

宏观月度报告

2023年08月09日

## CPI触底 PPI回升，缓步上行是下半年主基调

### ——2023年7月 CPI、PPI 分析

#### 核心内容:

7月CPI同比-0.3%，环比0.2%，超出我们预期。CPI环比上行主要是服务价格走高带动，服务价格上行0.8%，商品下行0.1%。服务类中主要是旅游(+10.1)和其他服务(+0.9)带动，家庭(+0.1)和教育(+0.1)服务变动较弱。暑期出行超预期的带动了服务价格。

7月份燃料价格(+1.9)跟随原油价格而动，中药价格(+1.1)持续上行。商品价格稍有分化，家用器具(+0.9)、通讯工具(+0.5)、交通工具(-0.9)，6.18结束后商品价格小幅上行。7月食品价格降幅低于预期，蔬菜价格(-1.9)下跌幅度低于预期，猪肉价格持平，需要观察后续变化。

7月PPI同比-4.4%，环比-0.2%，PPI环比继续下滑也超出我们预期。大宗商品在7月的回弹没有拉动PPI环比上行。居民相关的生活资料价格普涨，生产资料价格仍然下跌。7月价格方面中游表现稍弱，下游中偏食品消费价格上涨，偏日用品价格下跌。出口产品价格也出现分化，汽车(-0.1)小幅走低，计算机通讯产品回升。

#### 我们的分析：CPI观察延续度，PPI曲折回升

7月CPI的超预期是旅游出行、原油以及6.18结束后商品价格回升带来的。这种回升的持续度较弱，原油和商品的上行带有短时性。7月份服务业价格的上行让我们对通缩的担忧稍有缓解，但服务业距离疫情前的水平仍有差距。商品类价格的探底没有结束，预计仍然持续1个季度。

7月份大宗商品的普遍回升并未带动PPI环比转正，PPI环比连续4个月下跌。房地产产业链继续下行，上游煤炭、中游顺周期产品出厂价格提价难度加大。居民消费的回升速度相对偏缓，难以对冲房地产类顺周期产品价格的下滑。

#### 下半年CPI和PPI预期

3季度和4季度CPI预计0%和0.5%左右，全年CPI预计在0.5%左右。8月可能在0.1%左右。

3季度和4季度PPI增速分别为-3.4%和-2.5%，全年预计在-3%左右运行。PPI转正时间推迟，我们预计可能在2024年2季度到来。

#### 我们对物价的判断：自我革新的“通缩”

工业品和居民生活用品价格分化，工业品价格下行主要因为房地产疲软。但房地产的调整并不完全是市场化调整。这一次的工业品“通缩”带有自我改革的特征，这种长期转型和短期“通缩”的压力并存，是未来一段时间的物价的主要特征。

#### 分析师

##### 章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

##### 高明

☎: 18510969619

✉: gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

##### 许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

##### 詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

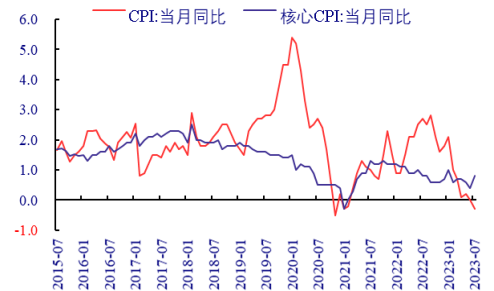
分析师登记编码: S0130522110001

研究助理: 于金潼、吕雷

#### 风险提示:

1. 大宗商品大幅下行的风险
2. 房地产持续回落的风险

#### 核心CPI回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

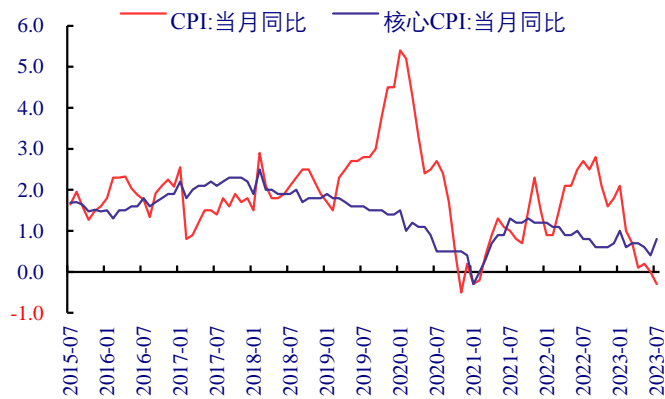
## 目录

一、CPI: 服务价格带动 CPI 环比上行.....	3
二、PPI: 下滑幅度收窄, 但仍低于预期 .....	4
三、我们对 CPI 的分析: 非食品价格上行延续度有限.....	5
四、我们对 PPI 的分析: 曲折回升 .....	6
五、下半年 CPI 和 PPI 预期 .....	7
六、我们对物价的判断: 自我革新的“通缩”.....	7

