

通胀仍处温和区间，市场重心在哪？

2022年08月11日

➤ 2022年8月10日，国家统计局公布通胀数据，对此我们分析如下：

➤ 7月通胀数据反映哪些信息？

7月CPI同比涨幅扩大，环比高于季节性水平，主由猪价、菜价向上拉动，而油价则有所拖累：(1) 猪肉价格“淡季不淡”，主因产能去化效应显现、部分养殖户压栏惜售、疫情受控下餐饮业恢复带动需求增加；(2) 鲜菜价格明显上行，主因夏季高温，对蔬菜生长、采收及保鲜均造成一定影响；(3) 交通工具燃料价格下降，主因国际油价下行，国内汽油和柴油价格随之下降。

7月PPI同比涨幅继续回落，环比低于季节性水平，主因黑色、有色价格回落，工业品价格整体下行：(1) 近期在海外加息、地缘政治冲突未有进一步升级之下，有色等国际大宗商品价格回落，输入性通胀压力有所减弱；(2) 需求回落叠加保供稳价之下，黑色等内部定价商品价格也有所下降；(3) 此外，生活资料价格总体平稳上行，主由食品与耐用品价格上涨拉动，而一般日用品价格则有所回落。

➤ 如何看待未来通胀走势？

展望未来，预计年内PPI同比涨幅继续回落：(1) 海外加息抑制高通胀、全球经济衰退预期增强之下，预计原油、有色等国际大宗商品价格继续从高位有所回落；(2) 输入型通胀压力减轻，叠加国内保供稳价政策发力，预计黑色等内部定价产品价格不会快速上涨；(3) 考虑去年同期PPI持续上涨，高基数之下预计年内PPI同比涨幅将继续回落。

而年内CPI同比继续温和上行：(1) 当前猪肉产能虽在逐步去化，但供给仍然相对充足，在需求平缓上升的情况下，短期内猪肉上涨仍属可控；(2) 在高温退去、保供稳价政策发力之下，预计菜价将回落至季节性水平；(3) 疫情受控叠加稳就业、保民生、促消费等政策组合发力，预计年内核心CPI稳中有升；(4) 在国际油价影响下，国内油价预计将呈回落态势。综合来看，预计年内CPI将继续温和上涨。

总结而言，预计下半年通胀继续处于温和区间，不会对国内政策构成明显约束，政策仍会考虑稳增长、稳就业，提振居民和企业信心以扩张信用。

➤ 债市怎么看？

针对货币政策而言，在稳增长、宽信用诉求下，货币政策仍将维持宽松状态，但更多还是保持量宽价平：一方面此前7月19日总理明确“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”，另一方面从实际情况看，当前资金面和企业融资条件总体仍偏松，货币政策进一步宽松的动力和必要性并不强，更多或还是保持量宽价平，叠加政策性和结构性金融工具以助力信贷修复。

故货币政策来看，在稳增长、宽信用诉求下，货币政策仍将流动性维持合理充裕状态，但行为上还是保持量宽价平：由此逻辑推演，针对债市而言，短期内资金利率预估仍维持低位，虽难以一直维持在隔夜1.0%的水平，但预计也不会大幅抬升，对应长端上下波动幅度仍然有限。

➤ **风险提示：**政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突。



分析师 谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

- 1.可转债打新系列：嵘泰转债：汽车铝合金精密铸件优势企业-2022/08/10
- 2.利率专题：二季度货币基金市场有何变化？-2022/08/10
- 3.聚焦区县系列：三个维度透视山东区县-2022/08/10
- 4.土地专题：从房企拿地变化看区域财政压力-2022/08/09
- 5.城投、产业利差跟踪周报 20220807：城投、产业利差多下行-2022/08/07

目录

1 猪价、菜价齐升，CPI 环比高于季节性	3
1.1 食品 CPI 上行，主由猪价、菜价拉动.....	4
1.2 非食品 CPI 下行，主因油价回落.....	5
2 外因缓解、内因延续，PPI 同比涨幅继续回落	7
2.1 生产资料 PPI 下行，主因黑色、有色价格回落.....	7
2.2 生活资料 PPI 平稳上行，主由食品和耐用品价格拉动.....	9
3 通胀仍处温和区间，债市怎么看？	10
4 风险提示	11
插图目录	12

