

2023年7月物价数据点评

内需回补推动价格结构性回温

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2023年7月CPI同比-0.3%，PPI同比为-4.4%。

平安观点：

- **7月CPI同比收缩**，较上月回落0.3个百分点。其中，食品价格增速由正转负构成拖累；能源、服务和商品价格回升，带动核心CPI同比增速逆势上行。**1) 食品价格较快走弱**，对CPI同比的拖累达0.14个百分点，而6月为支撑0.55个百分点。分项中，影响力较大的猪肉、鲜菜价格逆季节性走弱，鲜果、鸡蛋、食用油价格也明显下跌。**2) 工业消费品价格跌幅收窄**。一方面，受国际油价上涨带动，能源价格分项反弹，对CPI同比的拖累较上月收窄0.14个百分点。另一方面，部分商品价格止跌回升。“618”促销活动结束，大型家用器具、家庭日用杂品和个人护理用品等价格有所回升，7月扣除能源的工业消费品CPI同比降幅收窄0.2个百分点至-0.3%。**3) 暑期旅游带动服务价格上涨，对CPI形成较强支撑**。7月暑期出游大幅增加，带动飞机票、旅游和宾馆住宿价格大涨；除旅游外，居住、家庭服务、教育服务等价格稳中有升，亦有一定助推。
- **PPI同比、环比增速均回升**。7月PPI同比跌幅收窄1个百分点至-4.4%。分行业看，PPI环比跌幅收窄0.6个百分点的主要原因在于：**1) 国内政策预期升温，黑色商品价格跌幅收窄**。稳增长及粗钢平控政策预期回温，且钢铁淡季需求呈现韧性，高温电煤需求增加。黑色板块对7月PPI环比增速的拖累较上月收窄0.34个百分点。**2) 国际原油及有色金属价格反弹**，化工品价格跌势放缓。石油化工、有色金属板块对7月PPI环比增速的拖累分别较上月收窄0.21个百分点、0.07个百分点。**3) 制造业中下游需求有所回补**，装备制造、消费制造板块价格持平于上月，未进一步拖累PPI环比表现。
- **7月CPI增速下探至负值区间，但核心CPI增速显著回升**。物价数据中存在一定结构性亮点，从侧面体现出内需边际回补的迹象。一则，CPI中出行相关价格上涨，体现暑期服务消费需求回温；二则，居民商品消费有进一步回补迹象，这在CPI商品分项、PPI消费制造板块的价格中都有体现。我们预计，7月或是年内CPI同比增速的低点，8月存在由负转正的可能性。一方面，近期国际原油和国内猪肉价格有企稳反弹迹象，对CPI新涨价因素的拖累有望减弱；另一方面，去年三四季度中国经济受疫情及地产冲击，国际原油价格较快回落，8月至12月CPI的环比表现从高于季节性转为持续低于季节性。若后续内需能够持续企稳，CPI同比增速有望进一步回升。结合翘尾因素判断，我们预计8月PPI同比跌幅将继续收窄，而后或震荡上行。然而，年内PPI同比增速较难回归正增长，对工业企业总体盈利的拖累还将持续。

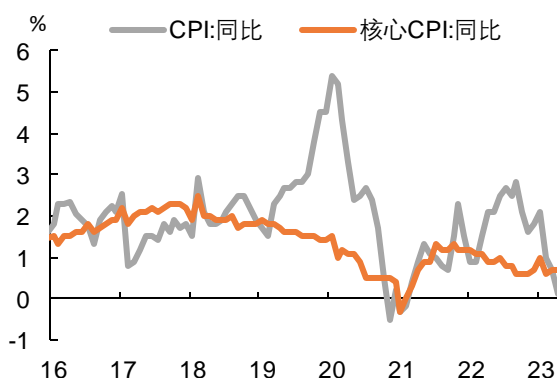
一、核心 CPI 增速回升

2023 年 7 月 CPI 同比收缩 0.3 个百分点，较上月进一步走弱。其中，CPI 食品分项同比下滑 4 个百分点至 -1.7%，是 CPI 下滑的主要拖累；而非食品分项同比回升 0.6 个百分点至 0%。7 月剔除食品和能源的核心 CPI 同比增速为 0.8%，较上月提升 0.4 个百分点，服务和商品价格均对核心 CPI 形成支撑。**各分项价格由强至弱排序分别是：服务>>工业消费品>食品。**

