

2023年08月10日

核心 CPI 回升，PPI 或已见底

固定收益研究团队

——2023年7月价格数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

● 核心观点

1. 7月，CPI 同比-0.3%（前值 0，下同），核心 CPI 同比+0.8%（+0.4%）。PPI 同比-4.4%（-5.4%），PPIRM 同比-6.1%（-6.5%）。

2. CPI 同比在持续围绕 0 增速波动后在 7 月转为下行，但我们认为 7 月的 CPI 应该和核心 CPI 放在一起进行比较。7 月核心 CPI 同比上行 2023 年 1 月后的最高涨幅，此外，如果将核心 CPI 剔除地产影响，也就是将居住项中的房租租赁 CPI 项减掉，核心 CPI 中的其余部分已经重新上升到+1.2%，结束了连续 5 个月的涨幅收窄。从环比和季节性来看，7 月的 CPI 弱于 2018 年以来同期季节性，而核心 CPI 环比高于 2018 年以来同期季节性超过 0.2 个百分点。整体 CPI 和核心 CPI 之间出现了较为明显的分化。

3. 造成两者变动方向相反的原因在于能源和食品项，对同比拖累最大也是交通通信和食品烟酒。而这两大类的具体分项中，降幅最大的分别是受到原油价格大幅下降的交通工具燃料项、畜肉类中的猪肉项。从高频来看，国际原油从 7 月已经开始上升，发改委在 6 月底以来也多次上调国内成品油价格，只不过 2022 年同期基数较高的影响导致油价同比仍是下降，但环比已经开始边际上升，预计随着 8 月滞后基数开始回落并且随着油价的回升，能源项对整体 CPI 的拖累将会减小。另外的影响就是猪肉的价格，同样也是在 7 月底出现了回升。尤其是 7 月猪肉价格的环比是与 6 月持平的，随着 8 月猪价出现了回升，猪肉对 CPI 的拖累也将减小。

4. 核心 CPI 表现较好，或许可以证明内需正在回暖。内需当中的服务项的表现较为亮眼，文娱项和其中的旅游项大幅上涨。由于 7 月的暑假开始出现旅游旺季，叠加暑期档电影票房等持续高位运行，线下的服务型消费较为火热。

5. 另一个重要观察点是 PPI 的降幅收窄。从历史走势来看，PPI 已经处于底部区域，仅次于 1998 年、2008 年和 2015 年底的价格水平。因此，当下的 PPI 或许已经见底。那么在 PPI 见底之后的问题就是 PPI 将会出现回升还是在底部震荡？我们更倾向于 PPI 将会从底部回升，一是 7 月 PPI 同比较 6 月的收窄幅度已经比较明显，二是 8 月的高频显示大宗商品的价格仍然在上涨。

6. PPI 和名义库存周期有着较好的相关性，但实际上，名义库存周期在很大程度上是由价格主导的。因此，所谓的“三年库存周期”更像是三年的价格周期，对工业品价格的判断是更为关键的。另外，PPI 周期和经济周期也有着较高的重合趋势，并且由于价格是滞后指标，那么 6 月的 PPI 底或许进一步印证了 4-5 月的经济最弱阶段。

7. 我们认为经济底、价格低已经出现，相对应的就是利率低，因此我们想提示一是收益率再下行的空间和可能性有限，二是随着经济最弱的阶段过去，见底回升，带动收益率上行的概率更大。

