



## 宏观点评

# 物价的两个底部确认

## 7月通胀数据点评

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点:

- 核心观点: 7月或为年内唯一通胀指数双降月份, 后续CPI与PPI将渐进回升。**7月CPI同比-0.3%, 自2021年2月以来首次同比下降, 但从边际来看, 核心CPI环比增速达到2020年1月以来的最高水平; PPI同比在6月触底, 7月同比和环比增速分别回升至-4.4%、-0.2%。猪肉价格继续底部运行, 高基数影响下同比降幅大幅扩大, 能源价格回升、暑期服务需求释放带动CPI非食品项同环比增速回升, 对CPI形成支撑。国际油价、有色金属商品价格上涨、国内黑色产业链生产节奏保持较快带动PPI同比降幅收窄。后续关注两方面变化, 一是7月底以来这轮猪肉价格上涨的持续性, 目前两周涨幅已达21%; 二是近期出台的系列稳增长政策对总需求的提振效果, 特别是房地产“认房不认贷”等政策落地能否带动房地产上下游相关商品消费的持续回暖。此外随着暑期即将结束, 服务消费相比商品消费的超额需求可能有所减弱, 二者价格差距或将缩小。
- CPI: 7月CPI同比由平转降, 环比由降转升, 服务价格推动核心CPI环比大幅超预期。**7月CPI同比下降0.3%, CPI由上月持平转为下降0.3%, 环比上涨0.2%, 实现本季度首次环比增幅。具体来看, 食品项同比下降1.7%, 涨跌幅较上月下降4个百分点; 非食品项同比由下降转为持平。环比方面, 食品项环比下降1%, 降幅较上月扩大0.5个百分点; 非食品项环比上涨0.5%, 由降幅转为增幅。在服务价格的推动下, 扣除食品和能源的核心CPI显著回升, 环比上涨0.5%, 达到2020年1月以来的最高增速。
- 食品: 月末猪价开启大幅环比上行, 但去年高基数压低同比; 应季果蔬大量上市带来价格走弱。**7月CPI食品项由上月的同比上涨2.3%转为同比下降1.7%; 环比下降1.0%, 降幅较上月扩大0.5个百分点。具体来看, 猪肉方面, CPI猪肉项同比下降26%, 降幅较上月扩大18.8个百分点, 环比由下降1.3%转为持平。猪价迎来同比基数切换, 去年下半年猪周期起步开始于7月, 猪价开始快速上涨, 高基数影响下本月CPI猪肉项同比降幅大幅扩大, 拖累CPI同比达0.41个百分点。从供给端来看, 能繁母猪存栏量在去年上半年以来始终在4200万头以上的相对高位水平窄幅波动, 远端供给保持稳定; 生猪屠宰量方面, 今年4月季性高点过后屠宰量下降速度慢于去年, 或是今年二季度以来猪价保持在较低水平的主要原因。因此尽管7月末到8月上旬, 猪肉价格在短短两周上涨21%, 但由于供给端仍较充足, 后续猪肉价格持续上行动力不足。另一方面, 应季果蔬大量上市, 鲜果价格和鲜菜价格环比分别下降5.1%和1.9%, 鲜菜价格环比由升转降, 鲜果价格环比降幅扩大, 而鸡蛋、食用油、牛羊肉和禽肉等市场供给充足, 环比均有所下降。
- 非食品: 能源、服务价格环比上行, 消费品环比降幅收窄, 非食品项价格上涨驱动CPI环比回升。**7月CPI非食品项同比由上月下降0.6%转为持平, 环比由下降0.1%转为上升0.5%。**(1) 能源:**7月指征能源价格的CPI交通通信分项中的燃料项同比下降13.2%, 降幅较上月收窄4.4个百分点, 环比由上月下降1.3%转为上升1.9%。受国际油价上行影响, 国内汽油价格环比上涨1.9%, 带动CPI交通通信分项中的燃料项环比上升1.9%, 燃料项环比上升幅度仅次于旅游为7月第二高分项, 拉动交通通信项环比上升1.2%; **(2) 消费品:**7月指征消费品价格的CPI消费品分项同比下降1.3%, 降幅扩大0.8个百分点, 环比下降0.1个百分点, 降幅收窄0.2个百分点。“618”促销活动结束后大型家用器具、家庭日用杂品和个人护理用品等消费品价格有所回升, 拉动CPI生活用品及服务分项中的家用器具项环比上升0.9%; 衣着类消费品价格继续下降, 服装项和鞋项分别环比下降0.3%和0.4%; 通信工具价格回升, 在上半年连续6个月环比下降后, 7月通信工具项

