

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 通胀压力在后面

2022年8月11日

- **猪肉价格同比扭负为正，带动CPI同比涨幅扩大。**7月CPI同比涨幅扩大，但内部结构存在两涨一跌：1) 猪价上涨支撑CPI。食品项中，猪肉涨价明显。猪价上涨背后的主要原因是：一是部分养殖户压栏惜售，二是前期生猪产能去化效应逐步显现，三是消费需求部分恢复。2) 鲜菜涨幅高于季节性。受多地持续高温天气影响，鲜菜价格大幅上涨，涨幅高于季节性；鲜果大量上市，价格下降。3) 油价下行趋势下，非食品项表现走弱。非食品项中，受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降，带动交通和通信分项表现弱于季节性。总结来看，7月CPI走强，核心CPI却转弱，二者走势出现分离，可见CPI上涨部分更多由食品项大幅改善贡献，尤其是猪肉分项。
- **PPI同比延续下行态势。**7月PPI同比延续下行态势，环比变化成为年内低点。1) 从结构上看，PPI的生产资料和生活资料表现略有分化，主要体现在生产资料价格环比下降，生活资料价格环比上涨。一是7月多数大宗商品价格走弱，而大宗商品与生产资料变化更加紧密。二是受疫情反复影响，国内生产修复放缓，对上游生产资料需求可能较弱。2) 从上中下游看，受能源价格回落因素影响，中上游PPI拖累明显。采掘工业、原材料工业和加工工业下挫明显。具体而言，7月国际油价回落，石油化工产业链出厂价格由升转降；7月国内外大宗商品价格普遍回落，上游煤炭、石油价格环比转负，中游钢铁、有色、水泥价格跌幅加深，化工价格环比同步下行。
- **下半年通胀关注什么：既要认识到输入性通胀压力仍然存在，也要警惕国内通胀的结构性压力。**年内的通胀压力可能还会保持在合理区间，但是在下半年的国内通胀压力中，既要认识到输入性通胀压力仍然存在，也要警惕国内通胀的结构性压力。1) 海外高通胀仍在，输入性通胀压力不减。海外的通胀压力仍高，中国的输入性通胀压力依然存在，央行指出，预计下半年CPI涨幅将有所上行，中枢较上半年水平抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破3%。2) 国内结构性通胀压力需要警惕。一是新一轮猪肉价格上涨周期开启，食品项中的猪肉价格迎来一波上涨行情。二是能源和原材料成本仍处高位。三是PPI向CPI滞后传导，可能部分下游行业价格先上行。四是消费需求复苏进程，8月新一轮局部疫情可能会压制部分出行服务消费。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，海外经济下行超预期等。

目录

一、猪肉价格同比扭负为正，支撑 CPI 同比涨幅扩大 .....	3
二、PPI 同比延续下行态势 .....	5
三、下半年通胀关注什么？ .....	8
风险因素 .....	9