● **风险提示：**政策变化超预期；价格变化超预期。

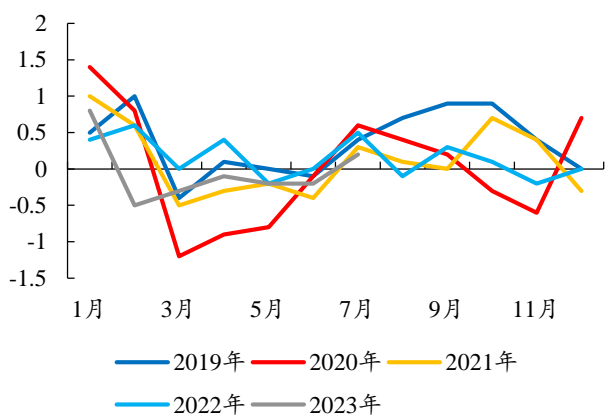
相关研究报告

《外需回落或已至底部—2023 年 7 月进出口数据点评》-2023.8.9

《双良转债投资价值分析：进军新能源的节能节水龙头—固收专题》-2023.8.8

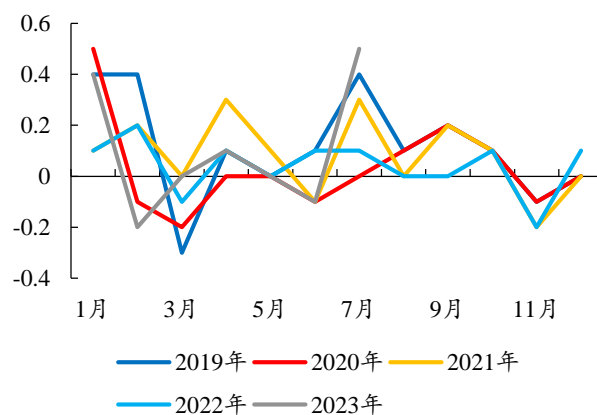
《部分价格指标上升—高频数据周报》-2023.8.6

附图 1: CPI 环比弱于季节性



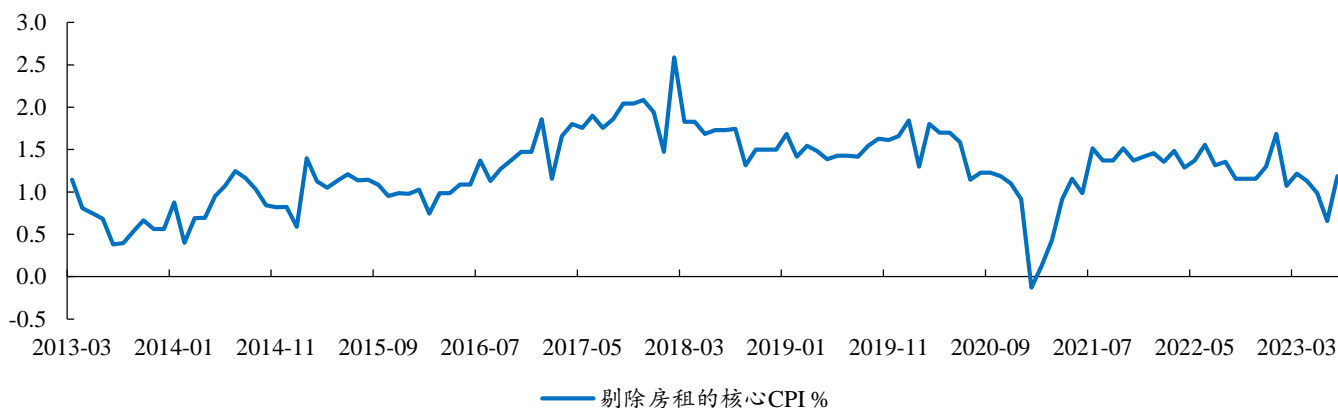
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 核心 CPI 环比强于季节性



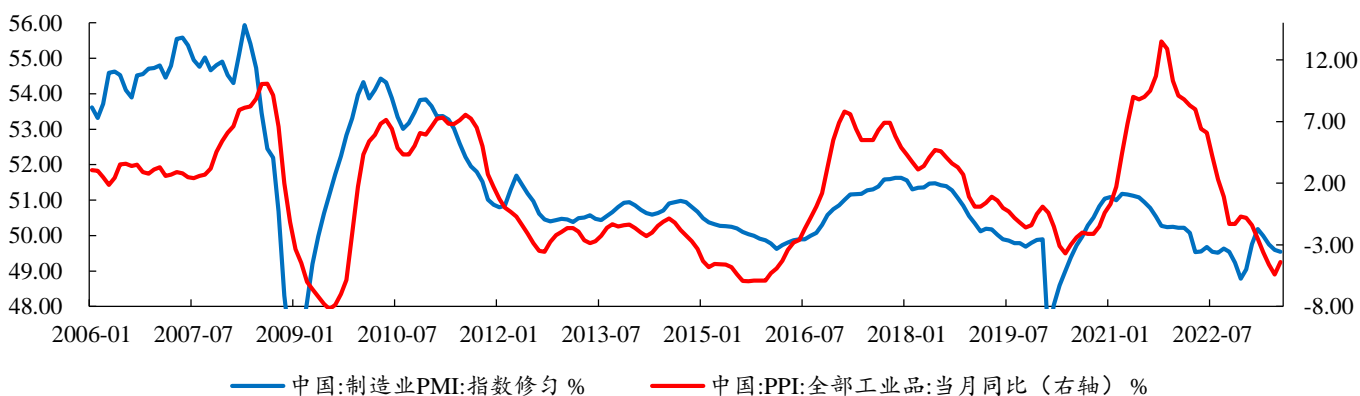
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 剔除房租的核心 CPI 回升到 1.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: PPI 或已见底回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn