

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：陈怡

执业证号：S0100122120020

电话：13817480407

邮箱：chenyi@mszq.com

2023年7月，全国居民消费价格同比下降0.3%，环比上涨0.2%；全国工业生产者出厂价格同比下降4.4%，环比下降0.2%。

7月CPI和PPI物价指数同时为负是否意味着国内需求超预期下滑，年内通胀走势又将如何演绎，引发市场关注。

去年下半年“猪周期”见顶对CPI读数影响较大，因此解读今年下半年CPI读数同比表现，需要额外考虑猪价的基数效应；相较于CPI读数的波动性，关注核心CPI的内生动能显得更为重要。

而大宗价格的周期性波动同样给PPI的同比分析带来扰动，环比的意义或许更为重要。

剔除掉基数效应，我们可以发现7月物价描绘的真实经济图景是：偏强的服务消费需求 and 低于预期的工业生产。

由于基数效应和猪肉价格的拖累，本月CPI读数转负，市场已有一定预期。但值得注意的是，核心CPI同比上涨0.8%，环比上涨幅度高于往年季节性，释放了较为积极的信号。

而在海外大宗商品偏强的背景下，7月国内PPI价格环比延续负增，反映了当下实体生产需求偏弱的现实格局仍未有实质性改变。

➤ **CPI读数转负，主因基数和食品价格的拖累。**

生猪价格高基数影响下，7月CPI读数转负并不意外。

去年7月生猪价格开始上涨，单月猪肉项CPI环比增长高达25.6%，客观上压制了今年7月的价格同比表现。7月猪肉价格同比读数跌幅明显，对CPI负向拉动显著，影响

CPI下降约0.41个百分点。

➤ **消费需求端，核心CPI传递了较为积极的信号。**

假期出行推动服务类商品价格上涨明显。

服务需求价格环比上涨0.8%，高于往年季节性，这和我们跟踪的消费高频数据表现一致：7月以来，无论是从执飞航班架次还是院线消费的人流量，都能窥见出行和线下场景消费的高景气。

如何考量核心CPI反弹的持续性？

尽管7月核心CPI涨价似乎给予了较为积极的信号，但数据结构显示内需修复的基础仍不夯实。一方面，7月消费品价格环比延续负增，同比跌幅走扩，和服务消费的热度并不匹配。另一方面，假期因素消退后，服务价格涨幅或出现走缓。

相关研究

1. 大宗框架系列研究（一）：未来铜价走势？解析铜博士-2023/08/08
2. 全球大类资产跟踪周报：市场预期分化-2023/08/06
3. 化债系列研究（三）：金融化债，方法和约束-2023/08/04
4. 宏观调研系列之五：风雨无阻的中高端制造出口-2023/08/04
5. 宏观事件点评：专项债扰动和降准可能性-2023/08/03

➤ **国际大宗商品价格走强，而国内 PPI 环比读数延续负增。**

PPI 环比读数为负，和 7 月偏弱的建筑业 PMI 数据上也是互验的。

分行业看，受国际原油、有色金属价格等上行影响，石油和天然气开采、有色金属和冶炼加工业价格环比由降转涨；

而更能映射国内工业生产需求的煤炭和黑色冶炼行业环比依旧维持负增，对 PPI 环比读数形成拖累。这和 7 月偏弱的建筑业 PMI 数据上也是互验的。

下游行业，计算机制造以及智能消费设备制造环比录得上涨，侧面辅助验证了国内中高端制造出口的韧性。

➤ **PPI 同比反弹是否意味着经济将迎来周期性修复？**

7 月 PPI 同比读数如期迎来拐点，国内工业品或再现“被动”涨价。

以往数据来看，PPI 的拐点普遍领先工业品库存的拐点，且 PPI 趋势和库存周期的趋势较为一致，对于库存周期的指示性较强。

经验上，在被动去库和主动补库阶段，实体行业工业生产和盈利空间大体呈上行趋势。市场期待库存周期底部之后经济将迎来周期性修复。

但我们需要注意到本轮库存周期呈现两点鲜明特征。

第一， 本轮实体需求年内弹性有限。

中国库存周期本质上是地产周期的侧影，中国工业产成品库存同比周期跨度 3-4 年。房地产周期对此有较好的经验解释，这也符合中国既有经济周期的规律——地产主导中国经济短周期波动。

7 月 PPI 同比反弹和房价指数延续下跌是一个矛盾的组合。

7 月以来国家层面密集释放政策出台的信号，住建部、央行等部门相继发文支持房地产市场健康发展，但地产销售仍较为疲软，百城房价继续下跌，年内实体需求向上修复的弹性或比较有限。

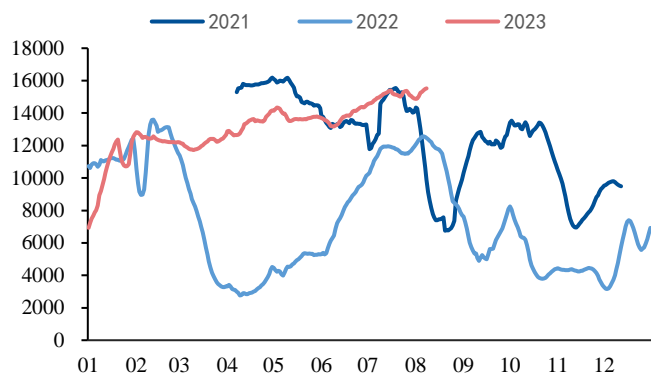
第二， PPI 作为刻画国内工业需求的指标或出现阶段性“失灵”。

当我们展望今年 PPI 同比，去年同期基数偏低，若按正常季节性表现，我们不难得到 PPI 同比年中触底，并在下半年迎来同比反弹。

由于大宗商品价格受海外经济基本面和货币政策扰动较大，若 PPI 价格作为刻画国内工业需求的指标出现阶段性“失灵”，PPI 工业品价格和核心 CPI 走势或将背离，届时 PPI 价格周期和工业企业盈利周期背离的情况可能再度出现。

➤ **风险提示：**地产政策超预期，海外地缘政治超预期。

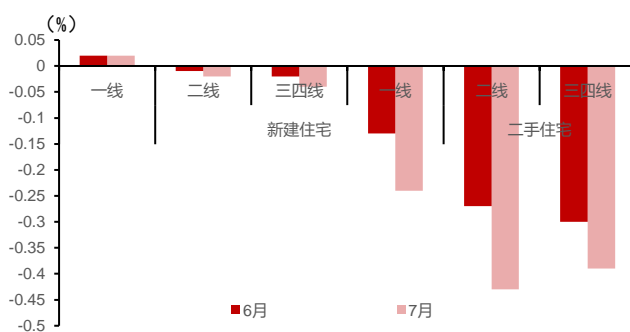
图1：单日执行航班总架次



资料来源：wind，民生证券研究院

注：截至2023年8月8日

图2：2023年6-7月各线城市新建和二手房价格环比



资料来源：中指研究院，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026