## 一、CPI: 服务价格带动 CPI 环比上行

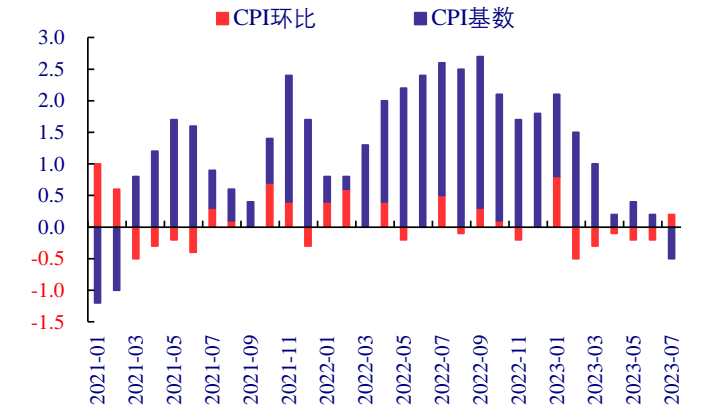
7 月份 CPI 继续下探，环比转正，核心 CPI 反弹。7 月 CPI 同比增速-0.3%，较 6 月份下行 0.3 个百分点，高于 Wind 一致预期-0.5%。7 月份 CPI 环比转正至 0.2%；其中食品价格环比下行 1%，非食品价格上行 0.5%。核心 CPI 同比增速 0.8%，环比上行 0.5%。

图 1: CPI 同比下行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2: CPI 环比止跌回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

7 月份 CPI 环比上行，暑期出行带动服务类价格大幅上行，商品价格回升但趋势仍不明朗，有可能是季节性消费的反弹，燃料价格受国际原油价格回升短期带动上行。食品项中猪肉价格保持平稳，鲜菜价格超预期下行 1.9%，但整体食品价格走低幅度不及预期。

**第一、CPI 中的服务业类价格大幅上行，超过预期与以往水平。**服务价格 7 月份环比上行 0.8%，其中旅游价格环比上行 10.1%，其他服务上行 0.9%，家庭服务、教育服务价格分别上行 0.1%。可以看到服务价格是 7 月份暑期出行带来的。

**第二、连续两个月下跌的商品价格回升。**家用器具价格上行 0.9%，通讯工具价格上行 0.5%，交通工具价格下行 0.4%，这表明持续的工业品价格下跌有所缓解，但价格的回升普遍性仍然不强，更多的可能是季节性消费的反弹。

**第三、燃料价格再次上行。**交通工具用燃料和水电燃料价格分别上行 1.9%和-0.1%，国际原油价格 7 月份的回升短期带动了交通工具燃料价格的上行，这种价格的持续度较差。

**第四、中药价格继续回升，并且回升速度加快。**医药板块中只有中药价格继续坚挺，7 月份中药价格同比上行 5.7%，环比上行 1.1%。中药价格上行有成本不断走高的因素，中药价格已经连续多年价格走高，并且价格水平持续。

**第五、食品价格走低，但下降的幅度不如预期。**鲜菜价格下行 1.9%，低于寿光蔬菜和商务部价格指数，猪肉价格在 7 月份保持平稳。

图 3: 非食品类各项对 CPI 的拉动 (%)

