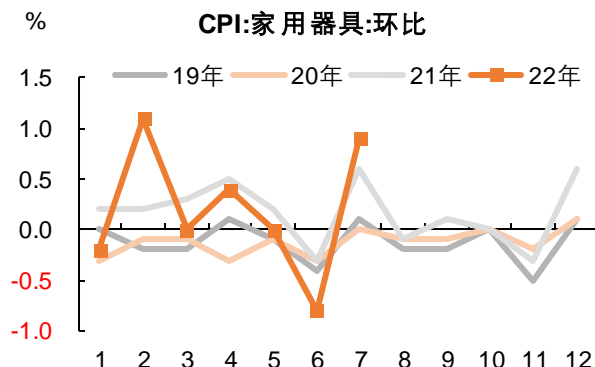
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 7月CPI旅游分项环比上行，但弱于季节性表现



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 7月CPI家用器具环比较快上行，强于季节性规律



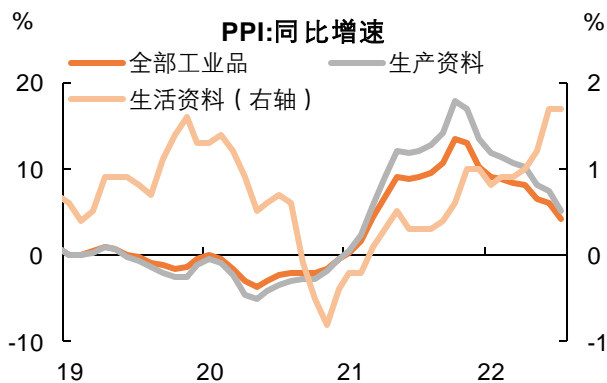
资料来源: wind, 平安证券研究所

二、PPI 环比增速转负

7月PPI同比增速进一步回落，环比增速大幅转负。PPI同比上涨4.2%，自历史高位连续9个月回落；PPI环比增速为-1.3%，系2022年以来最低值，已连续四个月回落。

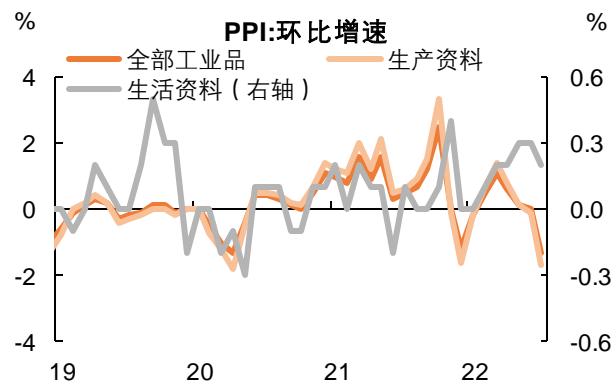
从分项看，7月PPI生产资料的环比大幅走低，生活资料环比涨幅收窄但依然为正。生产资料环比下跌1.7%，跌幅较上月多1.6个百分点，各分项环比增速均较快下行。生活资料环比上涨0.2%，略低于上月，同比增速则持平于上月。分项中，衣着类、一般日用品类环比增速下行，但食品类和耐用消费品类增速提升。

图表9 7月PPI同比增速较快下行



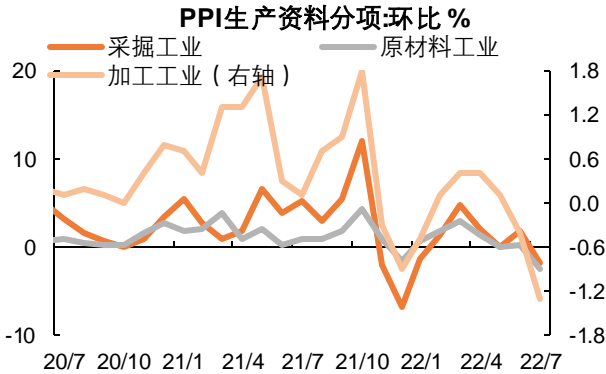
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 7月PPI生活资料环比增速下行，依然为正



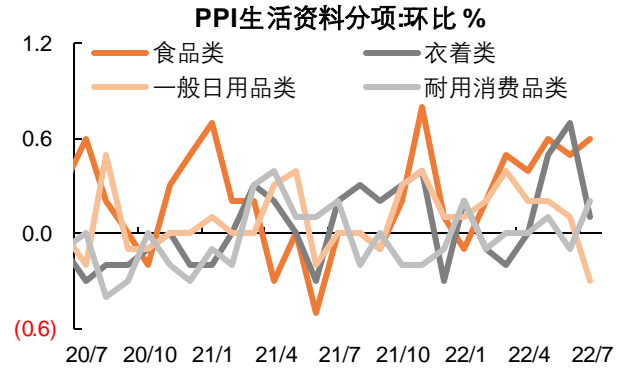
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 7月PPI生产资料各分项环比增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 7月PPI生活资料各分项环比增速



