

## CPI 低于预期的几点思考

## ——7 月通胀数据点评

## 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**CPI 低于预期的原因是什么？**7 月 CPI 同比上涨 2.7%，低于市场预期（2.9%），和我们一个月前的预期相近（2.8%）。事实上近期多数分析师已经进一步上调预期到 3% 左右，所以 2.7% 的读数和 market 预期的背离不小。CPI 同比上行的因素完全在意料之中，因为猪肉和鲜菜价格上涨较多，尤其是猪肉价格在 7 月份飙升。而 CPI 涨幅低于预期才是值得思考的。我们认为其原因主要有两点：第一，CPI 中猪肉权重的变化导致猪价上涨的影响没有那么大。从 CPI 环比角度的权重来看，今年以来猪肉权重始终低于 2%，7 月份猪肉环比的权重为 1.25%，这和过去 6 年平均接近 3% 的权重相比大大降低。所以虽然 7 月猪肉 CPI 环比上涨了 25.6%，但对整体通胀的拉动仅为 0.32 个百分点。猪肉权重的变化是不是统计部门为了压低通胀读数有意为之的呢？我们认为不是。中国 CPI 各分项的权重是依据居民消费支出中相应项目的比重来确定的，本身就存在波动。去年下半年以来猪肉权重出现系统性降低，我们认为与疫情防控加码后餐饮消费的大幅下降有关，符合直观感受。而且回顾近几年的经验，统计部门并没有在特定时期为了压低通胀读数而下调猪肉权重。比如 2019 年下半年到 2020 年是猪肉价格在历史上最高的时段，而该时期猪肉在 CPI 中的权重不仅没有被统计部门压低，反而是不断上升的，背后的因素在于猪价大幅上涨引起猪肉消费支出占比增加，符合事实情况。所以我们认为当前猪肉权重的降低应是客观上相应消费支出占比降低导致的，并非人为造成的数据失真。第二，疫情常态化防控的趋势下核心 CPI 始终低迷。7 月份是出游旺季，但今年 7 月核心 CPI 的环比涨幅显著低于正常的季节性涨幅。这反映出居民的终端需求仍弱，导致物价水平尤其是服务业价格不仅没有出现“报复性反弹”，反而连正常的季节性上涨都没有达到。我们认为以上两点是 CPI 预期差的主要来源。其它因素比如油价下跌导致交通工具用燃料价格下降等也是拖累 CPI 的原因，不过这些因素已经在市场普遍的框架之内，并无超预期之处。

**年内 CPI 破 3% 的概率降低。**市场几乎普遍认为年内 CPI 会破 3%，甚至可能到 3.5%。但我们认为年内破 3% 的概率并不高，显著超过 3% 的情况则更难出现。首先，猪肉价格的上涨不是一蹴而就的，近期价格已经显示出阶段性超涨。历次猪周期长度约为 3-4 年，其中上涨周期至少要 1 年以上，多数在 2 年左右。本轮猪周期于 4 月开始回升，规律上

很难在年内就上涨至很高的水平。今年 6 月份以来猪价快速上涨，不到两个月已经达到 2011 年和 2016 年两次猪周期的高点，上涨速度和幅度都过大，但同时生猪产能的下降并没有非常快，所以近期猪价的快速上涨可能有一定的市场博弈因素，存在阶段性超涨的可能。我们认为猪周期上行的大趋势还在延续，但是近期涨势可能趋缓，甚至出现一定幅度的回调。这将减轻 CPI 的压力。此外，由于餐饮业的持续低迷，猪肉权重预计也难以出现明显的上升。其次，油价易降难升。6 月以来国际油价进入下行通道，是缓解通胀的重要因素。现在来看全球经济下行的势头已经出现，且难以扭转；而主要经济体加息的脚步还未停止。所以未来油价的趋势仍倾向于下行。最后，核心 CPI 上涨乏力。2020 年疫情爆发以来中国核心 CPI 同比最高仅为 1.3%，而从 2013 年有该项数据统计起到疫情爆发之前，这个数据的最低值是 1.2%。即疫情后核心通胀水平出现了非常显著的系统性下降，这背后是疫情防控带来的消费低迷，使得需求端无法拉动价格。这一状况在下半年也难以出现改观。我们预计 8 月 CPI 同比将小幅下降至 2.6%。

**PPI 延续下行趋势。**7 月 PPI 同比上涨 4.2%，较 6 月回落 1.9 个百分点，回落幅度超预期。PPI 回落的原因有两个：一是大宗商品价格下跌从供给端减轻了通胀压力。近期随着全球经济衰退的预期逐步增强，大宗商品价格大幅回落，原油、煤炭、黑色、有色几个最重要的原材料类别都出现大幅下跌，引起相关行业 PPI 显著下行。二是终端需求疲软，从需求端减轻通胀压力。7 月下游行业的 PPI 环比也纷纷下行，主要原因在于消费需求较弱且房地产行业持续低迷。中下游行业难有提价动力。下半年整体上 PPI 继续下行的趋势是较为确定的。一方面国际大宗商品价格在发达经济体的衰退预期下易跌难涨，PPI 环比上行动力较弱，另一方面去年下半年基数迅速抬升，PPI 同比下降的速度会更快。不确定性在于国内房地产投资的走势，如果房地产行业能够较快企稳回升则会减缓 PPI 的下行斜率。

**风险提示：**猪肉价格超预期上行。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. CPI 低于预期的原因是什么 .....	5
3. PPI 延续下行趋势 .....	7

## 图表目录

图表 1: CPI 同比继续上行但低于预期.....	5
图表 2: 猪肉在 CPI 中权重下降.....	6
图表 3: 核心 CPI 仍然低迷.....	6
图表 4: 服务价格涨幅低于正常季节性涨幅.....	6
图表 5: PPI 超预期回落.....	7
图表 6: 大多数行业 PPI 下行趋势加剧.....	8

## 1. 数据

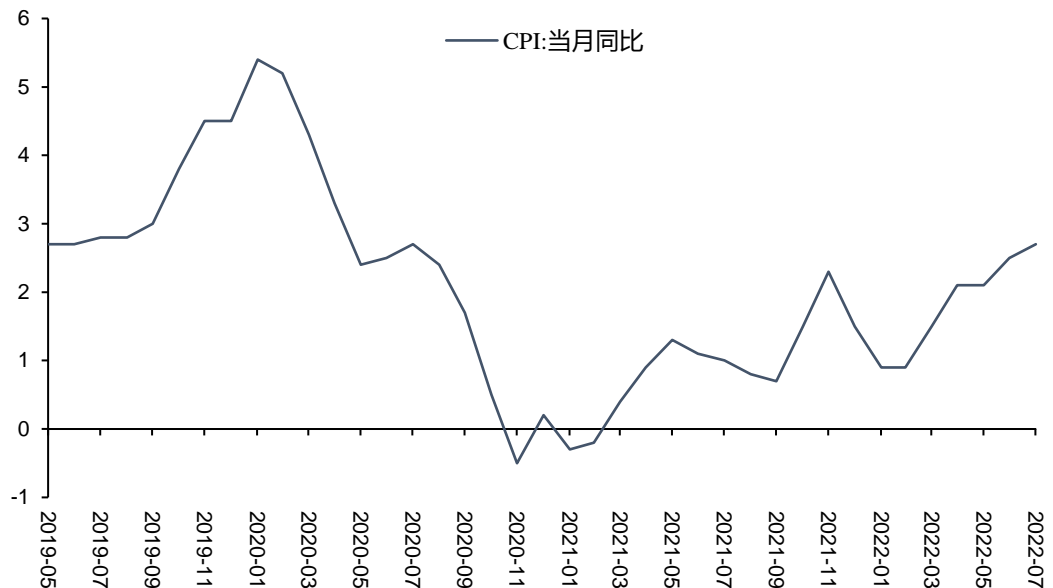
中国 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，市场预期（Wind）上涨 2.9%，前值 2.5%。

中国 7 月 PPI 同比上涨 4.2%，市场预期（Wind）上涨 4.7%，前值 6.1%。

## 2. CPI 低于预期的原因是什么

7 月 CPI 同比上涨 2.7%，低于市场预期（2.9%），和我们一个月前的预期相近（2.8%）。事实上近期多数分析师已经进一步上调预期到 3% 左右，所以 2.7% 的读数和 market 预期的背离不小。

图表 1：CPI 同比继续上行但低于预期

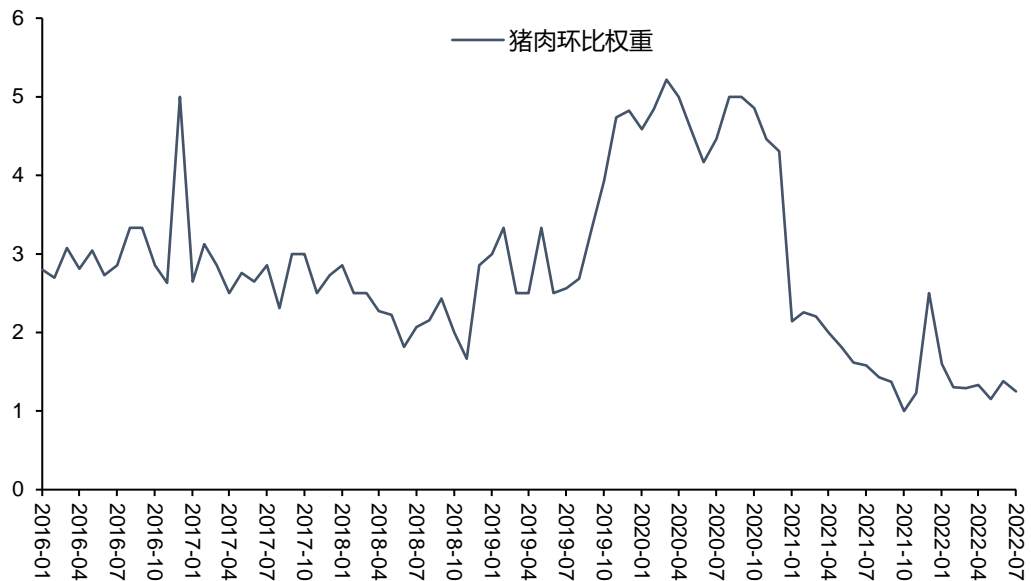


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

CPI 同比上行的因素完全在意料之中，因为猪肉和鲜菜价格上涨较多，尤其是猪肉价格在 7 月份飙升。而 CPI 涨幅低于预期才是值得思考的。我们认为其原因主要有两点：

第一，CPI 中猪肉权重的变化导致猪价上涨的影响没有那么大。从 CPI 环比角度的权重来看，今年以来猪肉权重始终低于 2%，7 月份猪肉环比的权重为 1.25%，这和过去 6 年平均接近 3% 的权重相比大大降低。所以虽然 7 月猪肉 CPI 环比上涨了 25.6%，但对整体通胀的拉动仅为 0.32 个百分点。猪肉权重的变化是不是统计部门为了压低通胀读数有意为之的呢？我们认为不是。中国 CPI 各分项的权重是依据居民消费支出中相应项目的比重来确定的，本身就存在波动。去年下半年以来猪肉权重出现系统性降低，我们认为与疫情防控加码后餐饮消费的大幅下降有关，符合直观感受。而且回顾近几年的经验，统计部门并没有在特定时期为了压低通胀读数而下调猪肉权重。比如 2019 年下半年到 2020 年是猪肉价格在历史上最高的时段，而该时期猪肉在 CPI 中的权重不仅没有被统计部门压低，反而是不断上升的，背后的因素在于猪价大幅上涨引起猪肉消费支出占比增加，符合事实情况。所以我们认为当前猪肉权重的降低应是客观上相应消费支出占比降低导致的，并非人为造成的数据失真。

图表 2: 猪肉在 CPI 中权重下降



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第二, 疫情常态化防控的趋势下核心 CPI 始终低迷。7 月份是出游旺季, 所以飞机票、宾馆住宿、交通工具租赁费和旅游价格环比分别上涨 6.1%、5.0%、4.3%和 3.5%。但是在前几个月上海等地大规模封控导致的低基数下, 7 月份这些价格的反弹幅度实际上是不高的。今年 7 月核心 CPI 的环比涨幅显著低于正常的季节性涨幅。这反映出居民的终端需求仍弱, 导致物价水平尤其是服务业价格不仅没有出现“报复性反弹”, 反而连正常的季节性上涨都没有达到。

图表 3: 核心 CPI 仍然低迷



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 4: 服务价格涨幅低于正常季节性涨幅



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

我们认为以上两点是 CPI 预期差的主要来源。其它因素比如油价下跌导致交通工具用燃料价格下降等也是拖累 CPI 的原因, 不过这些因素已经在市场普遍的框架之内, 并无超预期之处。

7 月 CPI 低于预期, 后续还会出现再度大涨吗? 市场几乎普遍认为年内 CPI 会破 3%, 甚至可能到 3.5%。但我们认为年内破 3% 的概率并不高, 显著超过 3% 的情况则更难出现。

首先，猪肉价格的上涨不是一蹴而就的，近期价格已经显示出阶段性超涨。历次猪周期长度约为 3-4 年，其中上涨周期至少要 1 年以上，多数在 2 年左右。本轮猪周期于 4 月开始回升，规律上很难在年内就上涨至很高的水平。今年 6 月份以来猪价快速上涨，不到两个月已经达到 2011 年和 2016 年两次猪周期的高点，上涨速度和幅度都过大，但同时生猪产能的下降并没有非常快，所以近期猪价的快速上涨可能有一定的市场博弈因素，存在阶段性超涨的可能。我们认为猪周期上行的大趋势还在延续，但是近期涨势可能趋缓，甚至出现一定幅度的回调。这将减轻 CPI 的压力。此外，由于餐饮业的持续低迷，猪肉权重预计也难以出现明显的上升。

其次，油价易降难升。6 月以来国际油价进入下行通道，是缓解通胀的重要因素。现在来看全球经济下行的势头已经出现，且难以扭转；而主要经济体加息的脚步还未停止。所以未来油价的趋势仍倾向于下行。

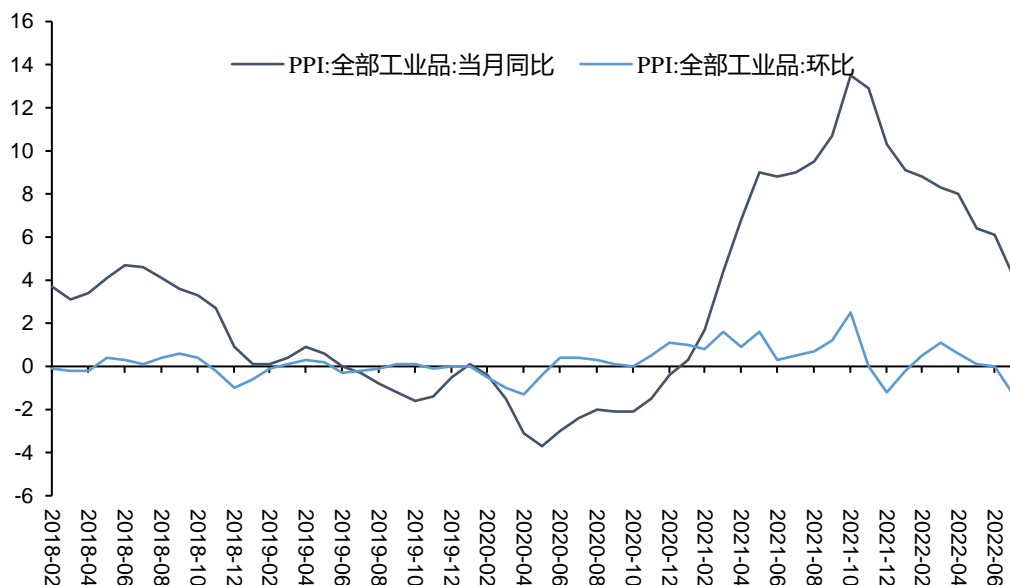
最后，核心 CPI 上涨乏力。2020 年疫情爆发以来中国核心 CPI 同比最高仅为 1.3%，而从 2013 年有该项数据统计起到疫情爆发之前，这个数据的最低值是 1.2%。即疫情后核心通胀水平出现了非常显著的系统性下降，这背后是疫情防控带来的消费低迷，使得需求端无法拉动价格。这一状况在下半年也难以出现改观。一方面，七八月份国内疫情的局部反弹反映出当前疫情防控的难度远大于前两年，即使防疫措施不断升级也难以稳定地将新增病例压制到两位数的水平；另一方面，7 月政治局会议定调的防疫重要性较 4 月更强，意味着疫情防控可能更加严格。在这样的背景下，居民消费和核心通胀都很难出现明显的修复。