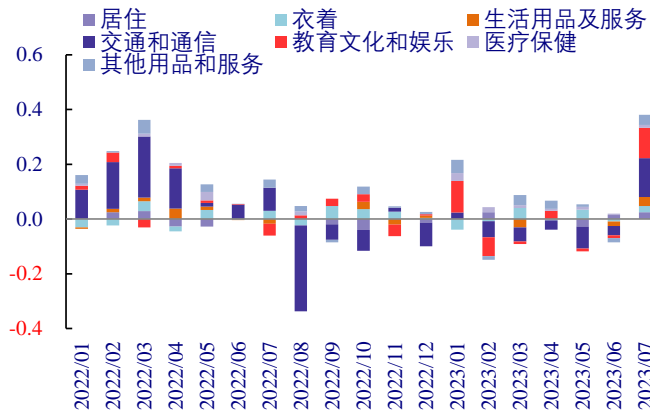
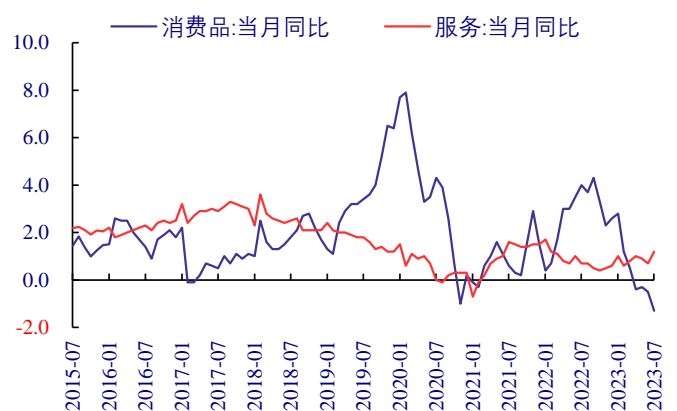


图 4: CPI 中商品和服务价格变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5: CPI 各部门价格同比变化

近四个月同比 (%)	大类				交通和通信							教育文化和娱乐		
	CPI	食品	非食品	核心 CPI	↓ 交通工具	交通工具用燃料	交通工具使用维修	通信工具	通信服务	邮政服务	↓ 教育服务	旅游		
2023-07	-0.3	-1.7	0.0	0.8	-4.7	-4.4	-13.2	0.5	-2.6	-0.4	0.2	2.4	1.2	13.1
2023-06	0.0	2.3	-0.6	0.4	-6.5	-4.3	-17.6	0.6	-1.5	-0.2	0.3	1.5	1.2	6.4
2023-05	0.2	1.0	0.0	0.6	-3.9	-4.2	-11.1	0.5	-2.1	-0.3	0.2	1.7	1.2	8.0
2023-04	0.1	0.4	0.1	0.7	-3.3	-4.0	-10.4	0.6	-2.3	-0.2	0.2	1.9	1.1	9.1

近四个月同比 (%)	食品烟酒													
	↓ 粮食	食用油	鲜菜	畜肉类	猪肉	牛肉	羊肉	禽肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果	烟草	酒类
2023-07	-0.5	0.3	-1.3	-14.0	-26.0	-4.8	-3.1	0.0	0.4	-0.5	0.4	5.0	1.4	0.5
2023-06	2.0	0.5	1.1	10.8	-3.3	-7.2	-3.4	-1.7	0.0	0.5	0.4	6.4	1.3	0.3
2023-05	1.2	0.5	3.6	-1.7	-1.0	-3.2	-1.9	-1.9	0.0	0.0	0.6	3.4	1.4	1.0
2023-04	0.8	1.1	4.8	-13.5	2.2	4.0	-1.1	-2.9	0.0	-0.9	1.2	5.3	1.3	0.9

近四个月同比 (%)	衣着			居住			生活用品及服务			医疗保健			其他用品和服务	
	↓ 服装	加工服务	鞋类	↓ 房租	水电	燃料	↓ 家用器具	家庭服务	↓ 中药	西药	医疗服务			
2023-07	1.0	1.0	0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-1.8	1.8	1.2	5.7	0.1	1.1	4.1
2023-06	0.9	0.9	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.5	-1.8	1.8	1.1	4.8	0.2	1.1	2.4
2023-05	0.9	1.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.1	-1.8	1.9	1.1	4.4	0.3	1.1	3.1
2023-04	0.9	0.9	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	0.1	-1.2	1.9	1.0	4.1	0.4	1.0	3.5