2022年8月10日，国家统计局公布通胀数据：

- (1) 7月CPI同比2.7%，前值2.5%，环比0.5%；
- (2) 7月PPI同比4.2%，前值6.1%，环比-1.3%。

总体来看，7月通胀水平整体仍处温和区间，其中CPI同比涨幅略有扩大，而PPI同比涨幅则加速回落。对此我们展开分析如下：

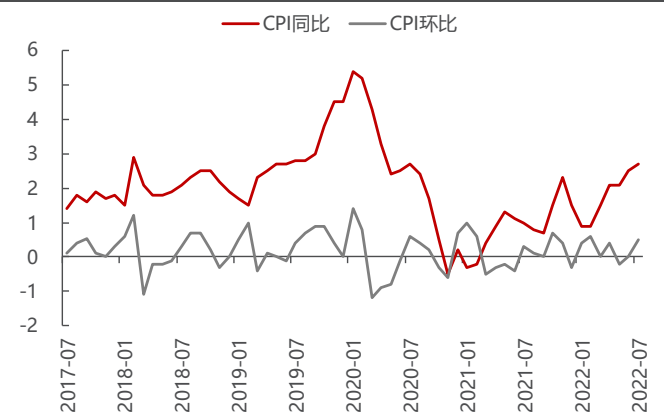
1 猪价、菜价齐升，CPI环比高于季节性

7月CPI同比继续上涨，环比由上月持平转正。7月CPI同比上涨2.7%，较上月上行0.2cpt，其中去年价格变动的翘尾影响约为0.9个百分点，新涨价影响约为1.8个百分点；环比由上月持平转为上涨0.5%，高于季节性水平。

而核心CPI表现仍相对低迷。7月核心CPI同比增速为0.8%，较上月下行0.2cpt；环比0.1%，低于季节性水平。**这一方面反映终端需求实际上仍偏弱，另一方面说明6月CPI同环比上涨主由食品或能源价格带动。**

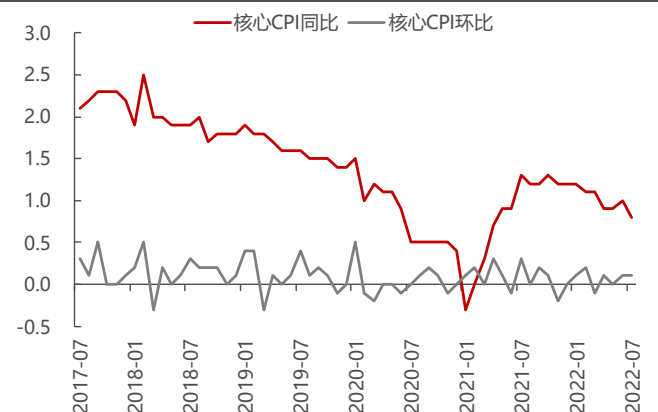
据此，进一步从食品与非食品CPI的同环比表现、以及八大项分类CPI环比表现来看，**7月CPI同环比主由食品价格向上拉动，而能源价格则形成向下拉动。**

图1：CPI同比及环比 (%)

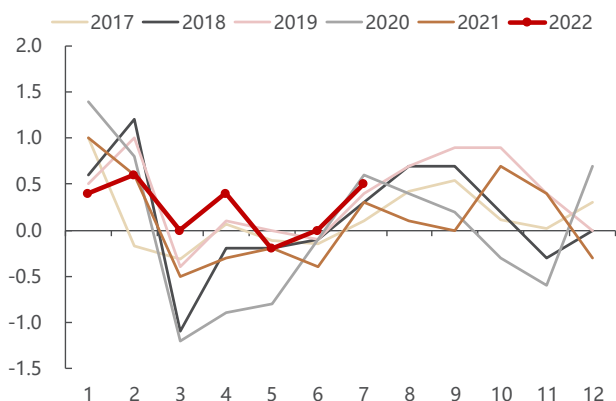


资料来源：wind，民生证券研究院

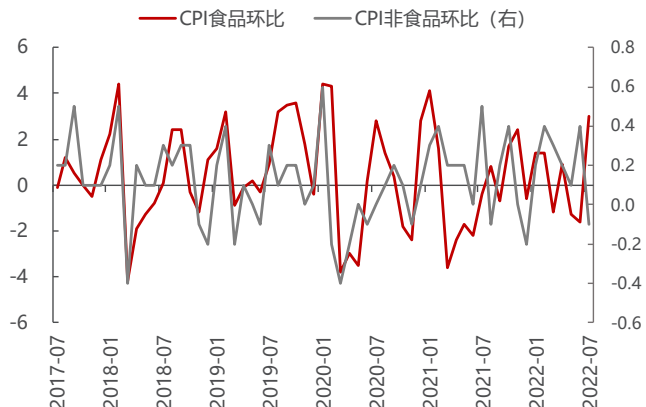
图2：核心CPI同比及环比 (%)