- 1. 食品价格逆季节性走弱，是 CPI 下滑的主要拖累。**据国家统计局公告，7 月食品烟酒对 CPI 同比的拖累为 0.14 个百分点，而 6 月为支撑 0.55 个百分点。食品价格变化的季节性特征较强，我们主要以环比增速观察其相对强弱。7 月 CPI 食品烟酒环比下跌 1%，2016 至 2022 年 7 月均值为上涨 0.5%。食品中的分项表现普遍弱于季节性规律，影响力（以权重及波动率衡量¹）较大的猪肉、鲜菜价格逆季节性走弱，而鲜果、鸡蛋、食用油价格也明显下跌，仅影响力偏弱的奶制品和水产品价格小幅上涨。
- 2. 工业消费品价格跌幅收窄，对 CPI 的拖累减弱。**据国家统计局数据解读，7 月 CPI 工业消费品价格同比下降 1.9%，降幅较上月收窄 0.8 个百分点。一方面，**能源价格反弹。**受国际油价上涨带动，国内成品油价格于 6 月 29 日、7 月 13 日、7 月 27 日连续三次调升。7 月能源价格同比跌幅收窄 2.4 个百分点至 -6.9%，我们测算其对 CPI 同比的拖累较上月收窄 0.14 个百分点。另一方面，**部分商品价格止跌回升。**据国家统计局数据解读，7 月扣除能源的工业消费品 CPI 同比降幅收窄 0.2 个百分点至 -0.3%；“618”促销活动结束，大型家用器具、家庭日用杂品和个人护理用品等价格有所回升，涨幅在 0.7%-1.2% 之间。**各分项中**，家用器具、中药和通讯工具价格环比涨幅较大，衣着、服装和鞋价格季节性调整；仅交通工具价格进一步走弱，已连续 6 个月下跌。
- 3. 暑期旅游带动服务价格上涨，对 CPI 形成较强支撑。**7 月服务 CPI 同比增速为 1.2%，较上月提升 0.5 个百分点。一方面，**旅游价格环比大涨**，受暑期出游大幅增加的需求推动，其中飞机票、旅游和宾馆住宿价格环比分别上涨 26.0%、10.1% 和 6.5%。另一方面，除旅游外的服务分项大多稳中有升。7 月居住、家庭服务、教育服务等价格较上月略有抬升；交通工具使用和维修、医疗保健、邮递服务等价格持平于上月，主要分项中仅通讯服务价格略有回落。

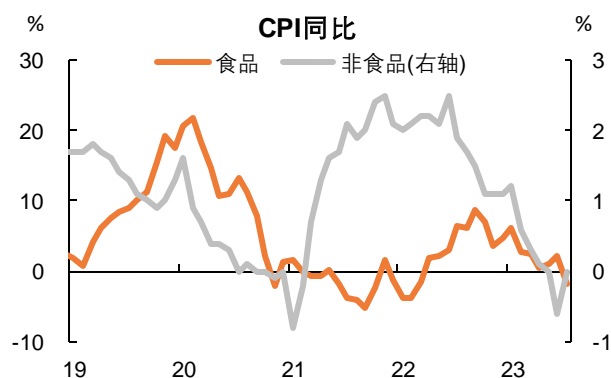
我们预计，2023 年 8 月 CPI 同比增速有望回升，存在由负转正的可能性。原因在于：一方面，近期国际原油和国内猪肉价格有企稳反弹迹象，对 CPI 新涨价因素的拖累有望减弱。8 月以来猪肉消费旺季临近，价格均值已较 7 月上涨 14.9%。国际原油供给端沙特及俄罗斯宣告减产，需求端得益于美国、中国经济韧性较强，价格存在一定支撑。另一方面，去年三四季度中国经济先后受房地产风险事件蔓延和疫情散发的冲击，叠加国际原油价格较快回落的影响，2022 年 8 月至 12 月 CPI 的环比表现从高于季节性转为持续低于季节性。**若今年下半年内需能够持续企稳，CPI 同比增速有望逐步回升。**