图目录

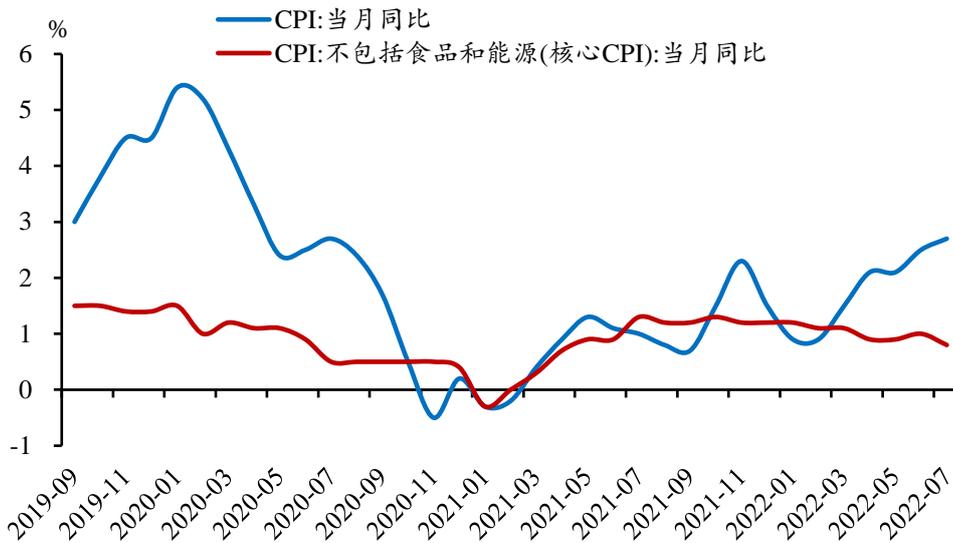
图 1: CPI 与核心 CPI 走势分离 .....	3
图 2: 7 月猪肉价格大幅上升 .....	3
图 3: 蔬菜价格回升至同期最高 .....	4
图 4: 食品烟酒项明显超季节性上涨 .....	4
图 5: CPI 上涨部分更多由食品项大幅改善贡献 .....	5
图 6: PPI 同比延续下行态势，回落幅度扩大 .....	6
图 7: 7 月全国电炉开工率延续低位态势 .....	6
图 8: 7 月螺纹钢开工率大幅下降 .....	7
图 9: 7 月 LME 铜、铝价格同比均较上月大幅回落 .....	7
图 10: 中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅 .....	8
图 11: PPI 继续向 CPI 传导，PPI-CPI 剪刀差回落 .....	9

## 一、猪肉价格同比扭负为正，支撑 CPI 同比涨幅扩大

7 月 CPI 上涨 2.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。在扣除食品和能源价格后，核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。从环比上看，CPI 由上月持平转向上涨 0.5%。整体 CPI 同比涨幅扩大，但内部结构存在两涨一跌：

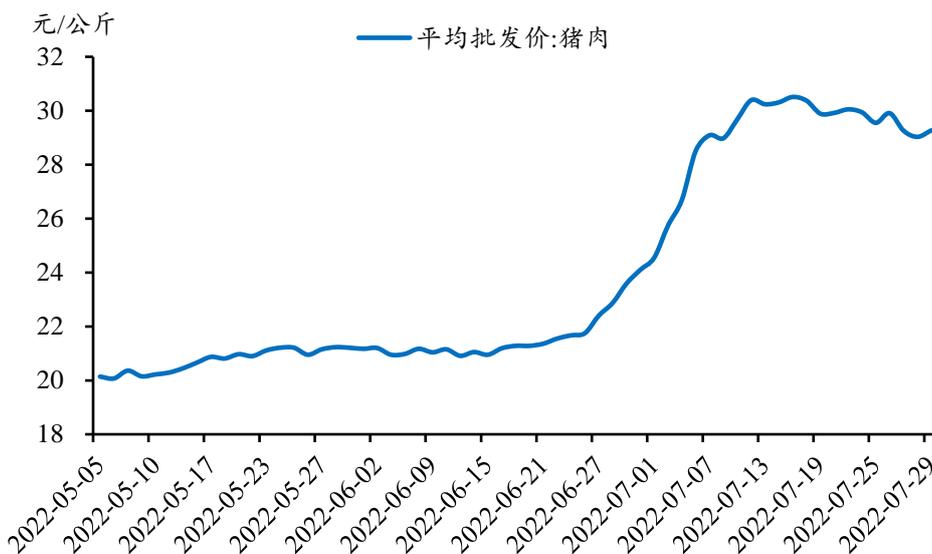
**第一，猪价上涨支撑食品项 CPI。**在食品项中，7 月猪肉价格上涨明显。从平均批发价上看，猪肉价格由上月末的 24.10 元/公斤上涨至 7 月末的 29.27 元/公斤。从同比变化上看，国家统计局数据显示猪肉价格由上月下降 6.0% 转为 7 月上涨 20.2%。猪肉分项同比增速扭负为正，结束了长达 21 个月的同比负增速。此次猪肉价格上涨背后的原因主要有以下几个：一是部分养殖户压栏惜售，二是前期生猪产能去化效应逐步显现，三是消费需求部分恢复。