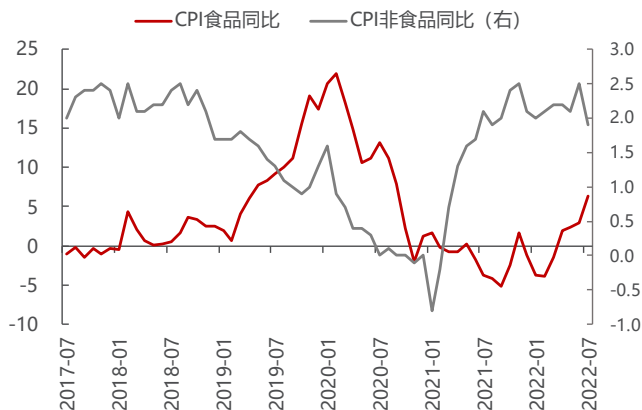
资料来源：wind，民生证券研究院

图3: CPI 环比: 季节性比较 (%)


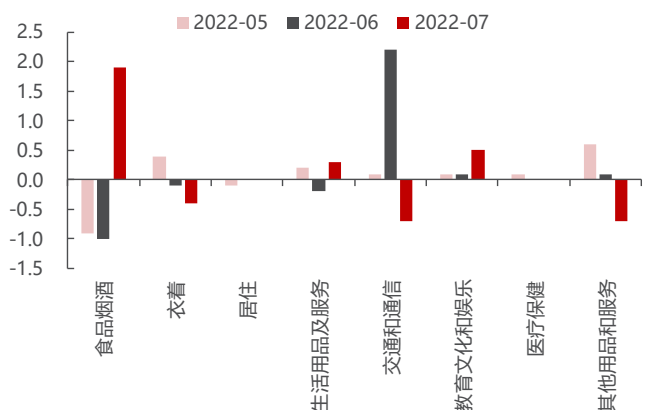
资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 食品与非食品 CPI 环比 (%)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图5: CPI 同比: 食品与非食品 (%)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: CPI 八大项环比 (%)


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.1 食品 CPI 上行, 主由猪价、菜价拉动

7月 CPI 食品同比 6.3%，较上月上行 3.4pct；环比 3.0%，明显高于季节性水平。食品价格大幅上涨，主由猪肉和鲜菜价格向上拉动，鲜果价格有所回落，其他食品价格相对平稳，具体而言：

7月猪肉价格大幅上涨。7月猪肉 CPI 环比上行 25.6%，同比涨幅转正，较上月上行 26.2pct 至 20.2%。

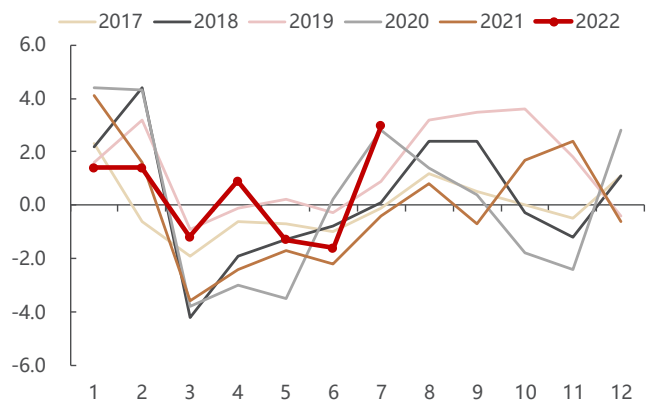
猪肉价格“淡季不淡”，主因在于：(1) 今年来生猪产能逐步调整，前期产能去化效应逐步显现；(2) 部分养殖户压栏惜售；(3) 能繁母猪存栏是生猪供给的先行指标，通常领先猪肉价格 10 个月左右，其当前走势正对应着猪肉供给下滑、价格回升；(4) 疫情受控后餐饮消费有所恢复，猪肉需求加大。

鲜菜价格明显上行。7月鲜菜 CPI 环比 10.3%，涨幅高于季节性，同比涨幅上行 9.2pct 至 12.9%，主要受到夏季高温天气影响，对蔬菜生长、采收及保鲜均

造成一定影响，推动蔬菜价格上行。

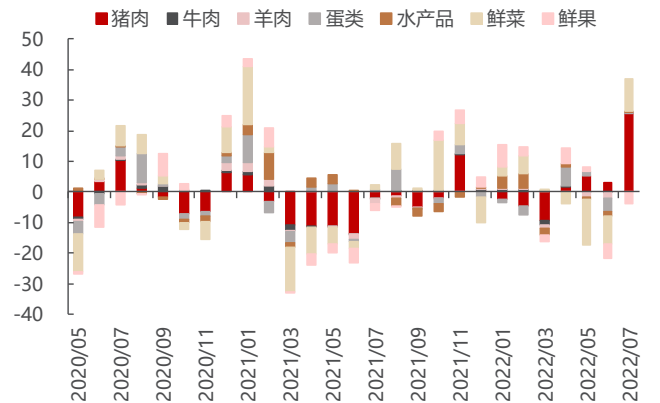
而鲜果价格有所回落。7月鲜果CPI同比下行2.1pct至16.9%，环比-3.8%，价格下降，主要受到夏季鲜果大量上市影响。

