

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

CPI 转负 PPI 反弹 未来或缓慢上行

—7月物价数据点评

2023年8月9日

分析师:

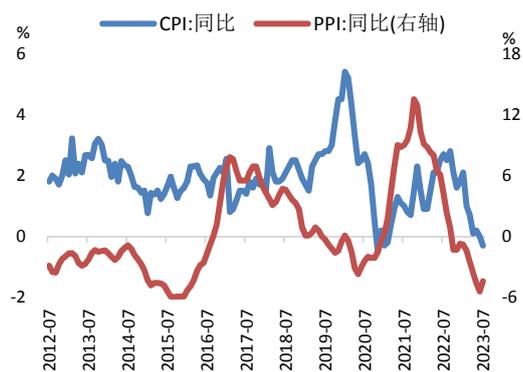
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI 与 PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《短期 CPI 或低位徘徊 PPI 存有反弹可能—6月物价数据点评》
- 《服务业接棒工业复苏 经济增长向稳态回归》

内容提要:

7月CPI同比-0.3%，预期-0.5%，前值持平；PPI同比-4.4%，预期-4.1%，前值-5.4%。

经济弱复苏、高基数效应以及部分食品价格逆季节性下跌拖累CPI同比涨幅，但同时一些积极的迹象开始显现，如服务类CPI强于历史均值、工业消费品价格有所企稳、核心CPI趋于回升等。展望未来，2022年8月基数较7月下行0.2个百分点，6月以来国内工业品价格企稳回升，猪肉价格阶段性回升等均有助于今年8月CPI转正，预计全年同比上涨0.6%，7月有可能成为全年的底部。

从PPI看，剔除基数扰动后还未实质性企稳，同时部分领域（如房地产市场等）的拖累仍然较大。年内PPI或继续上行。首先，2022年8月翘尾较7月收窄1.2个百分点，9-11月保持平稳；其次，近期南华工业品指数企稳回升有助于拉动PPI反弹，其6月日均值环比上涨1.3%，7月上涨5.2%，8月前8日均值继续上涨2.6%；同时，7月政治局会议重提“加大宏观政策调控力度”，8-9月专项债或加速发行，适时调整优化房地产政策等均有助于稳定市场预期以及整体通胀水平。综合来看，预计年内PPI或逐步缓慢上行，年末或接近-2%，全年同比下降3%左右。

如果未来CPI、PPI均趋于上行，平减指数反弹有助于名义GDP回升。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 8 月 9 日公布的数据显示，7 月 CPI 同比-0.3%，预期-0.5%，前值持平；PPI 同比-4.4%，预期-4.1%，前值-5.4%。

点评：7 月通胀一降一升，总体有所回升。从 CPI 看，经济弱复苏、高基数效应以及部分食品价格逆季节性下跌拖累 CPI 同比涨幅，但同时一些积极的迹象开始显现，如服务类 CPI 强于历史均值、工业消费品价格有所企稳、核心 CPI 趋于回升等。展望未来，预计 8 月 CPI 转正，全年同比上涨 0.6%，7 月有可能成为全年的底部。从 PPI 看，剔除基数扰动后还未实质性企稳，同时部分领域（如房地产市场等）的拖累仍然较大。综合考虑翘尾因素减弱、南华工业品指数有所企稳、政治局会议重提“加大宏观政策调控力度”等因素，预计年内 PPI 或逐步缓慢上行，年末或接近-2%，全年同比下降 3%左右。如果未来 CPI、PPI 均趋于上行，平减指数反弹则有助于名义 GDP 回升。

1、高基数因素与肉价拖累 CPI，食品价格弱于季节性，非食品价格反弹较快，拉动核心 CPI 回升

7 月 CPI 同比下降 0.3%，近几个月以来首次好于市场预期（-0.5%）。从环比看，7 月 CPI 环比上涨 0.2%，和历史（2011-2019 年，下同）同期均值一致，其中食品类逆季节性回落，非食品价格强于季节性。从同比分项看，食品价格由 6 月上涨 2.3%转为下降 1.7%，影响 CPI 下降约 0.31 个百分点。食品中，猪肉价格下降 26.0%，降幅比上月扩大 18.8 个百分点；鲜菜价格由 6 月上涨 10.8%转为下降 1.5%；鸡蛋、牛羊肉和虾蟹类价格降幅在 1.5%-4.8%之间，降幅均有扩大；鲜果、薯类和禽肉类价格涨幅在 2.2%-8.8%之间，涨幅均有回落。在 7 月 CPI 同比降幅中，2022 年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响为-0.3 个百分点（6 月为-0.5 个百分点）。

基数因素持续拖累 CPI。2022 年 7 月 CPI 较 6 月上行 0.2 个百分点至 2.7%，基数走高持续拖累今年二季度以来 CPI 同比涨幅。剔除基数因素后的 CPI 四年平均增速为 1.52%，与 6 月（1.52%）持平，连续 3 个月在 1.5%左右徘徊。

食品价格逆季节性回落。7 月食品价格环比回落 1.0%，大幅弱于历史同期均值（上涨 0.3%），主要受鲜菜与肉类价格逆季节性回落拖累。

肉类价格连续 8 个月环比回落但近 5 个月跌幅持续收窄，不过受高基数影响对 CPI 同比拖累加大。7 月肉禽及其制品价格环比回落 0.6%，大幅弱于历史同期均值（上涨 1.7%）；同比下跌 14.0%，为近 15 个月最低，