环比上升 0.5%；医药价格基本保持稳定，其中中药价格加速上涨，7 月环比上升 1.1%；**(3) 服务**：7 月 CPI 服务分项同比上升 1.2%，涨幅扩大 0.5 个百分点，环比上升 0.8%，涨幅扩大 0.7 个百分点。7 月暑期高峰出行需求旺盛，其中飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别上涨 26.0%、10.1%和 6.5%，除旅游项外其他服务项环比较为稳定，出行类服务价格上涨是 CPI 服务项目分项环比上升的主要驱动力。**从环比拉动看**，交通通信项对 7 月 CPI 环比拉动约为 0.16%，为贡献最大分项；出行需求旺盛和消费品价格回升带动文教娱乐分项和生活服务分项分别拉动 CPI 环比上升约 0.14 和 0.13 个百分点；对 CPI 环比构成拖累的主要是食品烟酒分项，食品价格下跌拖累 CPI 环比约 0.19 个百分点。7 月 CPI 食品项与非食品项环比走势分化，非食品项环比转正推动 CPI 环比由降转升。虽然受上年同期基数较高影响 CPI 同比有所回落，但扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比明显回升，随着居民消费需求持续恢复，后续促销政策效果可期，预计 8 月起 CPI 同比逐步回升。

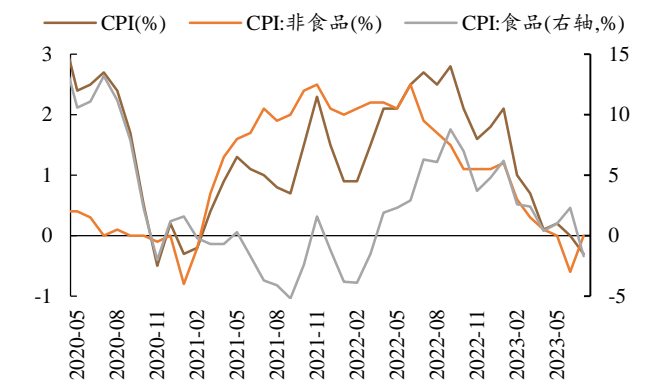
- **PPI：生产保持较快节奏推动原材料价格降幅收窄，电子产品等消费需求恢复驱动相关产成品价格上涨。**7 月 PPI 同比下降 4.4%，降幅较上月收窄 1.0 个百分点。其中，生产资料价格同比下降 5.5%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点；生活资料价格同比下降 0.4%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点。7 月高炉开工率高位运行，生产节奏较快推动相关原材料需求恢复、价格降幅收窄，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比降幅分别收窄 4.4、2.1 个百分点至 2.0%和 0.1%。受国际原油、部分大宗商品等价格上行影响，国内石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业价格由降转升，环比分别上涨 4.2%、0.4%。电子产品消费需求有所恢复，计算机制造、智能消费设备制造价格均上涨 0.4%，锂离子电池制造价格上涨 0.3%，预计在 7 月集中落地的电子产品、汽车等领域促消费政策推动下后续电子、汽车消费需求有望释放，推动相关行业 PPI 价格上行；此外，文教工美体和娱乐用品制造业价格环比上涨 0.7%，纺织服装服饰业价格环比上涨 0.6%；水泥制造价格环比下降 6.5%，玻璃制造价格环比下降 2.9%。与 7 月 PMI 购进价格指数、出厂价格指数双双回升相应地，原材料行业 PPI 同比多数降幅收窄，消费品行业 PPI 同比有所分化，多数小幅回升或降幅收窄。
- **后续价格形势展望**：随着核心通胀指标的环比上行，8 月 CPI 同比大概率将转正，预计 7 月将是今年唯一 CPI 和 PPI 同比双降的月份。以同比增速来看，6 月、7 月分别是 CPI 和 PPI 的底部。后续关注两方面变化，一是 7 月底以来这轮猪肉价格上涨的持续性，目前两周涨幅已达 21%；二是近期出台的系列稳增长政策对总需求的提振效果，特别是房地产“认房不认贷”等政策落地能否带动房地产上下游相关商品消费的持续回暖。此外随着暑期即将结束，服务消费相比商品消费的超额需求可能有所减弱，二者价格差距或将缩小。
- **风险提示**：国际原油价格波动；国际大宗商品价格波动；国内疫情二次扰动。