图7：食品CPI环比：季节性比较（%）



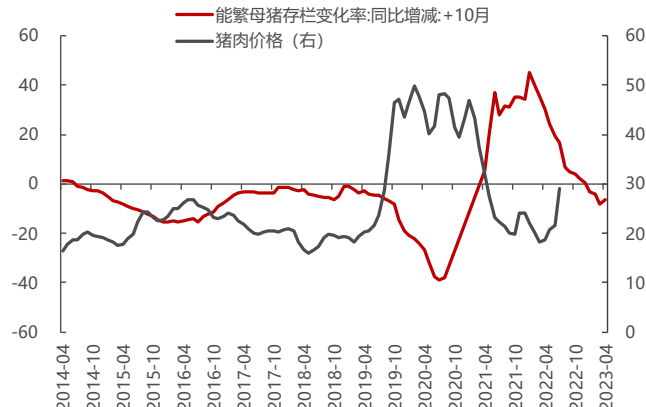
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：CPI食品分项环比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：能繁母猪存栏与猪肉平均批发价（%，元/千克）



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：28种重点监测蔬菜平均批发价（元/千克）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 非食品CPI下行，主因油价回落

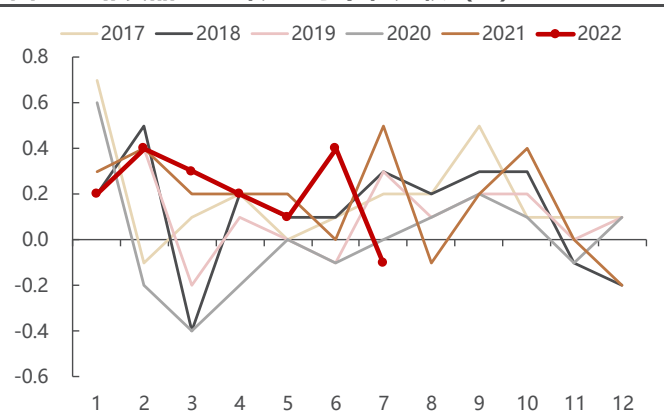
7月非食品CPI同比1.9%，较上月下行0.6pct；环比-0.1%，明显低于季节性水平。主因交通通信分项的价格大幅下降，而教育娱乐分项价格则起到一定的上拉作用，具体而言：

7月交通通信分项价格下降，主因在于交通工具燃料价格下降，后者7月CPI环比-3.3%，同比1.5%与上月持平，主要是受到国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降3.4%和3.6%。

教育娱乐分项价格上涨，主因在于旅游消费回暖，旅游分项7月CPI环比

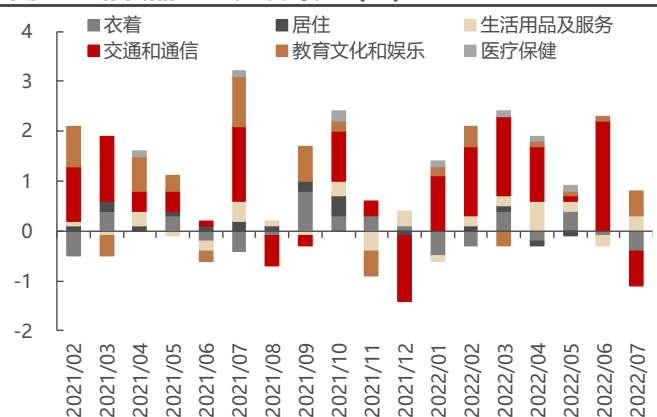
3.5%，一方面暑期是旅游旺季，另一方面疫情受控后出行有所增多。

图11: 非食品 CPI 环比: 季节性比较 (%)



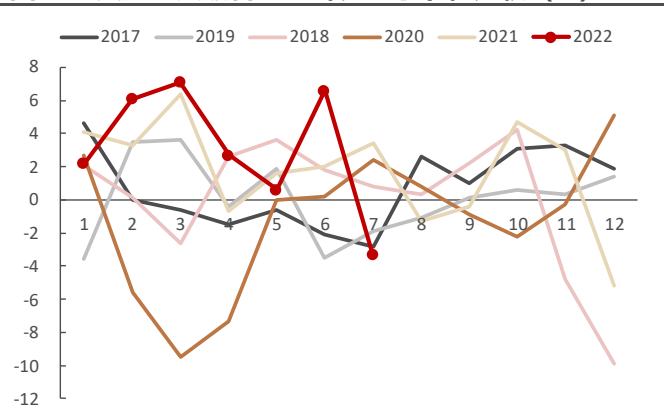
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 非食品 CPI 分项环比 (%)



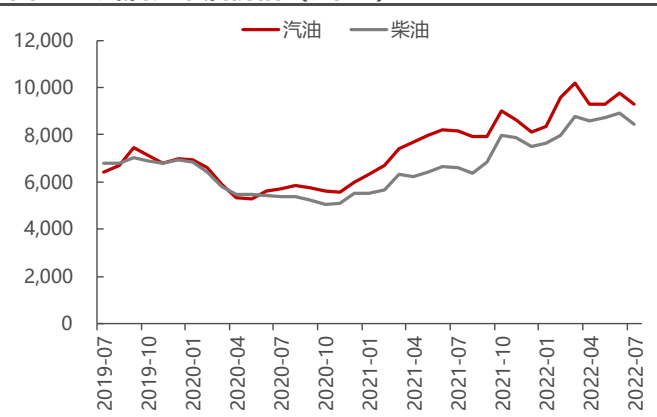
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 交通工具燃料 CPI 环比: 季节性比较 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 汽油、柴油价格 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

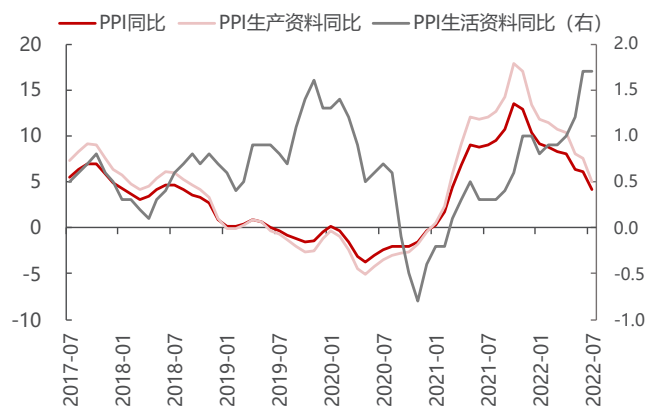
2 外因缓解、内因延续，PPI 同比涨幅继续回落

7 月 PPI 同比涨幅 4.2%，较前值回落 1.9pct，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为 1.0 个百分点。环比-1.3%，显著低于季节性水平。

PPI 同比涨幅继续回落，主因生产资料价格显著下行，而生活资料则平稳上行。

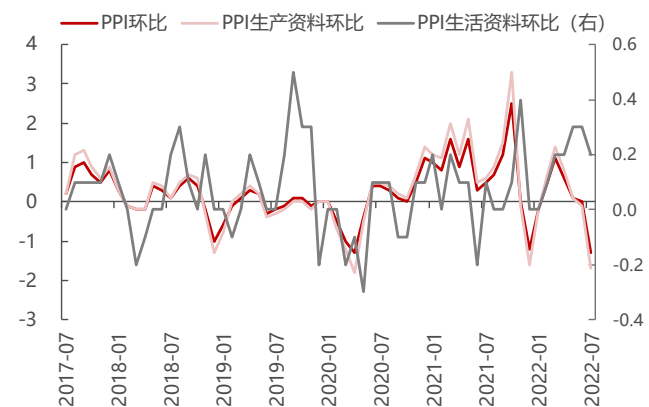
7 月 PPI 涨幅继续回落，也与此前公布的 7 月 PMI 相互印证：7 月主要原材料购进价格指数回落 11.6 个百分点至 40.4%，出厂价格指数回落 6.2 个百分点至 40.1%。**主因近期在海外加息、地缘政治冲突未有进一步升级之下，有色等国际大宗商品价格回落，输入性通胀压力有所减弱，同时需求回落叠加保供稳价之下黑色等内部定价商品价格也有所下降。**

图15: PPI 同比增速 (%)



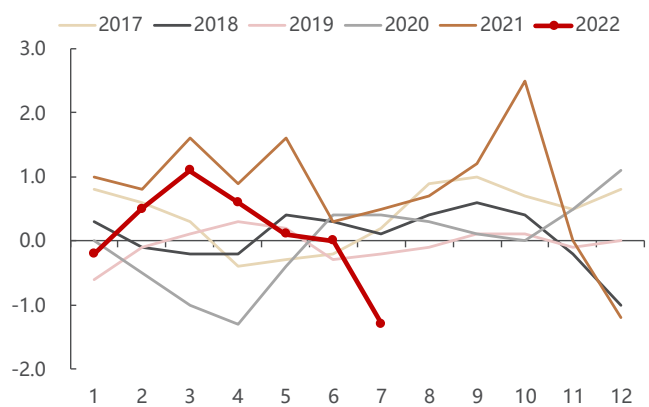
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: PPI 环比增速 (%)