图 1：CPI 与核心 CPI 走势分离



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：7 月猪肉价格大幅上升

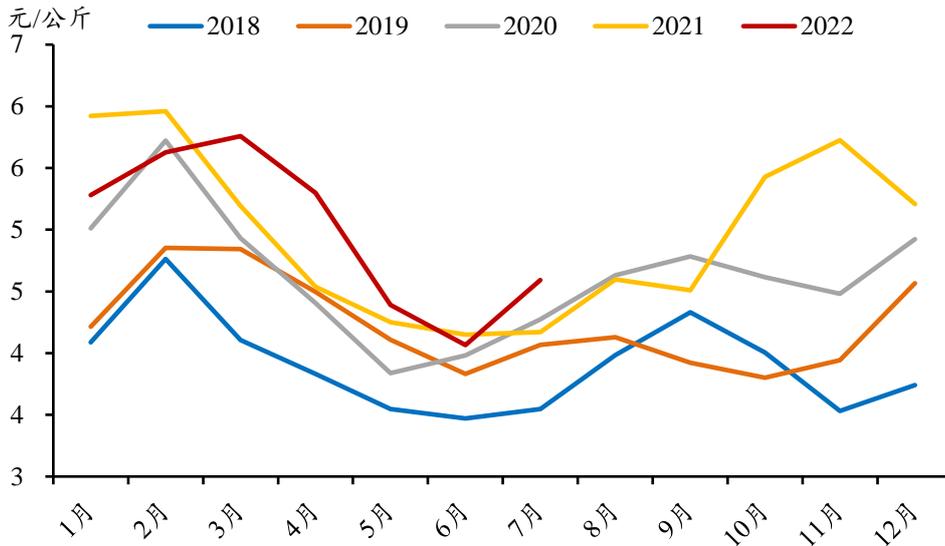


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**第二，鲜菜涨幅高于季节性。**受多地持续高温天气影响，鲜菜价格由上月环比下降 9.2% 转为上涨 10.3%，涨幅高于季节性。从 28 种重点监测蔬菜的平均批发价格上看，今年 7 月的蔬菜批发价格涨幅明显，回升幅度升至同期的最高值。而鲜果大量上市，价格环比下降 3.8%。

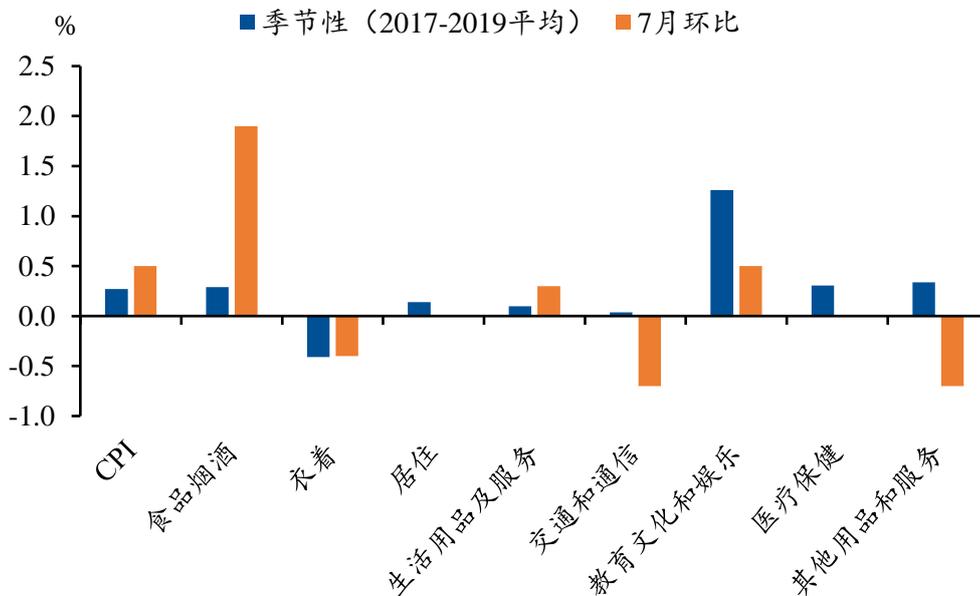
**第三，油价下行趋势下，非食品项中交通和通信分项环比大幅走弱。**油价下行趋势下，非食品项表现走弱。非食品中，受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别环比下降了 3.4% 和 3.6%，带动交通和通信分项环比表现弱于季节性。

图 3：蔬菜价格回升至同期最高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

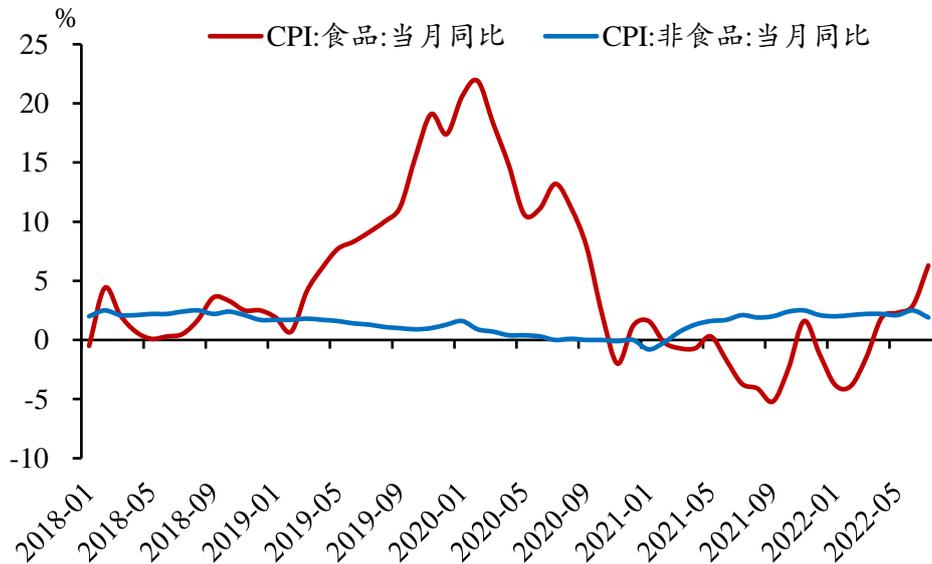
图 4：食品烟酒项明显超季节性上涨



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总结来看，CPI 上涨部分更多由食品项大幅改善贡献，尤其是猪肉分项。CPI 走强，核心 CPI 转弱，二者走势出现分离。可见猪肉价格明显上涨是 CPI 同比涨幅扩大的重要原因。CPI 上涨部分更多由食品项大幅改善贡献，尤其是猪肉分项。