图表1 2023 年 7 月 CPI 同比下滑，核心 CPI 增速上行



资料来源:Wind, 平安证券研究所

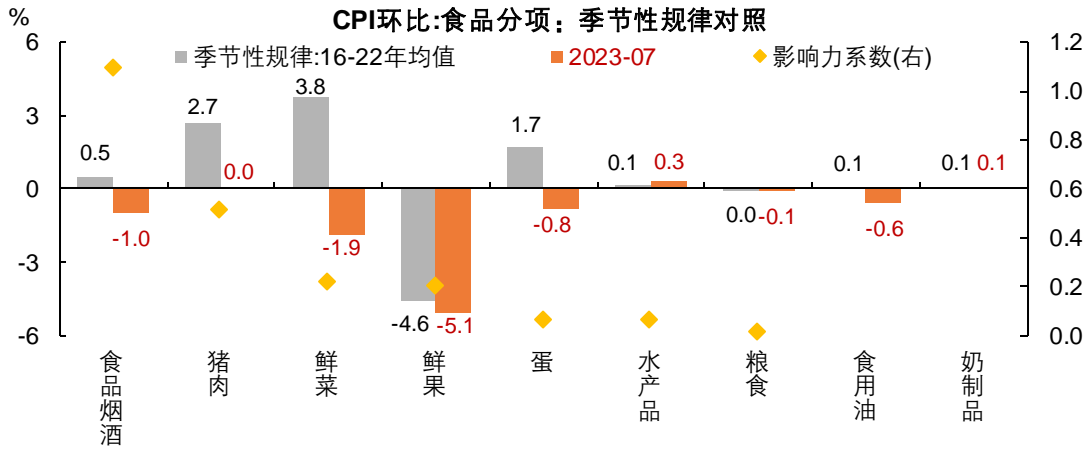
图表2 2023 年 7 月 CPI 食品价格走弱，非食品价格回升



资料来源:Wind, 平安证券研究所

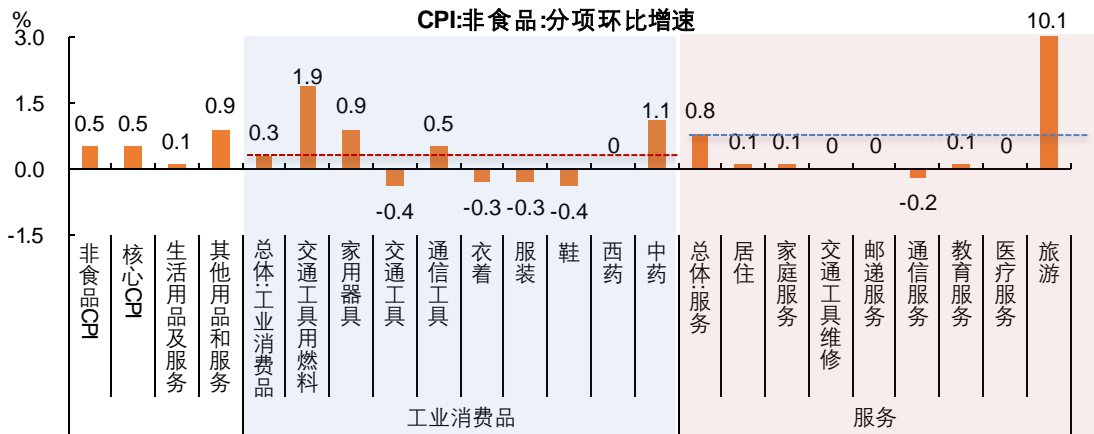
¹ CPI 分项 i 的影响力系数 = 分项 i 在 CPI 中的权重 * 分项 i 同比增速的波动率