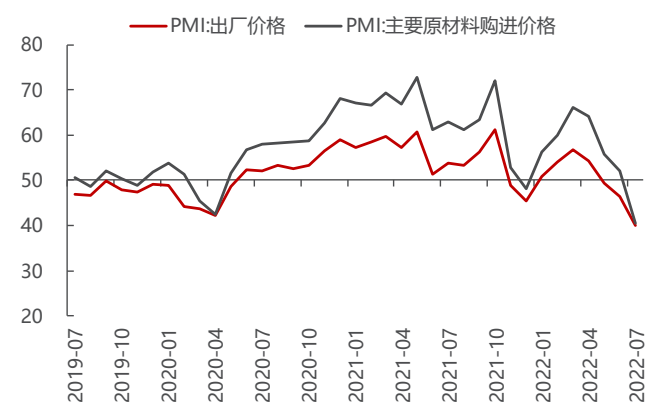
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: PPI 环比: 季节性比较 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 主要原材料购进价格与出厂价格指数 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

2.1 生产资料 PPI 下行，主因黑色、有色价格回落

7 月 PPI 生产资料同比 5.0%，较上月下降 2.5pct；环比-1.7%，显著低于季

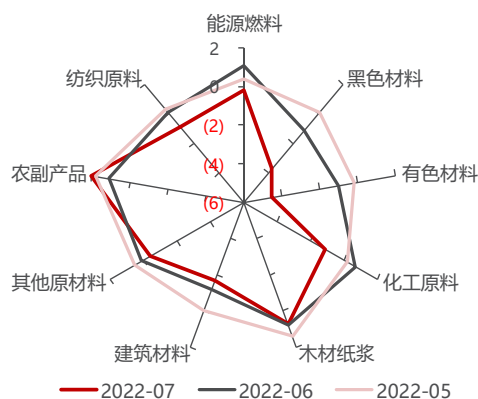
节性水平。

分项来看,黑色、有色材料大幅下降,主因有色等国际大宗商品价格有所回落,生产淡季之下黑色等内部定价产品价格也呈下行态势。而高温影响下农副产品价格则呈明显上涨。

对应从行业层面看,环比涨幅最大的行业有农副食品加工、非金属矿采选、纺织服饰等;而环比跌幅最大的行业有黑色、有色、化学原料及制品。

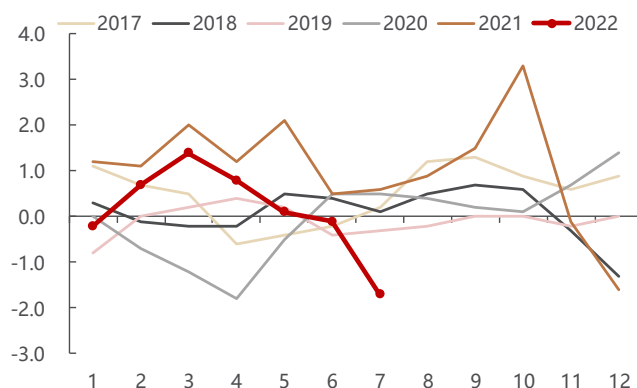
综合来看,受国际国内等多因素影响,工业品价格整体下行,国内价格压力相对温和。

图19: PPIRM 生产资料分项环比 (%)



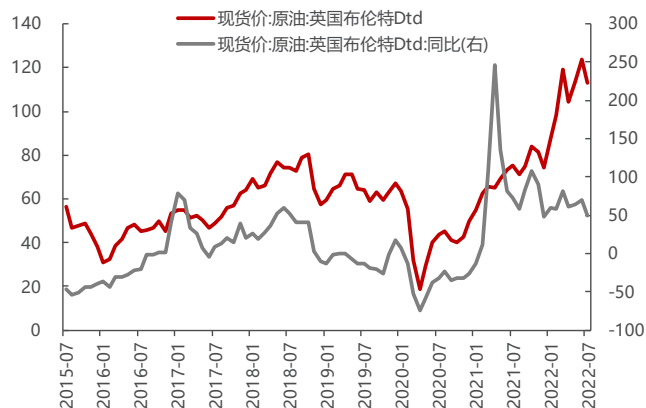
资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: PPI 生产资料环比: 季节性比较 (%)



