

7月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2023年8月9日

2020年12月以来，CPI和PPI同比于7月首次录得双负数，但数据细节好于整体读数。2023年7月CPI同比转负到-0.3%（6月：0%），略好于市场预期（-0.4%）。高基数效应影响了CPI同比读数。从环比来看，CPI通胀在连续5个月负读数之后终于转正（7月：0.2%，6月：-0.2%）。

- 食品价格受猪价下行周期影响下滑。食品价格同比跌至-1.7%（6月：2.3%），受到了高基数的影响（去年7月食品CPI同比高达6.3%）。从环比上来看，食品价格环比跌幅从6月的-0.5%扩大至-1%。虽然猪肉价格环比跌幅收窄至0%（6月：-1.3%），猪价下行周期有望结束，但是鲜菜（7月：-1.9%，6月：2.3%）和水果（7月：-5.1%，6月：-1.7%）在夏季供应充足的情况下，价格显著下跌，是拖累食品价格环比下降的主要原因。
- 非食品价格有所改善，得益于原油和服务业价格回升。非食品价格同比从6月的-0.6%回升至0%。核心CPI同比也反弹0.4个百分点到0.8%。从环比上来看，非食品CPI增速加快到0.5%（6月：-0.1%），核心CPI增速亦加快至0.5%，创造了2018年3月来的新高。得益于暑期旅游旺季，旅游CPI环比从6月的-0.3%转正到10.1%，拉升服务业CPI环比显著回升（加快0.7个百分点到0.8%）。此外，此前一直拖累非食品价格的交通通信CPI环比转正至1.2%（6月：-0.5%），符合我们的预期。其中油价的上升带动燃料CPI环比升至1.9%（6月：-1.3%），通信工具价格也有所回升（7月环比：0.5%，6月：-0.2%），然而交通工具CPI环比仍维持在-0.4%。居住和医疗CPI环比维持在0.1%，衣着CPI环比小幅下跌（7月：-0.3%，6月：-0.2%）。

如我们**所料**，PPI同比跌幅开始收窄，得益于油价和内需改善。7月PPI同比跌幅收窄至-4.4%（6月-5.4%），环比跌幅亦收窄0.6个百分点至-0.2%。分类来看，生产资料PPI环比跌幅回升到-0.4%（6月：-1.1%）。其中采掘PPI环比显著回升2.4个百分点至-0.1%，油价的回升带动石油和天然气开采业PPI环比从6月的-1.6%转正至7月的4.2%。原材料（7月：-0.4%，6月：-1.6%）和加工工业PPI（7月：-0.4%，6月：-0.6%）亦有小幅回升。生活资料价格环比加快至0.3%（6月：-0.2%）。



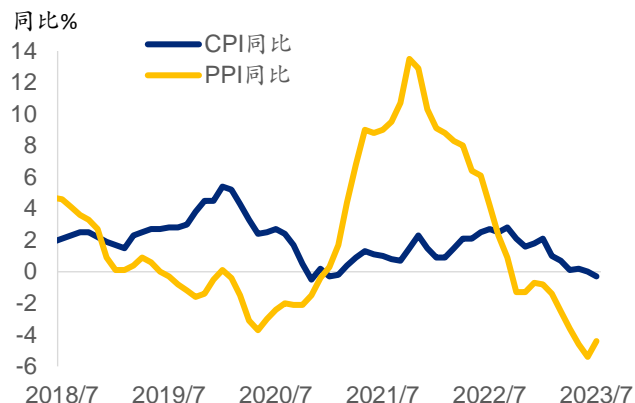
扫码关注浦银国际研究

展望未来，我们维持 PPI 6 月已见底的基本观点，但是转正可能最快要等到年底。我们认为三因素可助 PPI 回升。1. 下半年基数明显下滑。2. 油价拖累作用减弱——根据最新的市场油价调查，布伦特油价同比跌幅预计将从第二季度的-38%缓解到四季度的+4%。考虑到国际油价对 PPI 的传导作用高达 10%，油价跌幅收窄可以推动 PPI 回升 4 个百分点（图表 5）。3. 本轮工业品去库存周期接近尾声——工业企业产成品存货同比已经一路从去年 4 月 20% 的高位跌到今年 6 月的 2.2%（图表 6），预示着本轮去库存周期已接近尾声。而 PPI 转向一般会略早于去库存周期的结束。不过由于接下来的经济复苏仍不是第二产业复苏主导的，在没有大规模的基建刺激的情况下，我们预计 PPI 最早在年底转正。

在我们经济环比稳步回升的基本假设下，CPI 预计 7-8 月见底后回升。虽然 7 月整体 CPI 同比转负，但是我们看到之前拖累 CPI 的几大因素发生了积极的变化：1. 服务业 CPI 在暑期旅游旺季大幅回升，并有望在 8 月继续维持。2. 猪肉价格的下行周期有望结束，7 月猪价环比已转至 0%。3. 交通通信价格在原油和通信工具价格回升的影响下有所改善。然而政策仍需继续发力，以维持价格上的积极变化：财政政策上，虽然没有正式公布，但是有[报道](#)指出近期监管部门通知地方要求新增专项债在 9 月底之前发行完毕。这就意味着 8-9 月份会有高达 1.5 万亿元的专项债发行，短期内对基建投资形成一定支持作用。如果经济复苏不及预期，我们认为政府可能会在三季度末或四季度初宣布提前开始 2024 年专项债的发行工作。货币政策上，鉴于美国加息周期接近尾声，7 月中国 CPI 和 PPI 同比均跌至负数，我们现在估计下半年还会有一次 10 个基点的降息。此外，我们维持 25 个基点降准的判断。因为 8-9 月大量专项债的发行可能对流动性造成一定的扰动，这两个月降准的可能性也会较大。此外，准财政政策（例如抵押补充贷款和政策性开发性金融工具）和货币政策或为城中村改造和支持房地产行业恢复提供更多支持。再叠加上促消费政策的鼓励，我们预计 CPI 同比增速有望在 7-8 月触底后反弹，CPI 和 PPI 的双负数并不会持续太久。全年来看，我们预计 CPI 会落在 0.7%（1-7 月平均：0.5%）。但是仍需警惕政策及成效不及预期，经济复苏慢于我们的[预测](#)，那样的话 CPI 和 PPI 同比负增速的时间也会被延长。

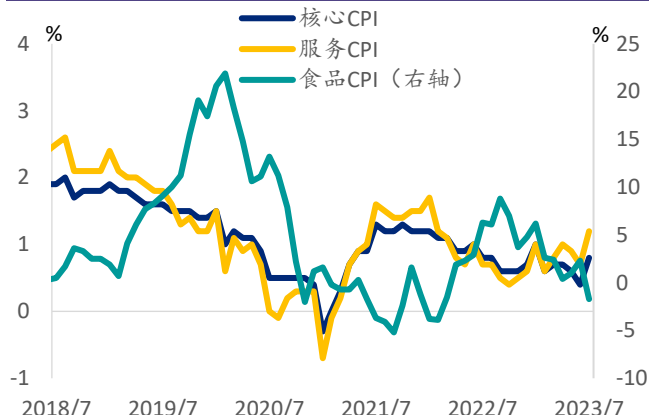
投资风险：政策及成效不及预期、房地产行业风险、地方债务风险、出口增速迅速下滑。

图表 1: 7月CPI同比转负, PPI同比跌幅收窄



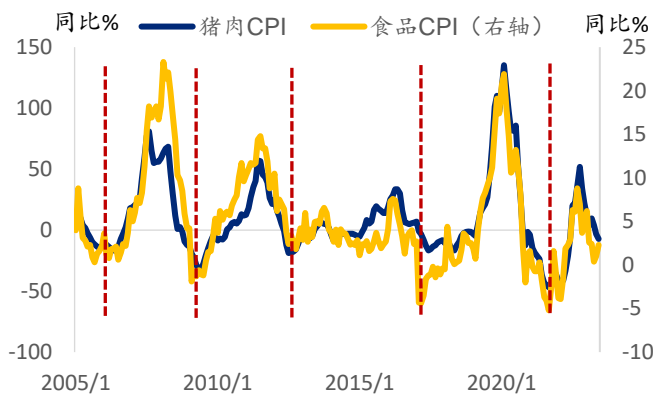
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 核心和服务业CPI同比有所改善