图表3 2023年7月食品烟酒价格环比表现弱于季节性规律



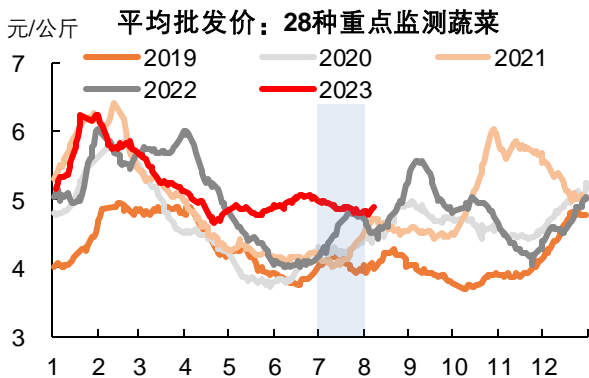
资料来源:wind,平安证券研究所

图表4 2023年7月CPI非食品价格分项环比增速



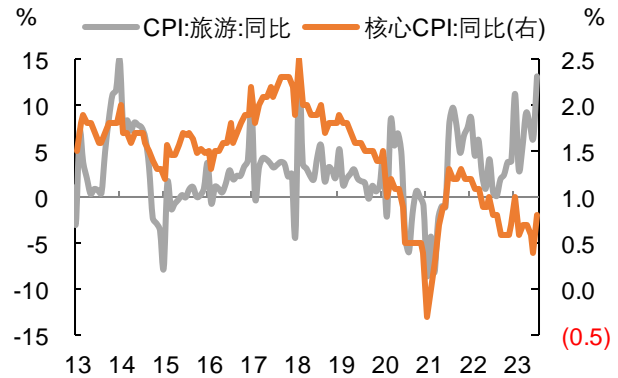
资料来源:wind,平安证券研究所

图表5 2022年7月蔬菜价格逆季节性回落



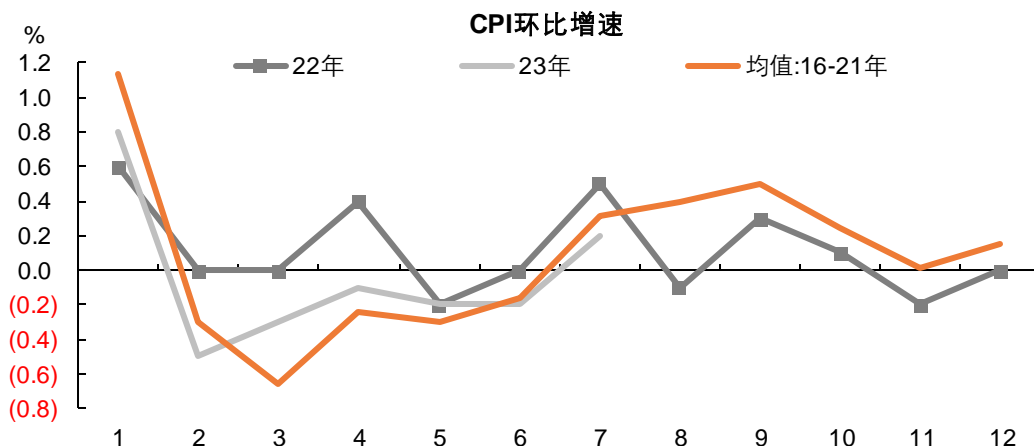
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表6 2023年7月CPI旅游分项增速走高



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表7 2022年8月至12月CPI环比增速弱于季节性均值