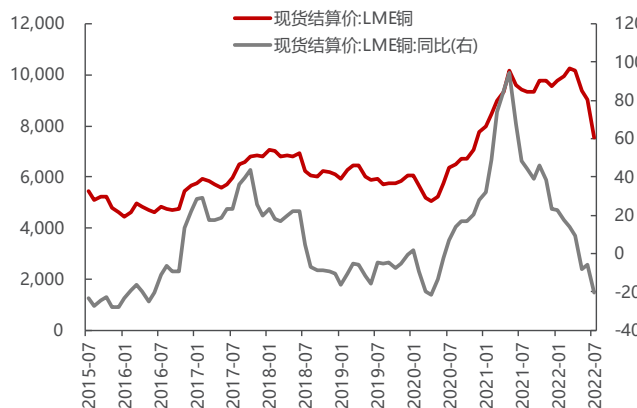
资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 原油价格及同比 (美元/桶, %)



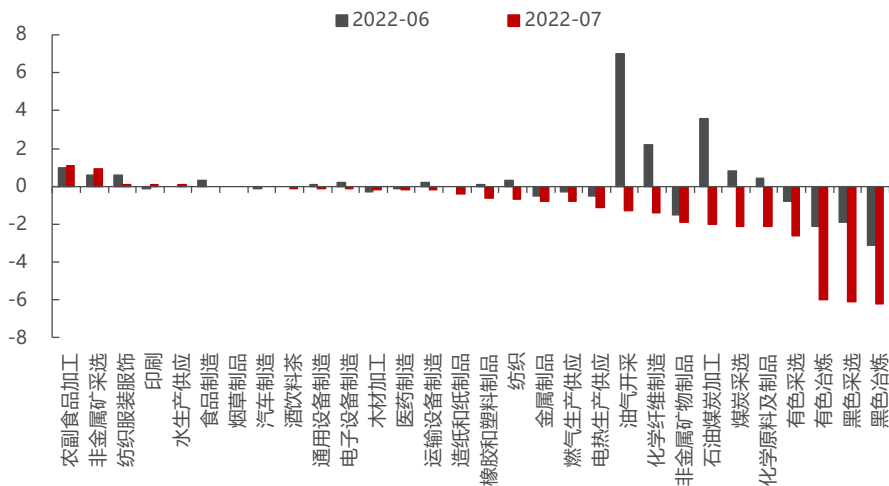
资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 铜价及其同比 (美元/吨, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 细分行业 PPI 环比增速比较 (%)



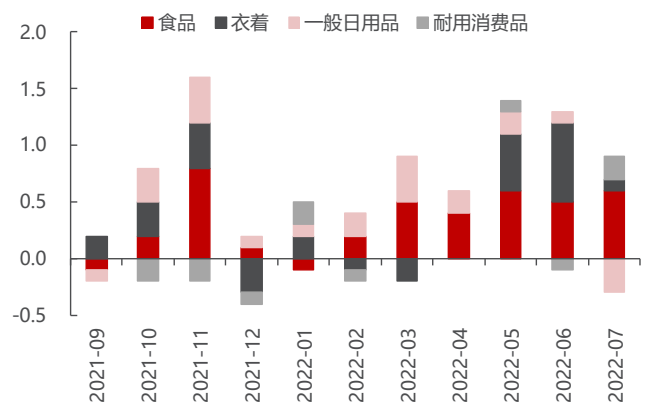
资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 生活资料 PPI 平稳上行, 主由食品和耐用品价格拉动

7月 PPI 生活资料同比 1.7%, 与上月持平; 环比 0.2%, 略高于季节性水平。

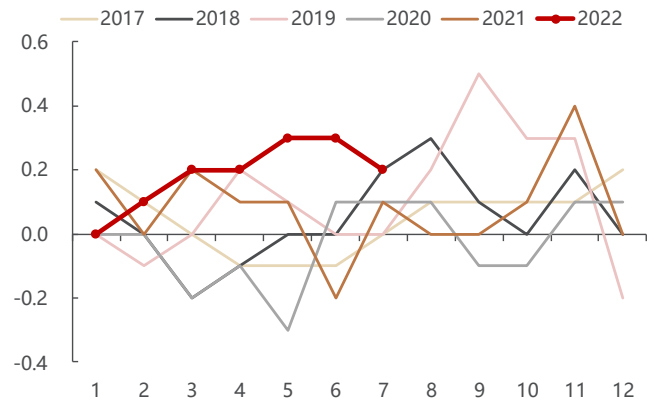
7月生活资料价格平稳上行, 一方面食品价格对形成向上拉动, 主由猪肉、菜价明显上涨带动; 另一方面, 一般日用品价格则有所回落、耐用品价格回升, 反映疫情受控下叠加政策刺激下, 消费回暖升级, 诸如汽车、家电等耐用品消费增加推动价格回升。

