

2023年08月09日

内需基本见底，刺激政策侧重可持续性

事件点评

CPI、PPI 点评（2023.7）

投资要点

- ◆ **7月CPI探底、核心CPI有所反弹，PPI跌幅收窄。**服务消费需求正常化，煤价钢价下跌放缓，需求最弱阶段基本过去。7月CPI同比-0.3%符合预期，主因食品价格小幅探底；核心CPI同比0.8%较前月反弹0.4个百分点。PPI同比较6月低位修复1.0个百分点至-4.4%，煤价钢价下跌放缓，能源大宗保供基本到位。
- ◆ **食品供给短期改善，月度跌幅扩大。**7月食品CPI环比-1.0%，跌幅扩大0.5个百分点，较季节性涨幅显著偏低1.7个百分点，显示食品类供给近期进一步改善。其中鲜菜（-1.9%）环比低于季节性近6个百分点，在6月全国普遍高温天气消退之后生长周期较短的蔬菜类供给明显增加，鲜果（-4.9%）跌幅也稍大于季节性水平。畜肉类（-0.6%）尽管环比再度逆季节性下跌，但跌幅连续5个月收窄，显示猪肉供需渐趋平衡，价格接近底部，8月初已经有所反弹。
- ◆ **油价反弹带动汽油和工业消费品价格企稳，大宗可选商品价格仍低位徘徊，暑期旅游需求较好带动服务价格回升。**7月核心CPI同比回升0.4个百分点至0.8%，核心商品和服务价格涨幅均有改善。原油价格对交通工具用燃料形成带动，也传导至其他工业消费品价格，测算当月环比上涨0.2%，今年以来罕见地好于平均涨幅。但大宗可选商品主要类别仍然低位徘徊，显示居民财富效应和后地产周期共同影响下的可选消费品需求仍然不强。房租环比符合预期，较季节性均值虽仍偏低但呈现一定向上收敛的租金见底迹象。除房租外的其他服务当月环涨达1.0%，较季节性高出0.4个百分点，暑假旅游需求或成为今年以来几个重点节假日中恢复最强的阶段，服务消费整体或已常态化。
- ◆ **煤价钢价跌幅收窄，原油价格小幅反弹，能源供给保障力度达到峰值水平，PPI同比跌幅收窄，至年底有望稳步连续修复。**上半年国内煤炭供给保障力度不断加强，与海外原油价格下跌形成共振，7月分别见到煤炭钢铁价格跌幅的收窄、以及原油价格的小幅反弹，显示国内国外能源大力保障、供大于求的状态基本达到了供给峰值水平，后续随着两大链条环比价格的止跌企稳、以及基数的逐步降温，PPI同比至年底有望延续逐步连续跌幅修复的态势。
- ◆ **需求最弱阶段基本过去，当前拉动内需采取稳就业导向的可持续方式好于财政补贴刺激的一次性方式。**7月CPI、PPI结构较上半年有所改善，显示居民消费需求（特别是服务和必需品）企稳，上游能源保供也已基本到位，供大于求导致通胀连续下行、企业利润困难的感受预计下半年会有所缓和。二季度以来的重大政策会议数次聚焦于扩大内需，包括大宗可选商品消费需求和基础设施投资等领域。尽管市场对消费券等财政补贴拉动短期消费需求的政策有一定的期待，但不可忽视一次性大额财政补贴可能会导致类似美国的供给收缩、通胀飙升的问题，并且可能导致更长时间内的生产放缓和就业意愿的下降。通过基建投资稳定中低收入人群就业、通过收入端改善居民消费预期、稳定大众商品和服务消费，并等待地产周期见底、财富效应转好之后的可选商品消费复苏，可能是最为稳妥并且中长期可持续的政策选择。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

相关报告

进出口数据点评（2023.7）-外部环境复杂严峻，制造业高级化久久为功 2023.8.8

美联储货币政策与利率（上）：框架及1968-1984-REBORN 2023.8.7

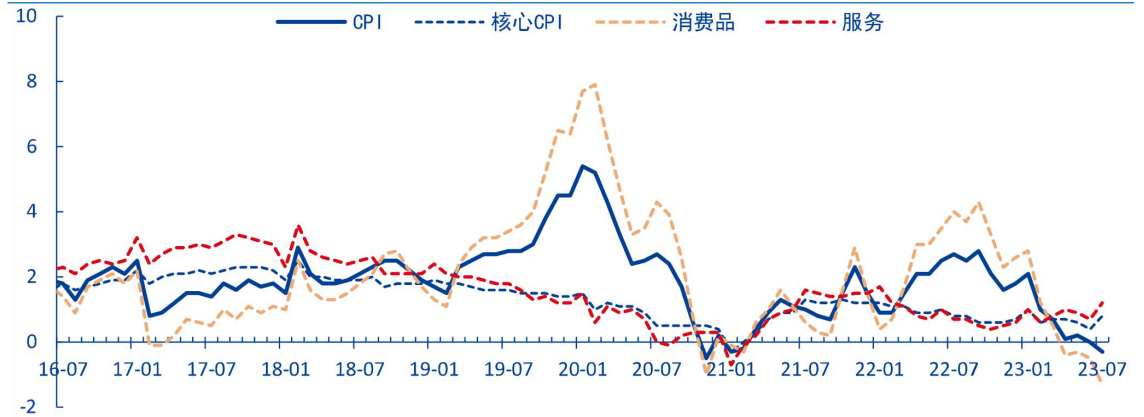
华金宏观·双循环周报（第20期）-美就业市场仍紧张，四部门联合会强调政策执行 2023.8.6

房地产需求政策专题暨双循环周报（第19期）-地产放松信号如何着手落实？ 2023.7.30

工业企业利润点评（2023.6）-能源保供向制造业让渡利润 2023.7.27

7月CPI探底、核心CPI有所反弹，PPI跌幅收窄。服务消费需求正常化，煤价钢价下跌放缓，需求最弱阶段基本过去。7月CPI同比-0.3%符合预期，主因食品价格小幅探底；核心CPI同比0.8%较前月反弹0.4个百分点，服务消费常态化企稳。PPI同比较6月低位修复1.0个百分点至-4.4%，煤价钢价下跌放缓，能源大宗保供基本到位。CPI和PPI的7月表现初步显示需求最弱阶段已经基本过去。

图 1: CPI、核心 CPI、消费品与服务 CPI 同比 (%)

