

## PPI-CPI 通胀剪刀差加速收敛

### ——2022 年 7 月物价数据点评

7 月 CPI 同比增长 2.7%，较前值上行 0.2pct；核心 CPI 同比增长 0.8%，较前值下行 0.2pct。PPI 同比增长 4.2%，较前值大幅下行 1.9pct，PPI-CPI 通胀剪刀差加速收敛。

#### 一、CPI：猪价进入上涨周期

CPI 通胀受新涨价因素影响小幅上行，主因是猪肉价格有所上行，且去年同期基数相对较低。7 月 CPI 同比增速比上月上行 0.2pct 至 2.7%，其中翘尾因素影响 0.9pct，新涨价因素影响 1.8pct；环比增速比上月上行 0.5pct 至 0.5%；核心 CPI 维持低位运行（同比 0.8%）。

受猪肉、鲜菜价格大幅上涨影响，食品项 CPI 通胀较上月大幅提升 3.4pct 至 6.3%，环比增速较上月提升 4.6pct 至 3.0%，拉动 CPI 通胀 1.1pct，符合预期。2021 年以来，猪肉对 CPI 通胀贡献首次为正，猪周期见底反弹。猪肉 CPI 环比增速 25.6%，连续第四个月正增长，涨幅创下本轮周期新高，拉动 CPI 通胀 0.27pct。但猪肉价格上涨尚未对其他肉类价格构成显著拉动；鲜菜 CPI 环比大增 10.3%，是仅次于猪肉的食品通胀贡献项，主因是高温、多雨天气对蔬菜供应造成影响；鲜果价格持续回落，环比增长-3.8%，继续回吐疫情期间的涨幅。其他食品分项通胀均相对温和。

受油价大幅回落影响，非食品项同比增速比上月降低 0.6pct 至 1.9%，环比增速比上月降低 0.5pct 至 -0.1%，拉动 CPI 通胀 1.6pct，低于预期。7 月国际油价带动国内燃料价格回落，交通工具用燃料 CPI 环比较上月回落 9.9pct 至 -3.3%，同比较上月回落 8.6pct 至 24.2%；受国内疫情反复影响，旅游 CPI 环比 3.5%，显著低于季节性，旅游通胀旺季不旺。其他非食品分项通胀环比波动均较小，消费需求仍弱。



前瞻地看，未来几个月 **CPI** 通胀仍将上升，但幅度或相对有限。首先，食品项高通胀不具备进一步发酵条件。当前能繁母猪数量显著高于 4,100 万头，且发改委、农业农村部均高度关注猪肉价格变化，猪价进一步上涨空间有限。鲜菜通胀来自于极端天气，同样不具备可持续性；其次，国际油价大概率在美联储加息和供需缺口刚性的交互作用下步入高位震荡期，高基数下对通胀的驱动边际下降；最后，内需偏弱和疫情反复大概率对核心 **CPI** 构成持续性压制。

## 二、PPI：大宗商品价格普跌

**PPI** 通胀受翘尾、新涨价因素共同影响加速回落。7 月 **PPI** 环比增速较前值下行 1.3pct 至 -1.3%，同比增速较前值回落 1.9pct 至 4.2%，其中翘尾因素影响 3.2pct，新涨价因素影响 1.0pct。

大宗商品价格普跌使得生产资料 **PPI** 同比增速较前值大幅回落 2.5pct 至 5.0%，环比跌幅扩张 1.6pct 至 -1.7%；受内需疲弱影响，生活资料 **PPI** 仍处低位，同比增速 1.7% 与上月持平，环比增速较上月小幅回落 0.1pct 至 0.2%。

从产业链看，上游通胀 > 中游 > 下游的格局发生变化，上中下游 **PPI** 全面转负，内需疲弱是主因。主要金属类大宗商品下跌已相对充分，能源价格受供需缺口作用下行空间有限，受内需疲弱影响，**PPI** 上中下游剪刀差或进一步收敛。

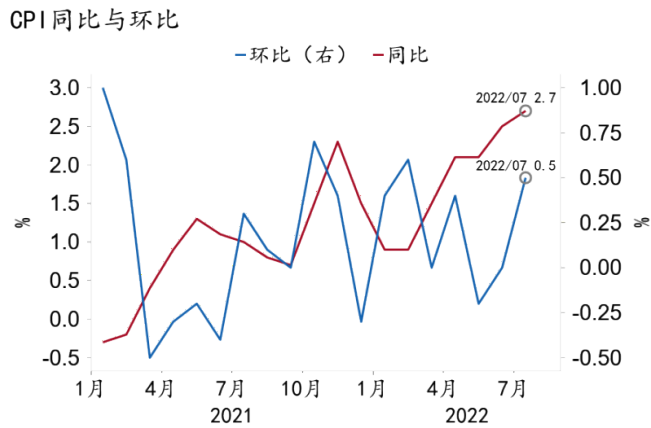
分行业看，原油通胀 > 煤炭 > 有色 > 黑色的格局仍在延续，但差值收窄，且普遍下跌。国际油价见顶回落带动原油类价格下跌，石油采选 **PPI** 环比 -1.3%；煤炭采选 **PPI** 环比 -2.1%；受地产投资疲弱、基建开工不及预期影响，有色、黑色系 **PPI** 环比跌幅走阔（有色采选 -2.6%、有色加工 -6.0%、黑色采选 -6.1%、黑色加工 -6.2%）。