图24: PPI 生活资料分项环比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图25: PPI 生活资料环比: 季节性比较 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 通胀仍处温和区间，债市怎么看？

7月通胀水平整体仍处温和区间，具体而言：

7月CPI同比涨幅扩大，环比高于季节性水平，主由猪价、菜价向上拉动，而油价则有所拖累：(1) 猪肉价格“淡季不淡”，主因产能去化效应显现、部分养殖户压栏惜售、疫情受控下餐饮业恢复带动需求增加；(2) 鲜菜价格明显上行，主因夏季高温，对蔬菜生长、采收及保鲜均造成一定影响；(3) 交通工具燃料价格下降，主因国际油价下行，国内汽油和柴油价格随之下降。

7月PPI同比涨幅继续回落，环比低于季节性水平，主因黑色、有色价格回落，工业品价格整体下行：(1) 近期在海外加息、地缘政治冲突未有进一步升级之下，有色等国际大宗商品价格回落，输入性通胀压力有所减弱；(2) 需求回落叠加保供稳价之下，黑色等内部定价商品价格也有所下降；(3) 此外，生活资料价格总体平稳上行，主由食品与耐用品价格上涨拉动，而一般日用品价格则有所回落。

展望未来，预计年内PPI同比涨幅继续回落：(1) 海外加息抑制高通胀、全球经济衰退预期增强之下，预计原油、有色等国际大宗商品价格继续从高位有所回落；(2) 输入型通胀压力减轻，叠加国内保供稳价政策发力，预计黑色等内部定价产品价格不会快速上涨；(3) 考虑去年同期PPI持续上涨，高基数之下预计年内PPI同比涨幅将继续回落。

而年内CPI同比继续温和上行：(1) 当前猪肉产能虽在逐步去化，但供给仍然相对充足，在需求平缓上升的情况下，短期内猪肉上涨仍属可控；(2) 在高温退去、保供稳价政策发力之下，预计菜价将回落至季节性水平；(3) 疫情受控叠加稳就业、保民生、促消费等政策组合发力，预计年内核心CPI稳中有升；(4) 在国际油价影响下，国内油价预计将呈回落态势。综合来看，预计年内CPI将继续温和上涨。

总结而言，预计下半年通胀继续处于温和区间，不会对国内政策构成明显约束，政策仍会考虑稳增长、稳就业，提振居民和企业信心以扩张信用。

故货币政策来看，在稳增长、宽信用诉求下，货币政策仍将流动性维持合理充裕状态，但行为上还是保持量宽价平：由此逻辑推演，针对债市而言，短期内资金利率预估仍维持低位，虽难以一直维持在隔夜1.0%的水平，但预计也不会大幅抬升，对应长端上下波动幅度仍然有限。

4 风险提示

- 1) **政策不确定性**: 货币政策、财政政策超预期变化;
- 2) **基本面变化超预期**: 疫情发展、经济基本面情况超预期;
- 3) **海外地缘政治冲突**: 海外地缘政治冲突发展态势存在不确定性, 或将加剧金融市场动荡。

插图目录

图 1: CPI 同比及环比 (%)	3
图 2: 核心 CPI 同比及环比 (%)	3
图 3: CPI 环比: 季节性比较 (%)	4
图 4: 食品与非食品 CPI 环比 (%)	4
图 5: CPI 同比: 食品与非食品 (%)	4
图 6: CPI 八大项环比 (%)	4
图 7: 食品 CPI 环比: 季节性比较 (%)	5
图 8: CPI 食品分项环比 (%)	5
图 9: 能繁母猪存栏与猪肉平均批发价 (%、元/千克)	5
图 10: 28 种重点监测蔬菜平均批发价 (元/千克)	5
图 11: 非食品 CPI 环比: 季节性比较 (%)	6
图 12: 非食品 CPI 分项环比 (%)	6
图 13: 交通工具燃料 CPI 环比: 季节性比较 (%)	6
图 14: 汽油、柴油价格 (元/吨)	6
图 15: PPI 同比增速 (%)	7
图 16: PPI 环比增速 (%)	7
图 17: PPI 环比: 季节性比较 (%)	7
图 18: 主要原材料购进价格与出厂价格指数 (%)	7
图 19: PPIRM 生产资料分项环比 (%)	8
图 20: PPI 生产资料环比: 季节性比较 (%)	8
图 21: 原油价格及同比 (美元/桶, %)	8
图 22: 铜价及其同比 (美元/吨, %)	8
图 23: 细分行业 PPI 环比增速比较 (%)	9
图 24: PPI 生活资料分项环比 (%)	9
图 25: PPI 生活资料环比: 季节性比较 (%)	9

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
	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