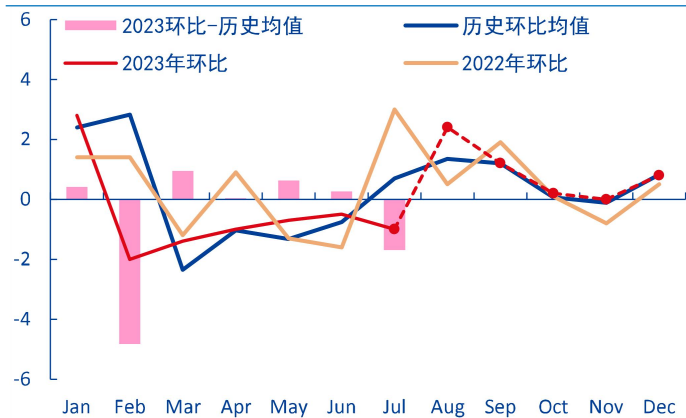


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

一、食品供给短期改善，月度跌幅扩大。

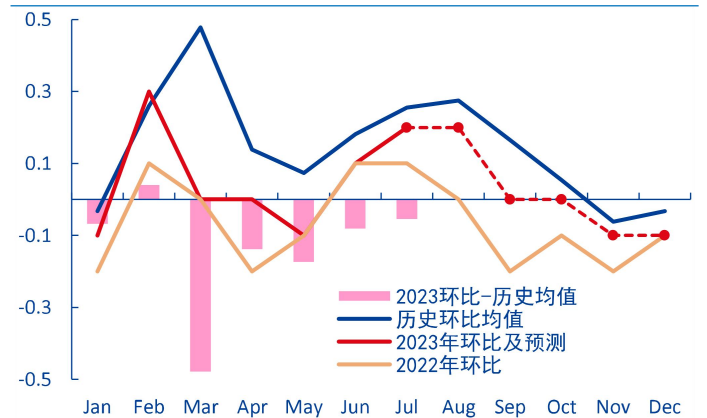
7月食品CPI环比-1.0%，跌幅扩大0.5个百分点，较季节性涨幅显著偏低1.7个百分点，显示食品类供给近期进一步改善。其中鲜菜(-1.9%)环比低于季节性近6个百分点，在6月全国普遍高温天气消退之后生长周期较短的蔬菜类供给明显增加，鲜果(-4.9%)跌幅也稍大于季节性水平。畜肉类(-0.6%)尽管环比再度逆季节性下跌，但跌幅连续5个月收窄，显示猪肉供需渐趋平衡，价格接近底部，8月初已经有所反弹。

图 2: 食品 CPI 月度环比与季节性对比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 3: 房租 CPI 月度环比与季节性对比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

二、油价反弹带动汽油和工业消费品价格企稳，大宗可选商品价格仍低位徘徊，暑期旅游需求较好带动服务价格回升。

7月核心CPI同比回升0.4个百分点至0.8%，核心商品和服务价格涨幅均有改善。原油价格的反弹对交通工具用燃料形成带动，当月环比上涨1.9%，也传导至其他工业消费品价格，测算当月环比上涨0.2%，今年以来罕见地好于季节性平均涨幅。但大宗可选商品主要类别仍然低

位徘徊，显示居民财富效应和后地产周期共同影响下的弹性较大的可选消费品需求仍然不强，交通工具、家用器具当月同比分别为-4.4%、-1.8%，分别较前月下行0.1个百分点、低位持平。房租环比符合预期，较季节性均值虽仍偏低但呈现一定向上收敛的租金见底迹象。除房租外的其他服务当月环涨达1.0%，较季节性高出0.4个百分点，暑假旅游需求或成为今年以来几个重点节假日中恢复最强的阶段，服务消费整体或已经常态化。

图 4：交通工具用燃料与工业制成品同比（%）

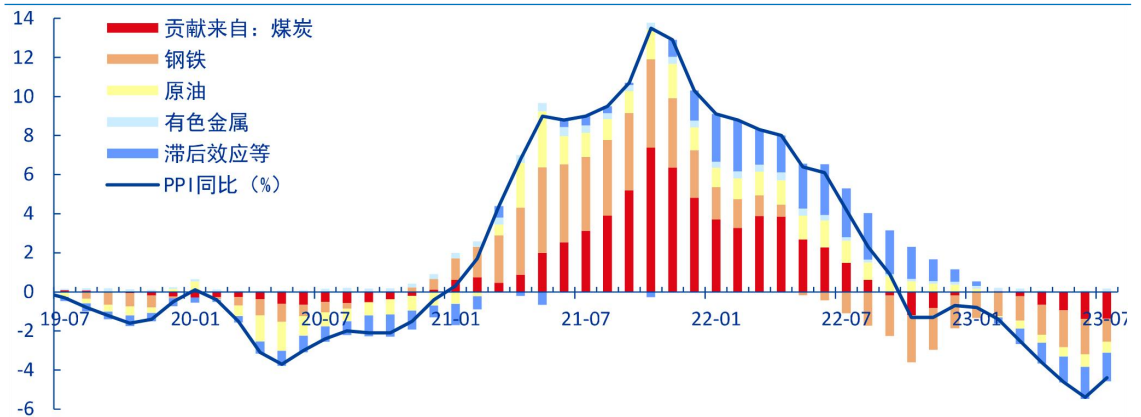


资料来源：CEIC，华金证券研究所

三、煤价钢价跌幅收窄，原油价格小幅反弹，能源供给保障力度达到峰值水平，PPI 同比跌幅收窄，至年底有望稳步连续修复。

我国 PPI 同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者基本可形成国内供需闭环，对 PPI 影响程度更深，也构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。上半年国内煤炭供给保障力度不断加强，与海外原油价格下跌形成共振，7 月分别见到煤炭钢铁价格跌幅的收窄、以及原油价格的小幅反弹，显示国内国外能源大力保障、供大于求的状态基本达到了供给峰值水平，后续随着两大链条环比价格的止跌企稳、以及基数的逐步降温，PPI 同比跌幅有望在 7 月较 6 月收窄 1.0 个百分点至-4.4%之后，至年底有望延续逐步连续跌幅修复的态势。

图 5：PPI 同比及贡献与传导结构（%）

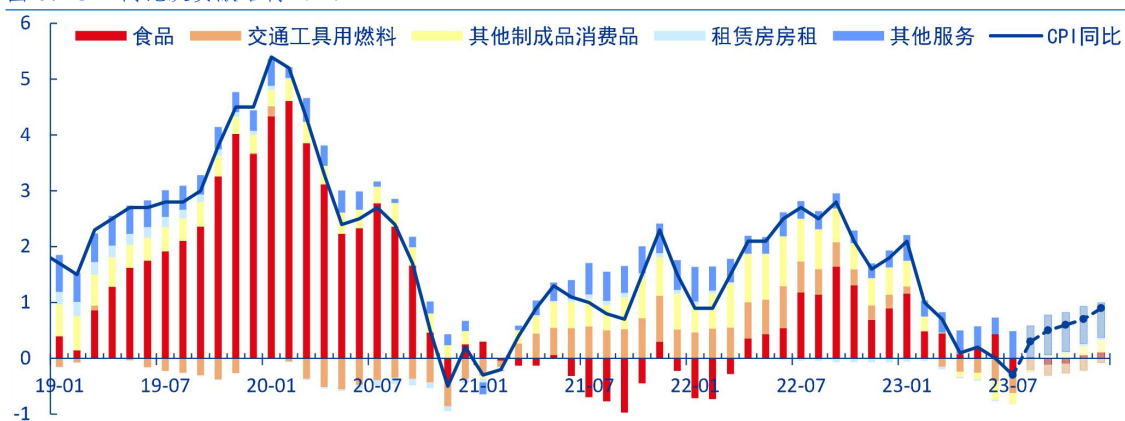


资料来源：CEIC，华金证券研究所

四、需求最弱阶段基本过去，当前拉动内需采取稳就业导向的可持续方式好于财政补贴刺激的一次性方式。

7月CPI、PPI结构较上半年有所改善，显示居民消费需求（特别是服务和必需品）企稳，上游能源保供也已基本到位，供大于求导致通胀连续下行、企业利润困难的感受预计下半年会有所缓和。二季度以来的重大政策会议数次聚焦于扩大内需，包括大宗可选商品消费需求和基础设施投资等领域。尽管市场对消费券等财政补贴拉动短期消费需求的政策有一定的期待，但不可忽视一次性大额财政补贴可能会导致类似美国的供给收缩、通胀飙升的问题，并且可能导致更长时间内的生产放缓和就业意愿的下降。通过基建投资稳定中低收入人群就业、通过收入端改善居民消费预期、稳定大众商品和服务消费，并等待地产周期见底、财富效应转好之后的可选商品消费复苏，可能是最为稳妥并且中长期可持续的政策选择。

图 6: CPI 同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

风险提示: 稳增长政策力度不及预期。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn