

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师：谢文迪

执业证号：S0100522060001

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

2022年8月10日，统计局公布2022年7月通胀数据。7月份，PPI同比读数4.2%，相较上月下滑1.9pct；CPI同比读数2.7%，较上月上行0.2pct。

七月下游通胀弱于预期

7月上游通胀大幅回落符合预期。6月中旬后，海外流动性收紧预期陡增，衰退预期浓烈，黑色、有色、能化等上游大宗价格出现大幅回落，PPI环比读数创2020年二季度以来新低。

值得注意的是，7月下游通胀的上行速度低于市场一致预期。7月猪肉价格大幅上涨，同时鲜果、蔬菜等价格同比高位运行，市场预期7月CPI增速可能触及2.9%，然而实际CPI同比读数仅为2.7%。**我们认为CPI增速低于预期有两点原因，一是猪肉权重出现明显下修，二是该月超预期疫情影响服务价格。**

在过去几轮猪价上行周期中，猪肉的权重会不断下修，且本轮的猪肉权重下滑快于以往。今年1月猪肉占CPI的权重为2.3%，至今年7月月份时，猪肉权重就已下滑至1.3%，权重的下滑幅度高达1%。**换言之，当前猪价变动对居民通胀的贡献幅度较年初衰减4成以上。**

此外，7月全国疫情再起波澜，安徽、江苏、上海等多地出现确诊病例，对服务业恢复造成干扰。微观数据方面，地铁客运量、拥堵延时指数等验证服务业景气度的指标也同步回落。

下半年国内通胀难成货币政策掣肘

当前仍有部分从业者担忧CPI回暖可能对货币政策形成掣肘，但是我们认为大可不必，原因有三。

一是上游通胀趋缓。当前海外通胀居高不下，美联储货币政策易紧难松，下半年全球金属价格中枢大概率下移。能源方面，尽管存在俄乌冲突等不确定因素，国际能源价格存在上行风险，但是国内受益于煤炭保供、非市场化电价、成品油限价等因素，能源价格对通胀影响最强烈的时期已经过去。因此，下半年上游通胀趋缓是大概率事件。

二是食品价格对通胀影响减弱。食品价格的变动主要受猪肉价格影响，我们预计下半年猪价变动对通胀影响将弱于以往。一是猪价占CPI的权重大幅走低，带动效应减弱；二是发改委可能将采取保供稳价平抑猪价过快上涨，近期猪价已经有所回调。

三是货币政策可能更加关注核心通胀。2019年受“非洲猪瘟”影响，CPI大幅上行，但是反映流动性松紧的DR007并未跟随上行，反而跟随核心通胀的变化。2021年7月“双控”发酵，上游大宗价格上涨，但是货币政策也未收紧。

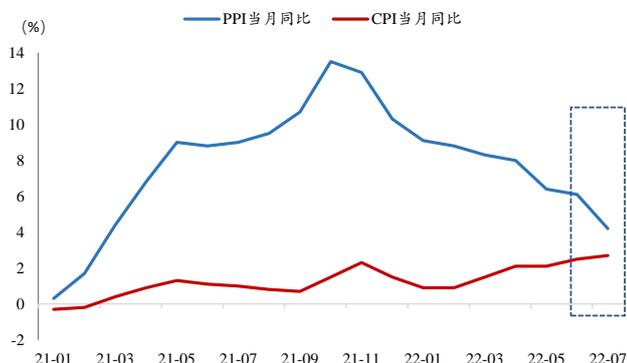
我们认为，如果本次通胀的上行范式也以食品、能源供给收缩作为主驱动，那么货币政策并不会简单以价格高低作为考量依据。参考此前经验，核心通胀的走势及背后逻辑可能才是政策层考量的关键要素。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；地缘政治超预期。

相关研究

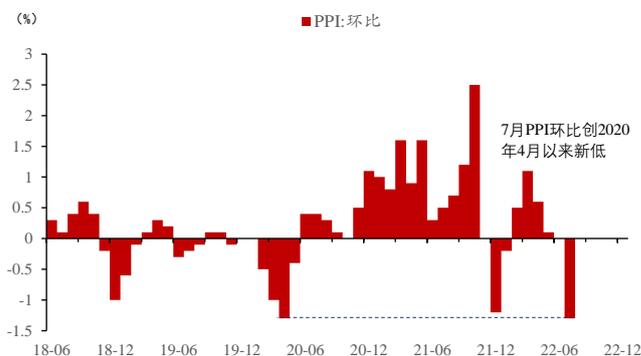
- 1.宏观专题研究：常识与反常识（二）：能用运价判断出口么？-2022/08/10
- 2.全球大类资产跟踪周报：流动性定价继续内松外紧-2022/08/09
- 3.7月出口数据点评：看空中国出口，再度被证伪-2022/08/07
- 4.美国就业强劲验证经济韧性——美国7月非农数据点评-2022/08/07
- 5.宏观专题研究：纾困基金的前世今生-2022/08/07

图 1: PPI 与 CPI 同比增速收敛趋势维持



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2: PPI 环比创 2020 年 4 月以来新低



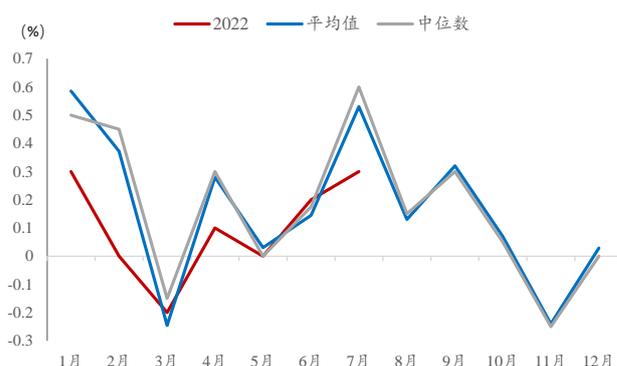
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 3: 本轮猪肉权重下修快于以往



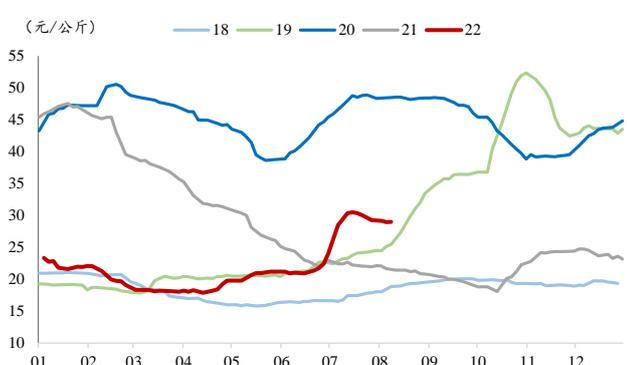
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 4: 服务项目价格环比弱于季节性表现



资料来源: Wind, 民生证券研究院; 注: 平均值和中位数的取值范围为 2012 年至 2021 年。

图 5: 全国生猪批发均价



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 6: 货币政策可能会更关注核心通胀



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026