我们预计 8 月 CPI 同比将小幅下降至 2.6%。

### 3. PPI 延续下行趋势

7 月 PPI 同比上涨 4.2%，较 6 月回落 1.9 个百分点，回落幅度超预期。

图表 5：PPI 超预期回落



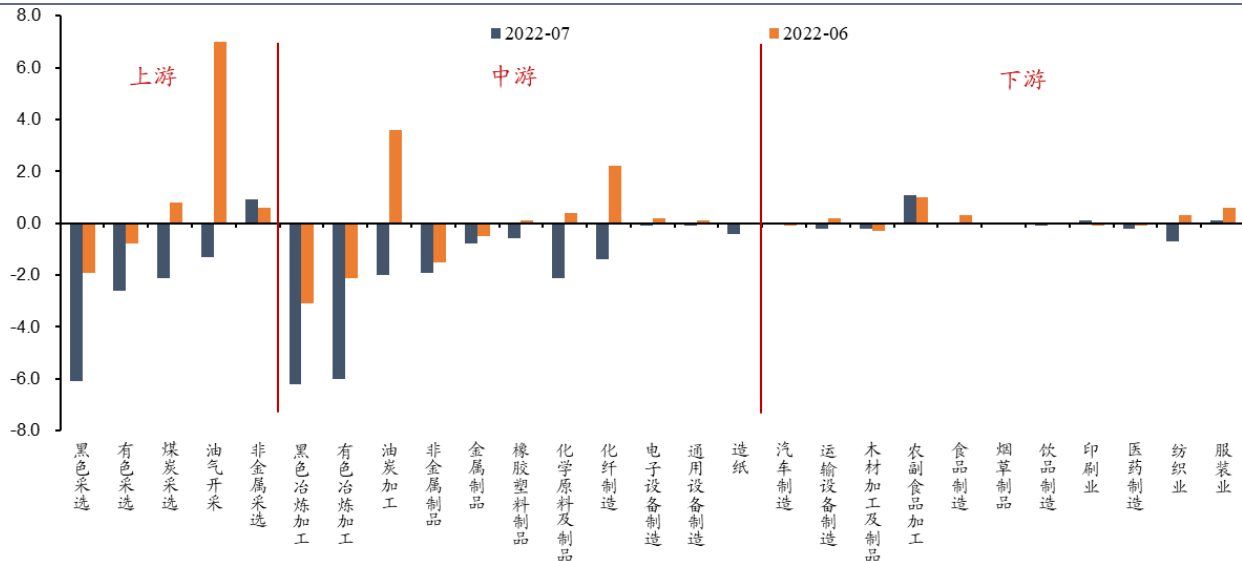
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

PPI 回落的原因有两个：

一是大宗商品价格下跌从供给端减轻了通胀压力。近期随着全球经济衰退的预期逐步增强，大宗商品价格大幅回落，原油、煤炭、黑色、有色几个最重要的原材料类别都出现大幅下跌，引起相关行业 PPI 显著下行。

二是终端需求疲软，从需求端减轻通胀压力。7 月下游行业的 PPI 环比也纷纷下行，主要原因在于消费需求较弱且房地产行业持续低迷。中下游行业难有提价动力。

图表 6：大多数行业 PPI 下行趋势加剧



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

下半年整体上 PPI 继续下行的趋势是较为确定的。一方面国际大宗商品价格在发达经济体的衰退预期下易跌难涨，PPI 环比上行动力较弱，另一方面去年下半年基数迅速抬升，PPI 同比下降的速度会更快。不确定性在于国内房地产投资的走势，如果房地产行业能够较快企稳回升则会减缓 PPI 的下行斜率。

风险提示：猪肉价格超预期上行。



## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。