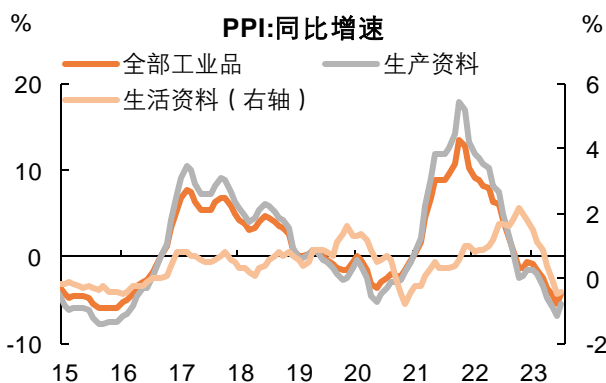


资料来源: wind, 平安证券研究所

二、PPI 环比跌幅收窄

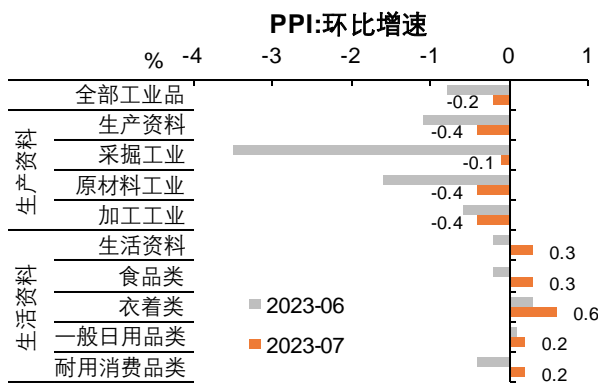
PPI 同比、环比增速均回升。2023 年 7 月 PPI 同比跌幅收窄 1 个百分点至-4.4%，PPI 环比跌幅收窄 0.6 个百分点至-0.2%。其中，生产资料 PPI 环比跌幅收窄 0.7 个百分点至-0.4%，生活资料 PPI 环比增速上行 0.5 个百分点至 0.3%，衣着类、食品类、耐用消费品类和一般日用品类价格环比均上行。

图表8 2023年7月PPI同比增速触底回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2023年7月PPI生活资料环比由跌转涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