直接下拉CPI 0.48个百分点，较6月扩大0.4个百分点，主要受2022年7月同期基数偏高（同比上涨8.4%，此前14个月同比皆负）影响。其中，市场供应充足下的猪肉价格环比持平，虽然弱于历史同期均值（上涨3.1%），但仍为近9个月最高；同比下跌26%，为近15个月最低，主因2022年同期基数（上涨20.2%）偏高。能繁母猪产能去化仍然缓慢，根据农业农村部数据，今年6月能繁母猪存栏数环比（0.9%）时隔5个月后再度转正，而今年1-5月月均变化也仅为-0.6%，慢于2018年去化（18个月）的月均变化（-3.2%）。从基数上看，2022年7月上旬至9月末，猪肉价格整体呈现缓慢抬升（区间涨幅为13.6%），或将持续拖累今年三季度同比涨幅。今年7月下旬起猪肉价格出现一波较快反弹（至4月初水平），但可能是受压栏情绪上升等因素的影响，而并非供需基本面发生较大变化所致，猪肉价格难以持续大幅上涨。

其他主要食品类以跌为主。应季果蔬大量上市，鲜果、鲜菜价格环比分别下降5.1%、1.9%，鸡蛋、食用油价格分别下降0.8%、0.6%，仅有水产品、奶制品分别上涨0.3%、0.1%。从农产品、菜篮子产品批发价格200指数走势看，8月上旬较7月下旬有所企稳。对比国际价格，7月FAO食品价格指数（123.9）环比反弹1.3%，同比下跌12.1%，后者为3月以来最小跌幅。

非食品价格一改此前较弱表现。7月非食品价格环比上涨0.5%，强于历史同期均值（0.2%）。分项数据6涨1降。其中，教育文化娱乐、交通通信、其他用品及服务价格分别上涨1.3%、1.2%和0.9%，生活用品及服务、居住、医疗保健价格分别上涨0.6%、0.1%和0.1%；衣着价格下降0.3%。服务价格上涨0.8%，强于历史同期均值（0.6%），涨幅比6月扩大0.7个百分点，主要受出行类服务价格上涨带动，其中暑期出游大幅增加，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别上涨26.0%、10.1%和6.5%。工业消费品价格由6月下降0.4%转为上涨0.3%，其中受国际油价上行影响，国内汽油价格上涨1.9%；“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。

核心CPI有所回升。7月除去食品与能源的核心CPI同比上涨0.8%，较6月反弹0.4个百分点；四年平均增速反弹至0.85%，接近年内高位（5月，0.87%）但仍低于2022年12月（0.92%）。

综合而言，经济弱复苏、高基数效应以及部分食品价格逆季节性下跌拖累CPI同比涨幅，但同时一些积极的迹象开始显现，如服务类CPI强于历史均值、工业消费品价格有所企稳、核心CPI趋于回升等。展望未来，

2022年8月基数较7月下行0.2个百分点，6月以来国内工业品价格企稳回升，猪肉价格阶段性回升等均有助于今年8月CPI转正，预计全年同比上涨0.6%，7月有可能成为全年的底部。

2、PPI 反弹但降幅略超预期

PPI 有所反弹。7月PPI环比回落0.2%，同比回落4.4%，弱于市场预期（-4.1%），降幅较6月收窄1个百分点。PPIRM环比回落0.5%，同比降幅较6月收窄0.4个百分点。在7月4.4%的PPI同比降幅中，2022年价格变动的翘尾影响约为-1.6个百分点，新涨价影响约为-2.8个百分点。虽然翘尾较6月收窄1.3个百分点，7月南华工业品指数日均值环比上涨5.2%，但PPI同比降幅收敛仅为1个百分点且环比仍未转正，或表明虽然积极迹象显现但目前还未实质性企稳，同时部分领域（如房地产市场等）的拖累仍然较大。

生活资料环比转正。从环比看，7月生活资料价格环比上涨0.3%，为近9个月最高；生产资料价格回落0.4%，较6月收窄0.7个百分点。从四年平均增速看，两者并无明显改善。

从行业看，采掘业等跌幅收窄，石油、有色等行业转正，技术密集型行业价格持续上涨。其中，国内煤炭、钢材供应充足，需求有所增加，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比分别下降2.0%、0.1%，降幅分别收窄4.4、2.1个百分点。受国际市场原油、有色金属等价格上行影响，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均由降转涨，分别上涨4.2%、0.4%。另外，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%；文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨0.7%，纺织服装服饰业价格上涨0.6%；水泥制造价格下降6.5%，玻璃制造价格下降2.9%。

年内PPI或继续上行，但仍难以转正。首先，2022年8月翘尾较7月收窄1.2个百分点，9-11月保持平稳；其次，近期南华工业品指数企稳回升有助于拉动PPI反弹，其6月日均值环比上涨1.3%，7月上涨5.2%，8月前8日均值继续上涨2.6%；同时，7月政治局会议重提“加大宏观政策调控力度”，8-9月专项债或加速发行，适时调整优化房地产政策等均有助于稳定市场预期以及整体通胀水平。不过，近期部分房企债务问题仍然较为突出，未来房地产投资是否能企稳回升，还有待于销售数据以及融资端的好转。综合来看，预计年内PPI或逐步缓慢上行，年末或接近-2%，全年同比下降3%左右。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层