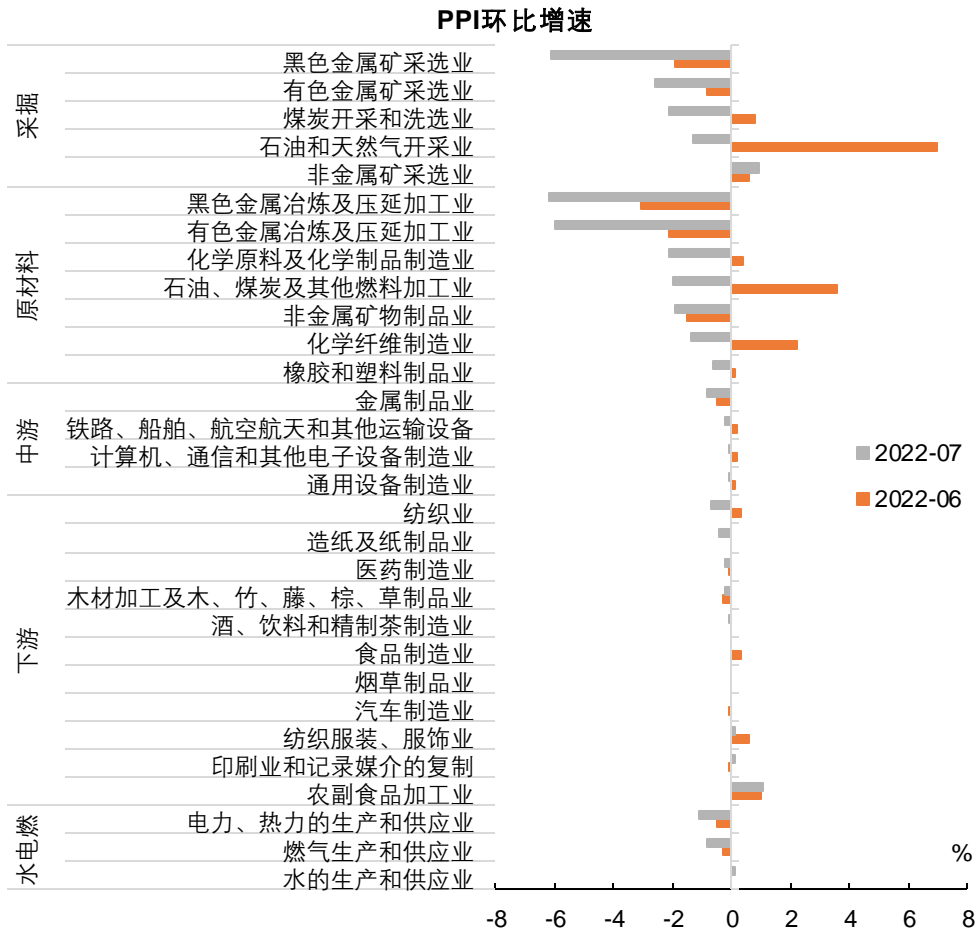
资料来源: wind, 平安证券研究所

分行业看，7月PPI环比增速大幅下滑，内需定价黑色商品、石化产业链和有色金属价格全线下跌。

- 一是，内需定价黑色商品价格进一步调整。7月房地产交付风险凸显，市场对于黑色系商品需求的预期走弱，引发螺纹钢、铁矿石、焦煤等商品价格剧烈调整，黑色金属冶炼及压延加工、黑色矿采选、煤炭开采和洗选三个行业PPI大幅下行。
- 二是，石化产业链价格普遍调整。6月中旬以来，海外原油价格自高位回落，直接带动石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工价格下行；而以原油为主要原料的化学原料及化学制品制造、化学纤维制造因成本显著降低，价格随之回落。
- 三是，有色金属价格继续下跌。全球制造业景气度下滑，海外衰退预期影响下，7月上半月国际定价的有色金属价格进一步下行，我国有色矿采选、有色冶延加工、金属制品等行业PPI环比均有下跌。

不过，部分下游消费制造业价格的表现相对偏强，农副食品加工、印刷媒介、纺织服装三个行业PPI环比增速依然为正，对PPI整体增速构成一定的支撑。

图表13 7月内需定价黑色商品、石化产业链和有色金属相关行业PPI下跌



资料来源: wind,平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033