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、PPI: 下滑幅度收窄, 但仍低于预期

7 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-4.4%, 环比下跌 0.2%。生活资料和生产资料价格出现分化, 生活资料价格在 7 月份环比上行 0.3%, 从食品、衣着到耐用消费品价格出现了普涨, 表明居民生活用品消费属于正常水平。生产资料价格降幅收窄, 加工类和原材料价格分别下降 0.4%, 我国工业生产仍然稍显疲软, 处于恢复阶段。

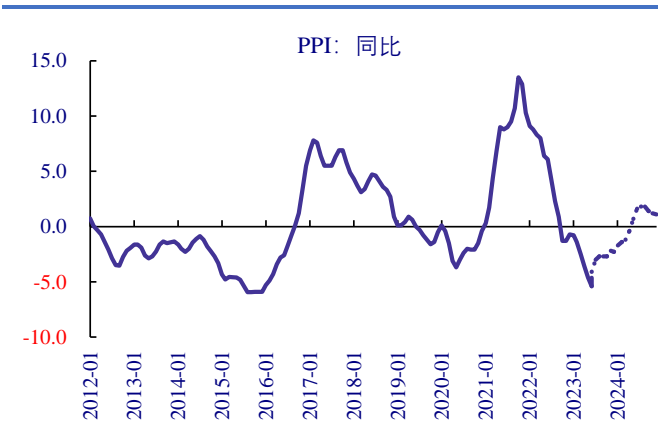
7 月份上、下游价格普遍回升，中游表现稍弱，行业逐步分化。上游方面，由于国内煤炭、钢铁产量充足，尽管期货价格上行，其出厂价格仍然疲弱。中游方面，化学原料化学制品、化学纤维、非金属矿物制品、黑色冶炼、金属制品行业出厂价格依旧疲软，也就意味着偏周期类的产品消费偏弱。有色金属冶炼和通用设备制造业价格小幅回升，汽车产业链、电子产业链、出口产业表现更好。下游方面，内需为主的食品、烟酒类价格回升，印刷、造纸、橡胶等偏日用品类价格偏弱。汽车和其他运输设备制造业价格仍下行，计算机通信电子设备价格小幅回升。

图 6: PPI 相关价格比较 (%)

	PPI 环比	BDI	原油			煤炭			铁矿石		钢铁		有色		
			石油天然气开采类	原油 WTI	山东柴油	山东汽油	煤炭开采洗选类	焦煤	焦炭	黑色金属矿采选业	铁矿石	黑色金属冶炼和压延	螺纹钢	有色金属冶炼和压延	铜
2022-12	-0.5	11.9	-8.3	-9.0	-13.0	-6.6	0.8	-8.2	4.6	1.1	14.6	0.4	5.0	1.1	0.3
2023-01	-0.4	-37.5	-5.5	2.2	-3.7	10.3	-0.5	-4.1	-0.9	3.4	5.7	1.5	8.1	0.0	2.4
2023-02	0.0	-27.6	1.7	-1.6	4.3	1.5	-2.2	1.9	1.2	3.9	4.6	1.7	-1.5	1.0	1.8
2023-03	0.0	114.3	-0.9	-4.6	-2.5	-1.0	-1.2	1.3	0.3	2.4	3.8	1.3	4.3	-0.3	-0.1
2023-04	-0.5	5.0	0.5	8.3	0.1	2.1	-4.0	-16.0	-14.8	-0.1	-3.5	-1.0	-9.1	0.2	0.3
2023-05	-0.9	-1.6	-2.1	-9.5	-4.1	-2.8	-5.2	-16.3	-11.0	-1.2	-9.7	-0.7	-8.6	-0.5	-4.7
2023-06	-0.8	-26.4	-1.6	-2.1	-3.0	1.5	-6.4	-2.6	-3.3	-1.2	3.6	-2.2	1.2	-0.8	2.8
2023-07	<b>-0.2</b>	-3.6	<b>4.2</b>	7.3	2.5	1.2	<b>-2.0</b>	8.2	6.5	<b>1.2</b>	4.2	<b>-0.1</b>	3.9	<b>0.4</b>	1.4

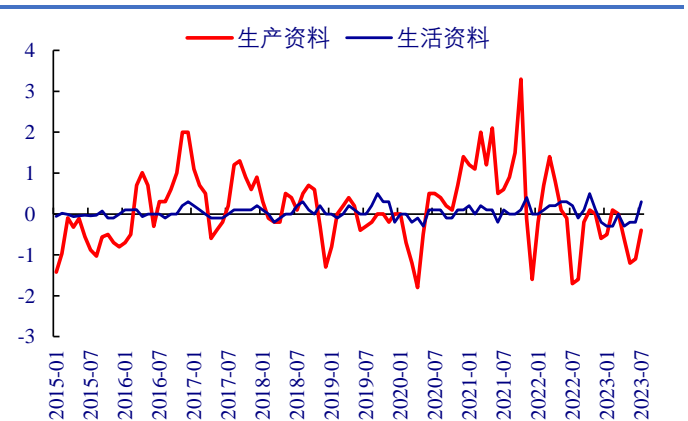
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 7 月份 PPI 同比低位运行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: PPI 生产资料和生活资料环比变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、我们对 CPI 的分析: 非食品价格上行延续度有限

我们预计 7 月份 CPI 环比负增长，主要考虑到食品价格的上行以及商品价格的走低。7 月份食品价格带动 CPI 下行 1.8%，非食品价格带动 CPI 上行 3.8%，非食品价格的变化主导了 7 月份 CPI 的变化。

非食品中各类价格上行的持续度需要观察。首先，旅游相关消费的反弹的持续性可能持续至 8 月，疫情后的首个暑假旅游持续度超过预期，也显示我国出行消费恢复强劲。其次，原油的价格有季节性因素，持续性偏弱。我们认为原油价格突破 85 元/桶仍有相当的季节性因素，中国和美国对原油的需求均较为平稳，欧洲对柴油的需求上行，这也与夏季出行相关。原油价

格继续大幅上行的概率减弱。也即是车用燃料价格继续大幅上行的可能性较低，7月的上行是积极性的。再次，连续两个月大幅下行的工业品商品价格反弹，其价格的持续反弹概率较低。

7月服务业价格的回升使得我们对通缩的担忧稍有缓解。疫情以来，服务业价格的低迷是通胀低迷的主要因素。7月服务价格同比增速 1.2%，距离疫情前平均 2.0% 的价格涨幅仍然有差距，服务业仍然有回升的空间。

7月商品类的价格继续下探，商品类价格同比下行 1.3%。商品价格的下行已经到达底部区域，商品类的整体低迷与消费、出口疲软联动，预计仍然需要 1-2 个季度恢复。

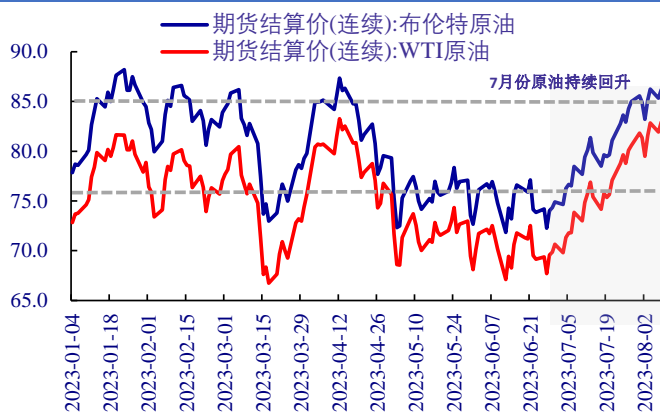
#### 四、我们对 PPI 的分析：曲折回升

首先，PPI 环比下行超出我们预期，7 月份大宗商品的普遍回升并未带动 PPI 环比转正。PPI 环比连续 4 个月下跌，尤其 5、6 月份下跌幅度较大。在此种情况下，PPI 仍然环比下跌，上游煤炭、中游顺周期产品出厂价格提价难度加大，房地产产业链的疲软对工业品价格的影响仍然较大。如果房地产产业链无法止跌，那么 PPI 的回升会受到影响。

其次，居民消费相关产品和出口相关产品价格小幅回暖，虽然仍然有交通运输产品价格的下滑，也有“6.18”促销结束后价格的回调，但居民需求稳步回升的态势应该较为明显。居民消费的回升速度相对偏缓，可能难以对冲房地产类顺周期产品价格的下滑。