图 5: CPI 上涨部分更多由食品项大幅改善贡献



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、PPI 同比延续下行态势

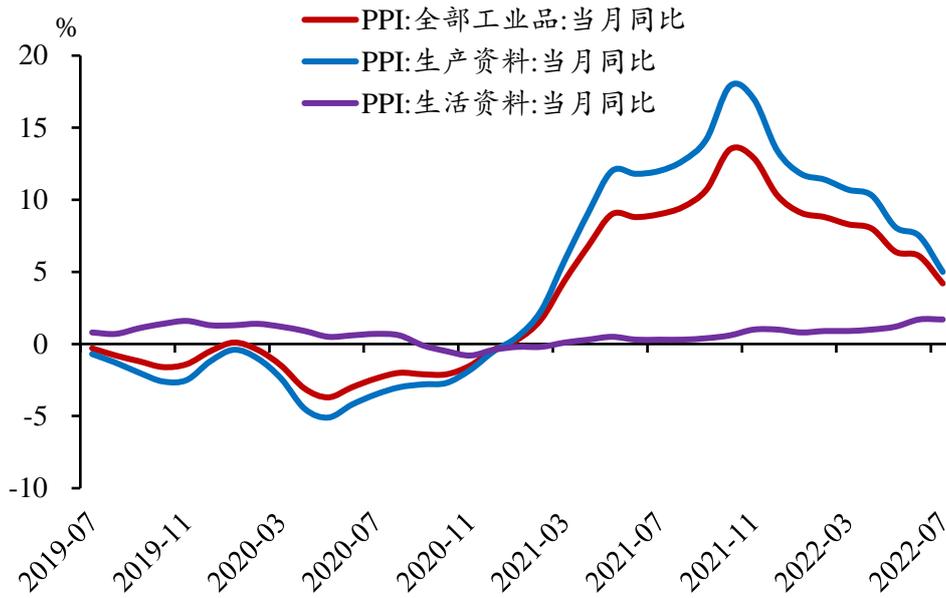
PPI 同比延续下行态势，回落幅度扩大。PPI 同比上涨 4.2%，涨幅比上月回落 1.9 个百分点，延续下行态势。环比变化上看，PPI 环比下降 1.3%，成为年内低点。

1) 从结构上看，PPI 的生产资料和生活资料表现略有分化。PPI 的结构分化主要体现在生产资料价格环比下降，生活资料价格环比上涨。其中，生产资料价格上涨 5%，涨幅回落 2.5 个百分点；生活资料价格上涨 1.7%，涨幅与上月相同。环比看，PPI 下降 1.3%，涨幅比上月回落 1.3 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.7%，涨幅回落 1.6 个百分点；生活资料价格上涨 0.2%，涨幅回落 0.1 个百分点。

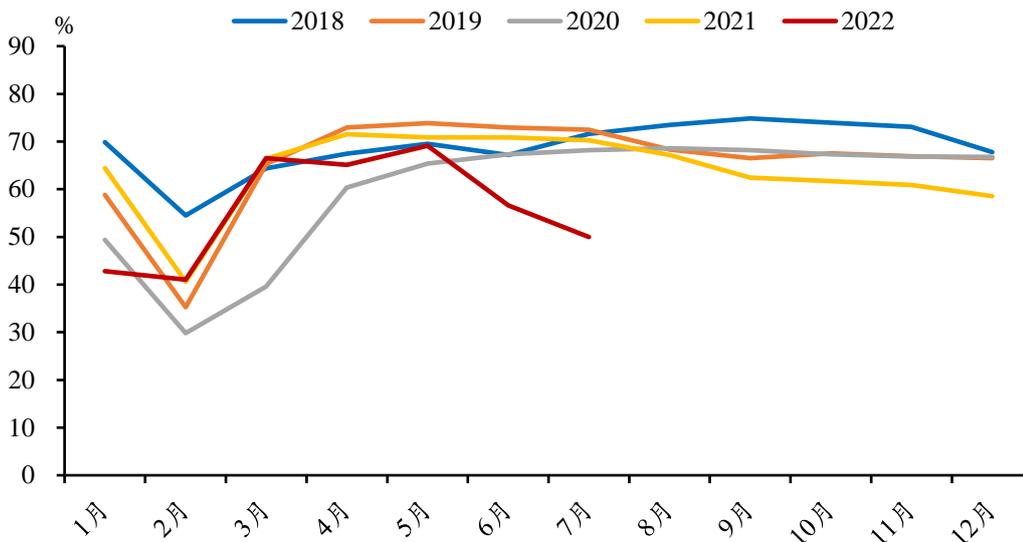
一是 7 月多数国际大宗商品价格走弱，而大宗商品与生产资料变化更加紧密。7 月能源、黑色、有色、非金属等大宗商品价格均走弱，7 月 LME 铜、铝价格同比分别为 -20.2% 和 -3.6%，较上月大幅回落。黑色金属材料类、有色金属材料及电线类环比分别下降 3.7% 和 4.5%，为生产资料 PPI 的主要拖累项。

二是受疫情反复影响，国内生产修复放缓，对上游生产资料等需求可能较弱。从高频指标来看，6 月以来，全国电炉开工率开始下降，7 月开工率为 50%，远低于往年同期水平；7 月螺纹钢开工率为 44.00%，较上月下降 7.64 个百分点。

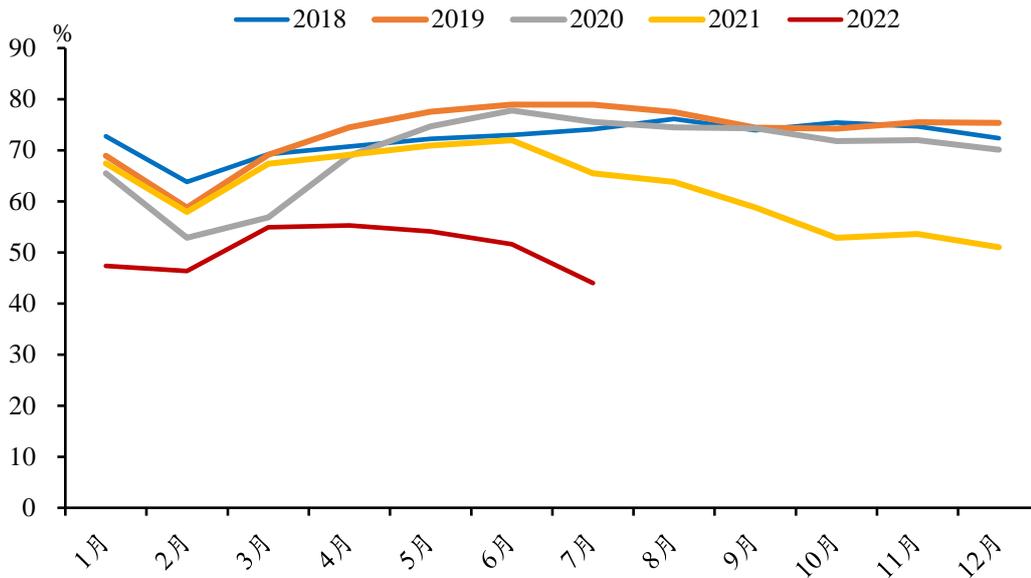
2) 从上中下游看，受能源价格回落因素影响，中上游 PPI 拖累明显。采掘工业、原材料工业和加工工业下挫明显，分别下降了 1.9%、2.5% 和 1.3%。下游消费品价格分化明显，衣着类和一般日用品类价格环比下降 0.6 和 0.4 个百分点；食品类和耐用消费品类价格环比涨幅分别上升 0.1 和 0.3 个百分点。总体来看，上游价格压力大于下游消费品。在中上游 PPI 的拖累中，7 月国际油价回落，石油化工产业链出厂价格由升转降，7 月石油和天然气开采业价格环比由 6 月上涨 7% 转为 7 月下降 1.3%；国内外大宗商品价格普遍回落，7 月上游煤炭、石油价格环比由正转负；中游钢铁、有色、水泥价格跌幅加深，化工价格环比同步下行，化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业出厂价格环比分别下降 2.1%、1.4%。

**图 6：PPI 同比延续下行态势，回落幅度扩大**


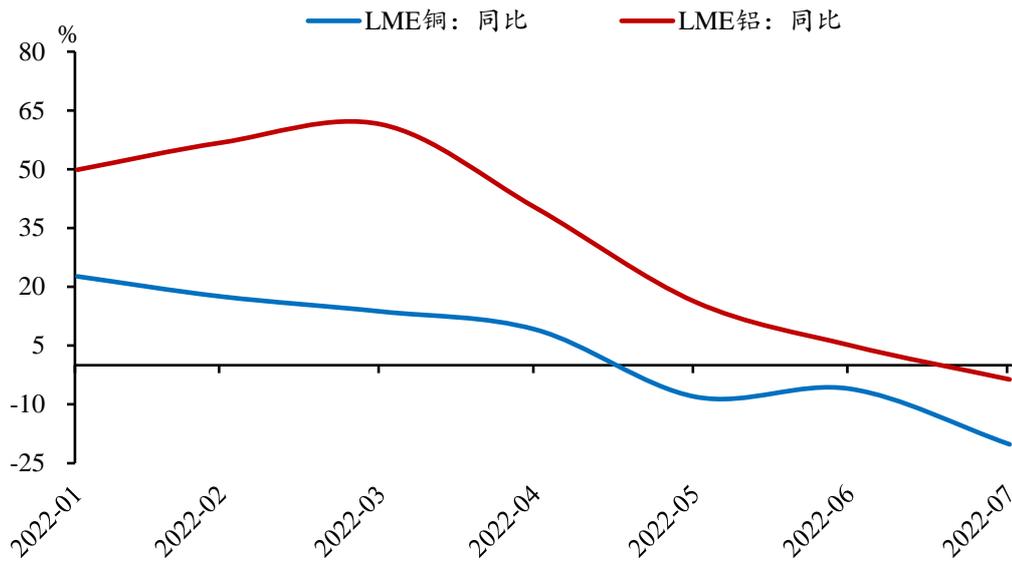
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 7：7 月全国电炉开工率延续低位态势**


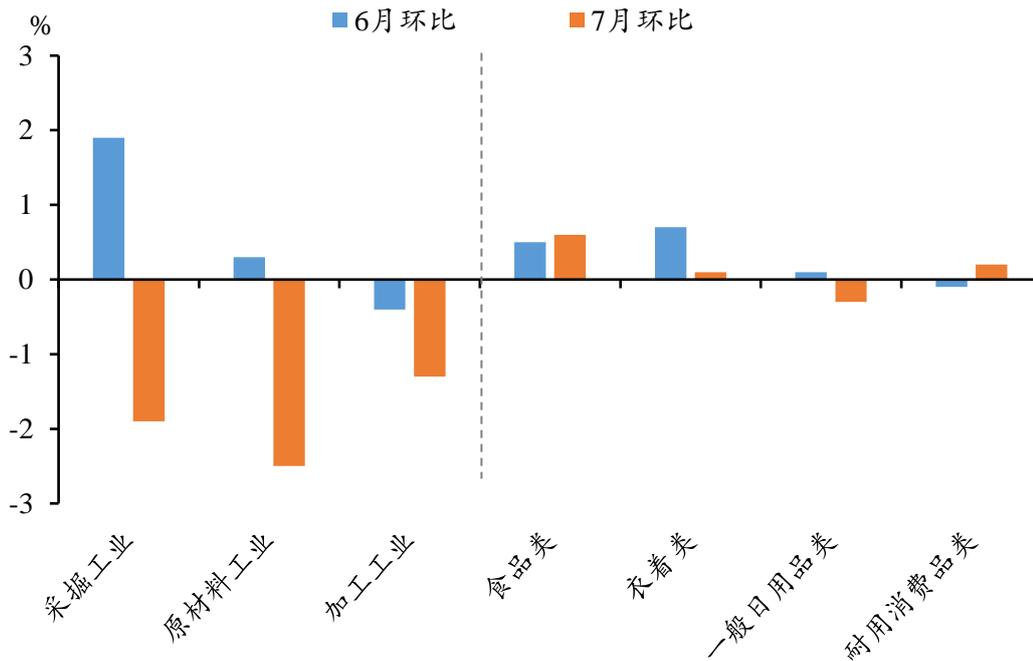
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 8：7 月螺纹钢开工率大幅下降**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 9：7 月 LME 铜、铝价格同比均较上月大幅回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 10：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、下半年通胀关注什么？

年内的通胀压力可能还会保持在合理区间，但是在下半年的国内通胀压力中，既要认识到输入性通胀压力仍然存在，也要警惕国内通胀的结构性压力。

#### 第一，海外高通胀仍在，输入性通胀压力不减。

海外的通胀压力仍高，中国的输入性通胀压力依然存在，央行指出，预计下半年 CPI 涨幅将有所上行，中枢较上半年水平抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破 3%。

#### 第二，国内结构性通胀压力需要警惕。

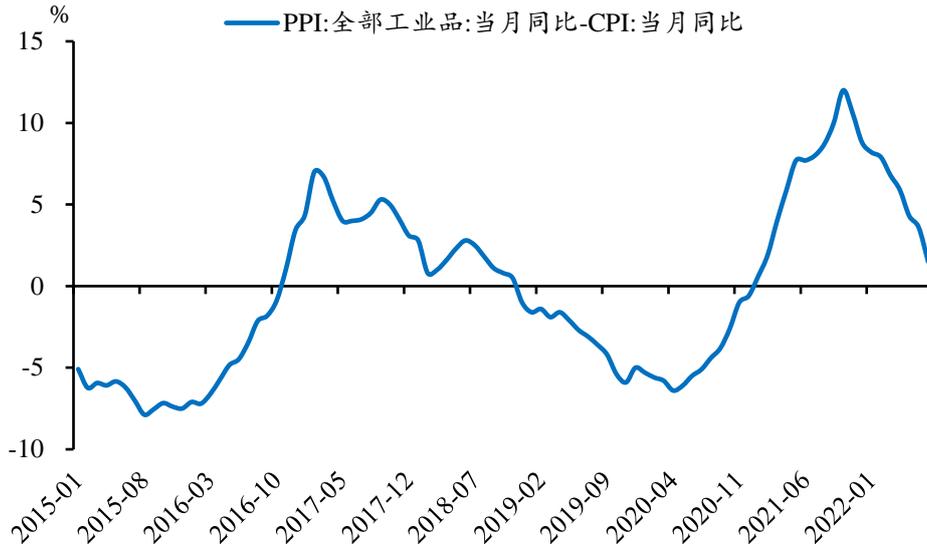
一是新一轮猪肉价格上涨周期开启，食品项中的猪肉价格迎来一波上涨行情。尽管短期内受到政策调控效果影响，猪周期可能面临小幅度回调，但小幅回调不影响下半年的上涨趋势。

二是能源和原材料成本仍处高位。截至 8 月 10 日，国际油价仍处于下行区间，但与去年同期的水平相比，能源和原材料成本仍处于高位。短期内对通胀的支撑作用仍然存在。

三是 PPI 向 CPI 滞后传导，可能部分下游行业价格先上行。早期 PPI 向 CPI 传导受阻，PPI 与 CPI 间的剪刀差走阔，当前 PPI 开始逐步向 CPI 传导，剪刀差进入下行渠道。在向上传导的过程中，与能源相关的下游商品可能会领先上涨。

四是消费需求复苏进程，8 月新一轮局部疫情可能会压制部分出行服务消费。8 月以来，新一轮疫情局部反复，或将影响后续暑期出行相关的服务价格，服务项 CPI 的环比变化可能转弱。

图 11: PPI 继续向 CPI 传导, PPI-CPI 剪刀差回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

国内疫情再度反弹, 海外经济下行超预期等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	章嘉婕	13693249509	<a href="mailto:zhangjiajie@cindasc.com">zhangjiajie@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。