表 1: 7月通胀数据概览

单位: %	CPI 同比	PPI 同比	CPI 环比	PPI 环比	CPI 食品项 同比	CPI 非食品 项同比	PPI 生产资 料同比	PPI 生活资 料同比
2022-07	2.7	4.2	0.5	-1.3	6.3	1.9	5.0	1.7
2023-02	1.0	-1.4	-0.5	0.0	2.6	0.6	-2.0	1.1
2023-03	0.7	-2.5	-0.3	0.0	2.4	0.3	-3.4	0.9
2023-04	0.1	-3.6	-0.1	-0.5	0.4	0.1	-4.7	0.4
2023-05	0.2	-4.6	-0.2	-0.9	1.0	0.0	-5.9	-0.1
2023-06	0.0	-5.4	-0.2	-0.8	2.3	-0.6	-6.8	-0.5
<b>2023-07</b>	<b>-0.3</b>	<b>-4.4</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.7</b>	<b>0.0</b>	<b>-5.5</b>	<b>-0.4</b>

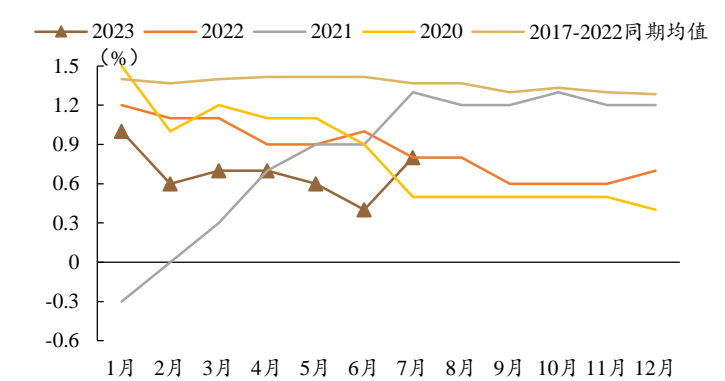
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: CPI 二分项走势



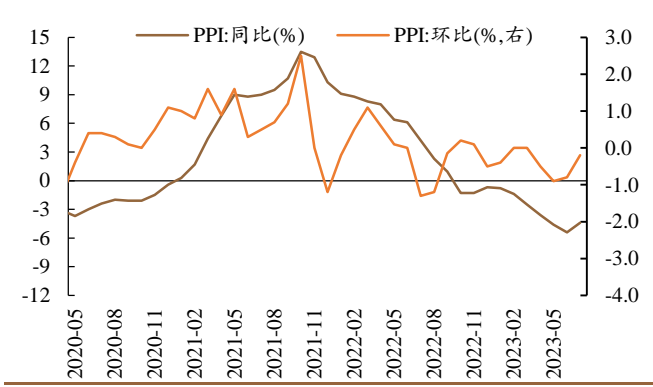
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 核心 CPI 走势