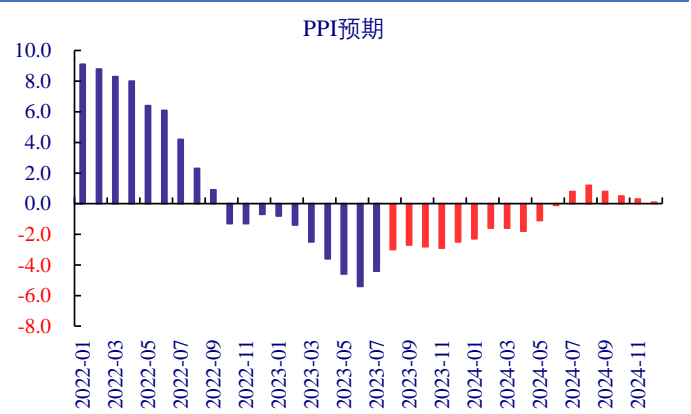
再次，PPI 的变动与商品价格关系较大，而商品价格的变化现阶段受到需求更大，带来商品走势的波动。8 月份化工品价格、煤炭价格、铁矿石价格已经开始下行，这种价格的快速波动也使得出厂价格的回升带来困难。

图 9：原油期货价格（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：PPI 预测（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院



## 五、下半年 CPI 和 PPI 预期

7 月份的涨价因素带有季节性和不确定性，这种涨价能否延续下去是观察的重点。3 季度的物价走势预计仍然是商品类价格磨底和服务类价格波动的结合，3 季度的物价水平预计是年内低点，同比可能零增长左右。4 季度随着商品类价格的恢复，物价会随之走高，预计物价在 0.4%~0.5% 左右，全年 CPI 预计在 0.5% 左右。2023 年 CPI 的低水平是商品类价格探底以及服务类价格恢复缓慢带来的。2024 年商品类价格回升，服务类价格继续反弹，CPI 会顺利回升至 1.3% 左右。

8 月份的翘尾因素-0.3%，仍然保持负增长。但 8 月份食品价格的季节性涨价到来，7 月~8 月的台风使得蔬菜生长和运输受到影响，预计 8 月食品价格涨幅较大。非食品价格中旅游价格、中药、其他服务价格可能持续走高，其他商品价格小幅波动。预计 8 月份同比价格可能在 0.1% 左右。

PPI 的回升速度低于我们之前预期，PPI 的翘尾因素影响逐步减弱，8 月份 PPI 翘尾进入-3% 区间。PPI 的环比下行动能在逐步的减弱，未来可能进入小幅震荡区间。PPI 同比增速下滑减缓在下半年能逐步观察到，但 PPI 回到正增长区间仍然需要下游消费的逐步回暖和房地产的止跌。

我们预计 3 季度和 4 季度 PPI 增速分别为-3.4%和-2.5%，全年预计在-3%左右运行。PPI 转正时间推迟，我们预计可能在 2024 年 2 季度到来。

房地产的运行仍然是未来 PPI 运行的关键，房地产投资的疲软已经影响了 PPI 的恢复。而 2024 年如果房地产投资、房地产新开工依然下滑，那么周期类产品出厂价格可能会持续疲软，尤其是煤炭、钢铁产能较为充足的品种，其价格弱势的时间可能偏长。

## 六、我们对物价的判断：自我革新的“通缩”

工业品价格的通缩带来了 CPI 中商品类价格的下滑，而居民场景类以及服务需求仍然在逐步回升。整体物价呈现了分化式下行，偏工业品商品供给充足，服务类商品供给偏紧，这也是疫情带来的影响之一。

房地产的下行带来了工业品价格的走低，但房地产的调整并不完全是市场化调整。这一次的“通缩”带有自我改革的特征，这种长期转型和短期“通缩”的压力并存，是未来一段时间的物价的主要特征。

图表目录

图 1: CPI 同比下行 (%) .....3  
图 2: CPI 环比止跌回升 (%) .....3  
图 3: 非食品类各项对 CPI 的拉动 (%) .....4  
图 4: CPI 中商品和服务价格变动 (%) .....4  
图 5: CPI 各部门价格同比变化.....4  
图 6: PPI 相关价格比较 (%) .....5  
图 7: 7 月份 PPI 同比低位运行 (%) .....5  
图 8: PPI 生产资料和生活资料环比变动 (%) .....5  
图 9: 原油期货价格 (美元/桶) .....6  
图 10: PPI 预测 (%) .....6



## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊：**中国银河证券首席经济学家。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

**许冬石：**宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐：**宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)