前瞻地看，下半年 **PPI** 通胀主要受基数效应影响，预计 **PPI** 通胀将于 9 月达到 0.8% 左右的年内低点。

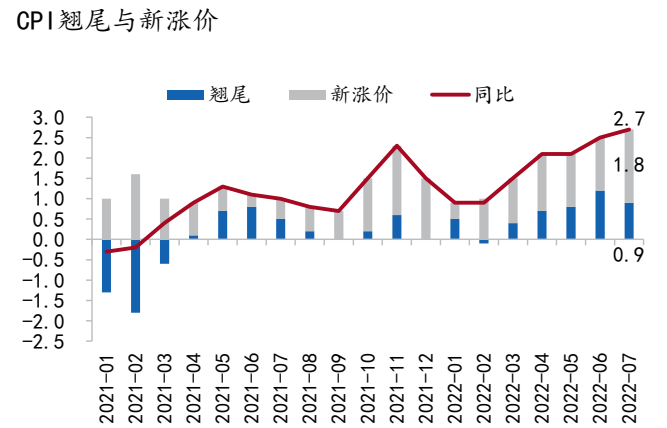
（评论员：谭卓 王天程）

**附录**

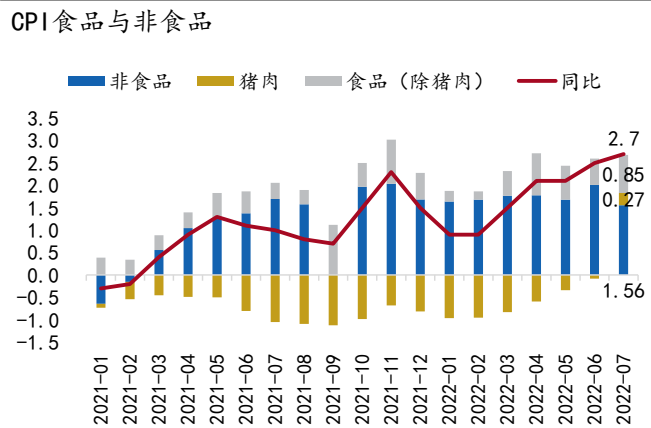
**图 1: CPI 环比增速显著上行**



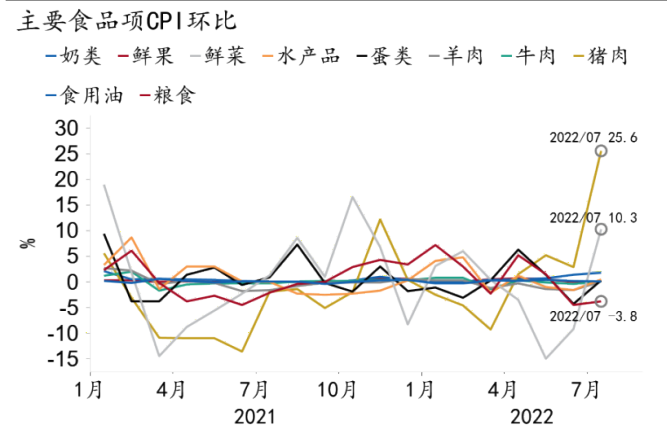
**图 2: 新涨价因素推升 CPI**



**图 3: 2021 年以来猪肉对 CPI 通胀贡献首次转正**

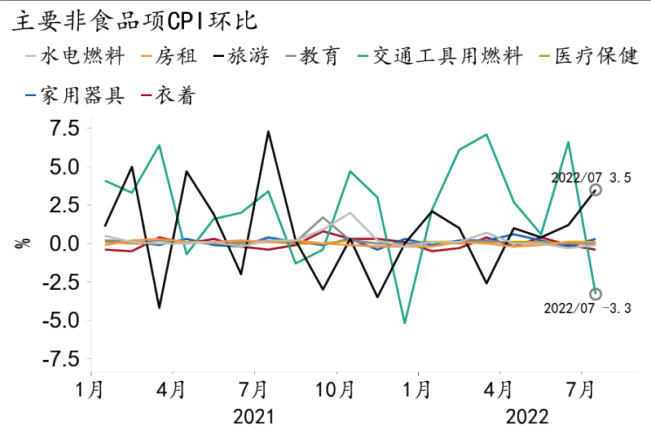


**图 4: 猪肉、鲜菜推升食品项 CPI**



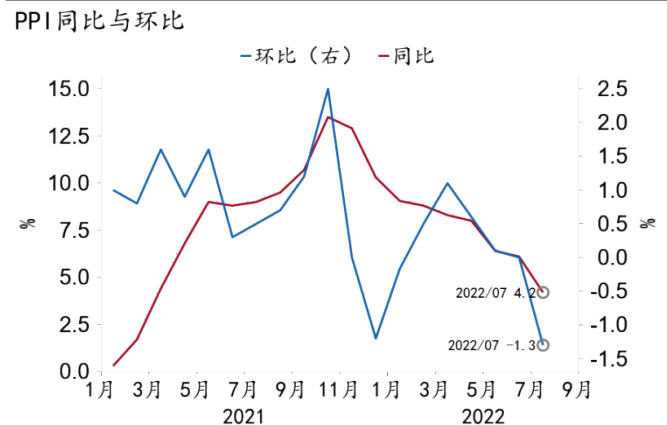
资料来源: wind、招商银行研究院

**图 5: 油价大幅回落, 非食品 CPI 走弱**



资料来源: macrobond、招商银行研究院

**图 6: PPI 同比、环比均加速下行**



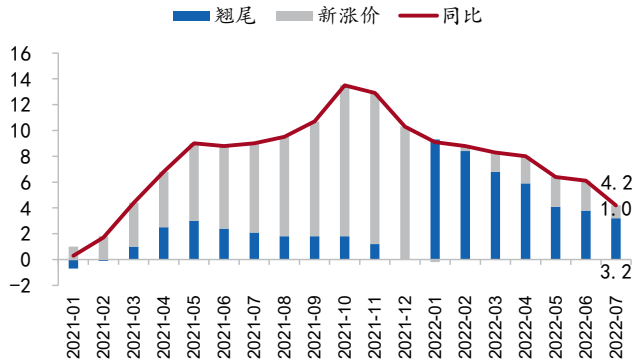
资料来源: macrobond、招商银行研究院

资料来源: macrobond、招商银行研究院



图 7: PPI 通胀新涨价、翘尾因素均有回落

PPI 翘尾与新涨价



资料来源: macrobond、招商银行研究院

图 9: 主要金属大宗价格下跌已相对充分

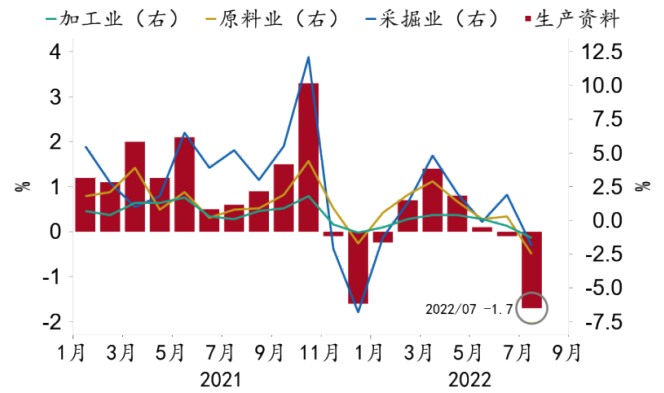
主要工业大宗价格走势



资料来源: macrobond、招商银行研究院

图 8: 大宗普跌引致生产资料 PPI 环比跌幅扩大

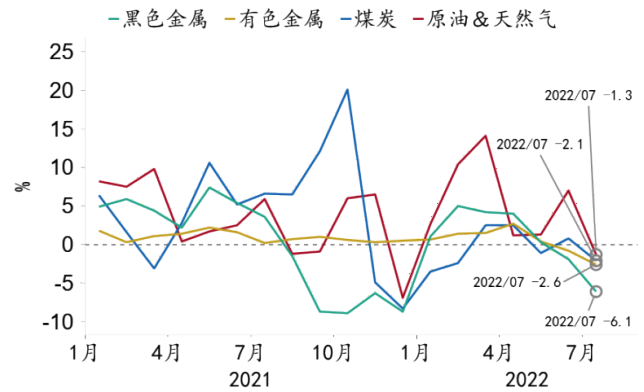
生产资料 PPI 环比



资料来源: macrobond、招商银行研究院

图 10: 原油通胀 > 煤炭 > 有色 > 黑色

PPI 环比: 采掘业



资料来源: wind、招商银行研究院