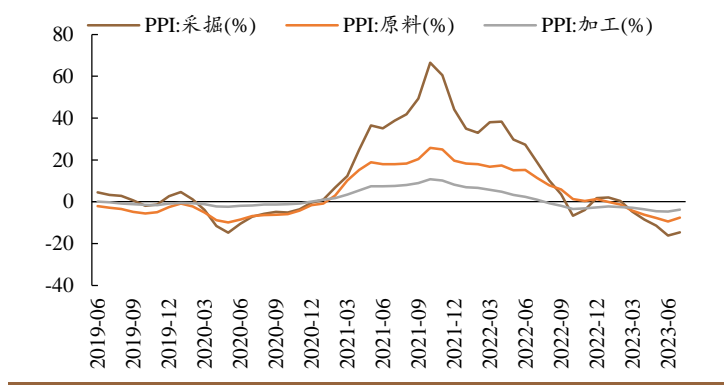
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: PPI 同环比走势



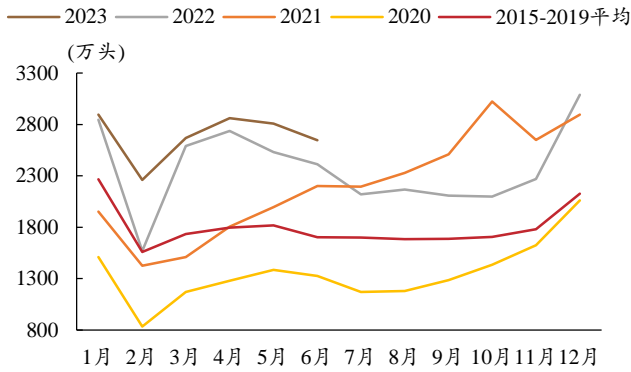
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: PPI 三分类走势



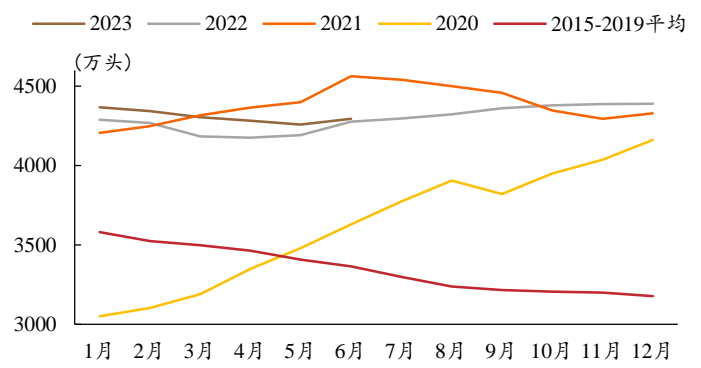
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5：生猪屠宰量高于近年同期



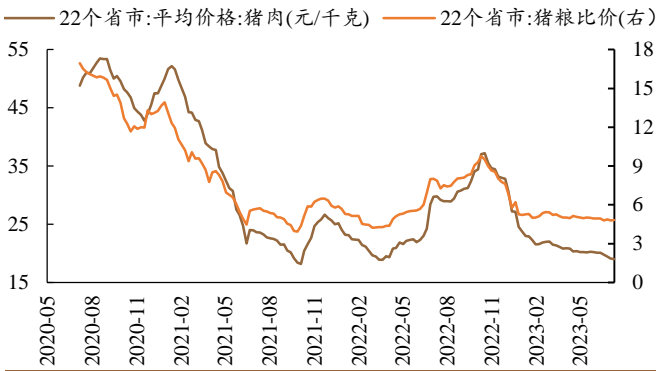
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：能繁母猪存栏量仅低于 2021 年同期



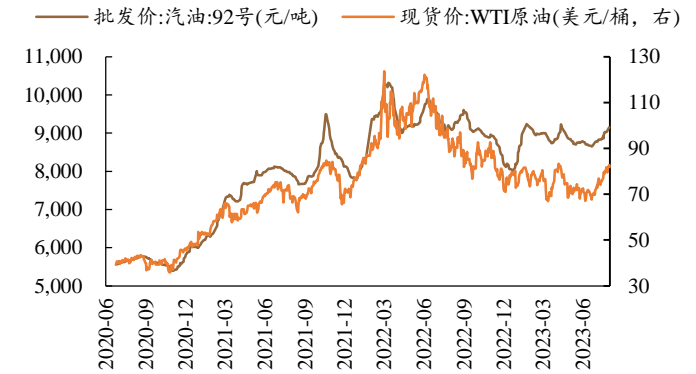
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：猪价持续底部运行



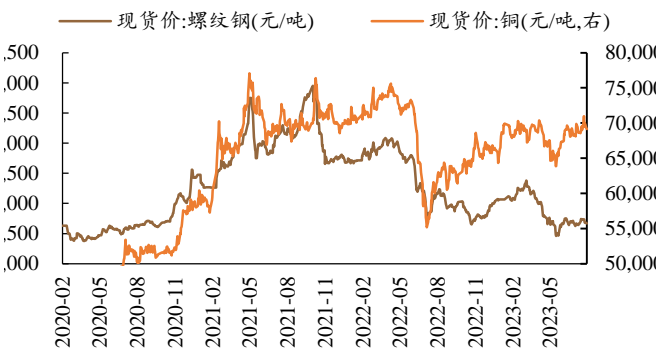
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：国际油价带动国内油价回升



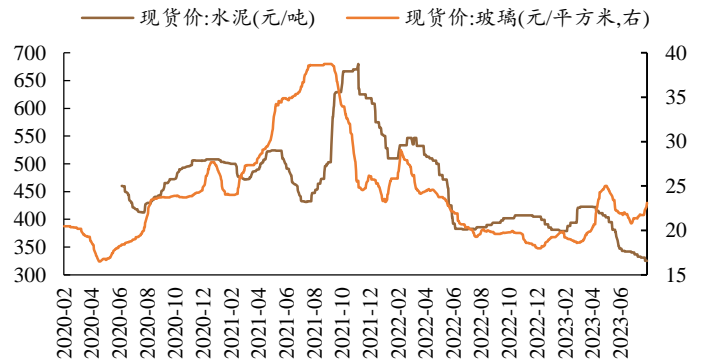
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：高频价格——螺纹钢与铜



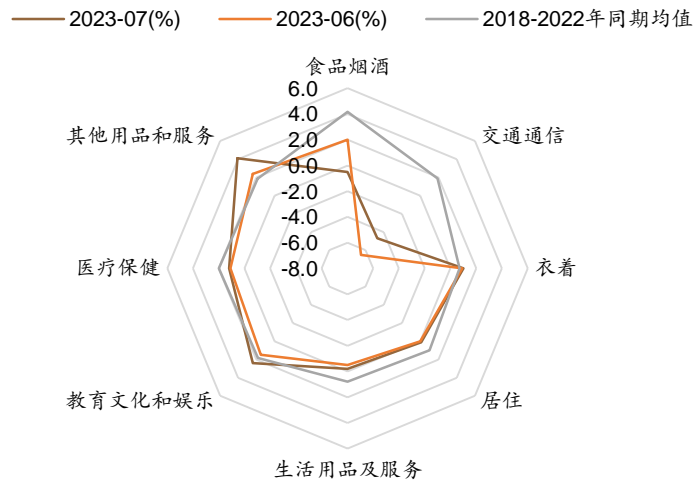
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：高频价格——水泥与玻璃



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11: CPI 八分项对比



资料来源: Wind, 德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；  <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明	
	股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
			增持	相对强于市场表现 5%~20%；
			中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
			减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
			中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。	

## 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。