分行业看，月度公布数据的 32 个行业有 22 个环比增速较上月提升，4 个行业环比增速持平于上月。PPI 环比跌幅收窄 0.6 个百分点的原因主要在于：

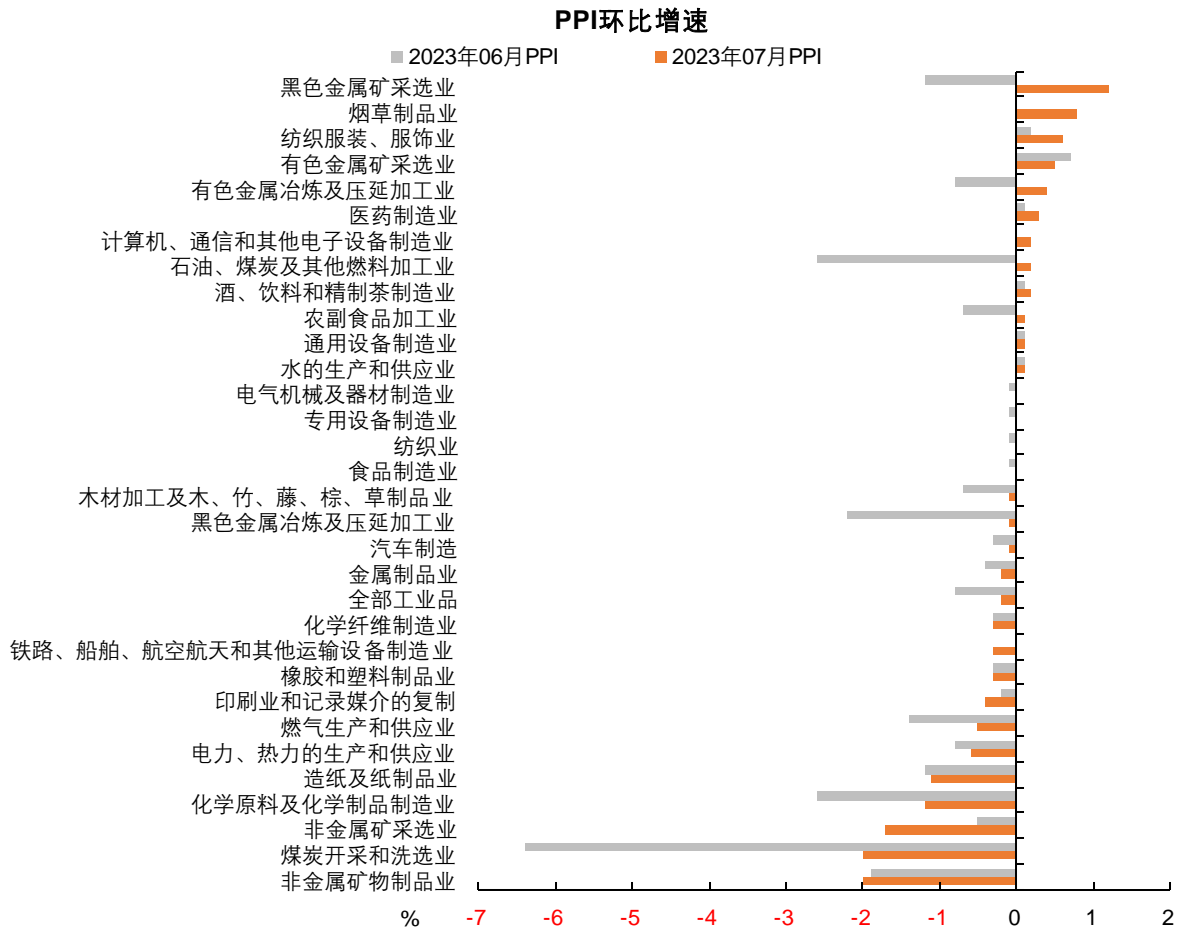
- 一是，国内政策预期升温，黑色商品价格跌幅收窄。一方面，稳增长政策预期回温，部分钢厂已收到“粗钢平控”通知，市场预期钢厂供需格局有望迎来改善，交投情绪高涨对黑色商品价格形成助推。另一方面，7 月建筑施工步入传统

淡季，但五大钢材品种累库幅度弱于预期，钢铁需求端韧性较强。同时，夏季高温天气对煤炭需求形成支撑，带动动力煤价格上涨。黑色板块4个子行业对7月PPI环比增速的拖累较上月收窄0.34个百分点²。

- 二是，国际原油及有色金属价格反弹。7月海外大宗商品价格反弹，布伦特原油单月大涨13%，CRB现货金属价格也上行0.9%。同时，以原油为原材料的化工品成本抬升，价格跌势放缓。石油化工板块5个子行业、有色金属板块2个子行业对7月PPI环比增速的拖累分别较上月收窄0.21个百分点、0.07个百分点。
- 三是，制造业中下游需求有所回补。7月装备制造、消费制造板块价格持平于上月，未进一步拖累PPI环比表现。装备制造板块中，技术密集型子行业表现更佳，计算机制造、智能消费设备制造、锂离子电池制造以及通用设备制造行业价格环比上行。消费制造板块中，文教工美体育和娱乐用品制造、烟草制品、医药制造、纺织服装、农副食品加工及酒饮料茶等6个子行业价格环比上行。

7月PPI同比增速回升，基本确认了我们此前对6月是年内PPI同比增速拐点的判断。结合翘尾因素判断，预计8月PPI同比跌幅将继续收窄，而后或震荡上行。然而，从绝对水平看，年内PPI同比增速较难回归正增长，对工业企业总体盈利的拖累还将持续。

图表10 2023年7月PPI跌幅收窄



资料来源: wind, 平安证券研究所

风险提示：海外经济超预期衰退使大宗商品价格下跌；国内房地产政策落地效果不及预期冲击黑色商品价格；生猪集中出栏超预期拖累猪肉价格。

² 注：石油煤炭加工行业的影响按照 1：1 分别计入内需黑色建材、石油化工产业链。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层