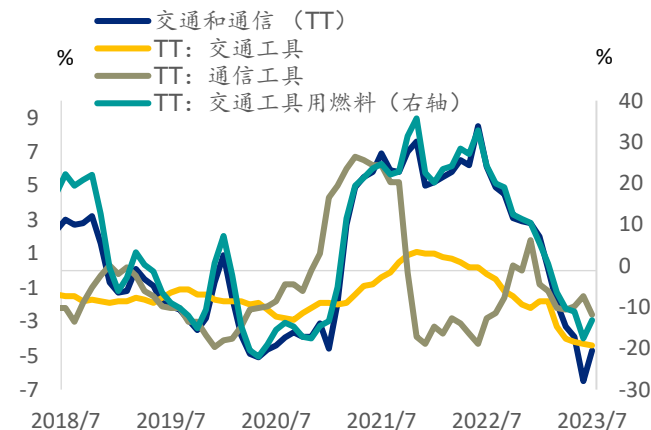
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 猪价下行周期或接近尾声



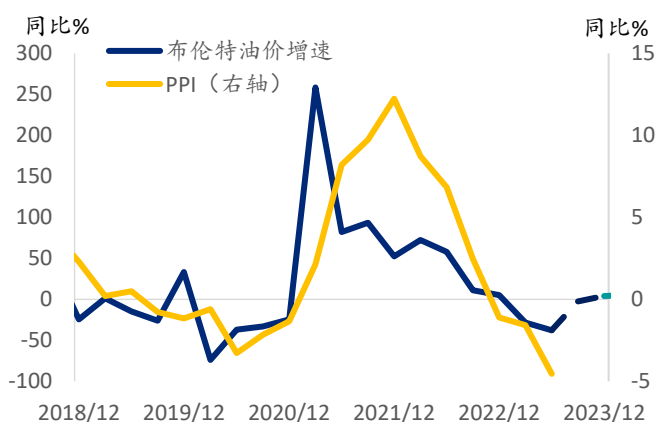
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 交通通信价格回升



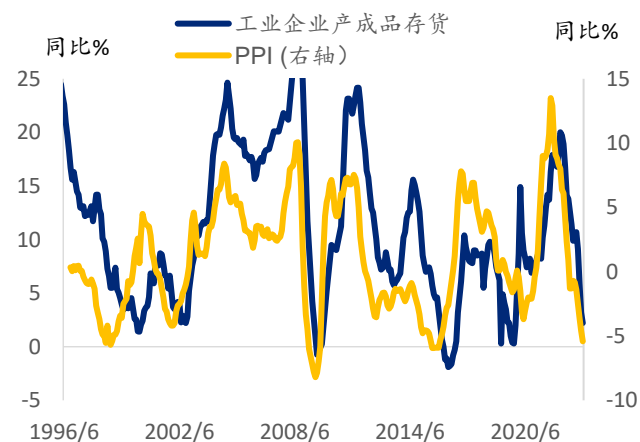
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 国际油价预计下半年跌幅收窄, 对PPI拖累作用减弱



资料来源: Bloomberg, Wind, 浦银国际

图表 6: 工业去库存周期或接近尾声



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2023 年 8 月 2 日	央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？
2023 年 7 月 31 日	月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进
2023 年 7 月 25 日	7 月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置
2023 年 7 月 20 日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023 年 7 月 19 日	促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持
2023 年 7 月 11 日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？
2023 年 7 月 7 日	汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值
2023 年 6 月 28 日	月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩
2023 年 6 月 5 日	2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文颀

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

