

7月CPI暂入通缩区间，稳增长政策发力下PPI同比筑底回升

——2023年7月物价数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2023年7月，CPI同比为-0.3%，涨幅较上月回落0.3个百分点；PPI同比下降4.4%，降幅较上月收窄1.0个百分点。

基本观点：7月CPI同比由平转降，主要原因是当月猪肉、蔬菜价格同比下行幅度加大，带动食品CPI同比由正转负，这抵消了暑假服务价格上涨、成品油价格上调带来的影响，推动整体CPI涨幅进一步降至通缩区间。我们认为，除了波动性较大的食品价格下降外，7月CPI进入通缩区间、以及前期物价水平持续低迷，背后是在市场供给充分的同时，消费修复力度整体较为疲弱，而且这种物价走势对消费信心的影响也不容低估。当前需要宏观政策适度发力，着力刺激居民消费，打破负向循环。

受需求旺季来临，宏观基本面向好、原油供给趋紧等因素提振，7月原油、铜等国际定价大宗商品价格上行，国内定价的煤炭、钢材等商品价格也出现触底企稳或反弹的势头，带动PPI环比降幅收窄；在环比仍继续走跌背景下，7月PPI同比降幅收敛，则主要源于上年同期价格基数下沉。

展望未来，7月CPI进入通缩很可能是一种短暂现象，8月食品价格下跌对整体物价的拖累效应有望缓和，加之服务价格涨幅有可能进一步扩大，8月CPI同比有回归正增长势头。事实上，在经济总体上延续复苏势头、M2增速保持两位数较快增长的背景下，接下来CPI持续处于通缩的风险很小。不过，在消费偏弱、供给充分的市场格局下，未来一段时间CPI将持续处于低位运行状态。PPI方面，伴随稳增长政策发力显效，需求改善有望持续推动大宗商品和工业品价格上行，未来几个月PPI通缩幅度有望延续收窄过程。后期工业品价格能走出怎样的上行态势，将主要取决于三季度逆周期调节政策在提振经济复苏动能方面的具体效果。

具体来看：

一、7月CPI同比由平转降，主要原因是当月猪肉、蔬菜价格同比下行幅度加大，带动食品CPI同比由正转负，这抵消了暑假服务价格上涨、成品油价格上调带来的影响，推动整体CPI涨幅进一步降至通缩区间。我们认为，除了波动性较大的食品价格下降外，7月CPI进入通缩区间、以及前期物价水平持续低迷，背后是在市场供给充分的同时，消费修复力度整体较为疲弱。而且这种物价走势对消费信心的影响也不容低估。当前确实需要宏观政策适度发力，着力刺激居民消费，打破负向循环。

时隔 29 个月，7 月 CPI 再度进入通缩状态，主要原因是尽管 7 月猪肉价格基本企稳，但在上年同期价格基数大幅走高影响下，当月猪肉价格同比降幅显著扩大，由上月的-7.2%扩大到了-26%。据我们测算，仅此一项，就会下拉 7 月整体 CPI 同比大约 0.23 个百分点。另外，7 月蔬菜供应充足，价格水平有所下行，加之上年同期价格基数同样大幅走高，当月蔬菜价格同比涨幅由正转负，下拉整体 CPI 同比约 0.13 个百分点。由此，在这两项波动较大、权重较高的食品价格走势带动下，7 月食品价格同比由上月的上涨 2.3%，变成了下滑 1.7%。也就是说，食品价格下跌是带动 CPI 同比降至通缩区间的主要原因。另外，前期汽车“价格战”影响仍然存在，7 月汽车价格同比继续出现较大幅度负增长，也将对 CPI 同比下行起到一定推动作用。

值得一提的是，受近期国际油价波动上行带动，国内成品油价格连续调升，7 月同比跌幅收窄。这对当月 CPI 同比下行起到一定缓解作用。另外，伴随暑期旅游等服务消费进入旺季，7 月飞机票价格由上月下降 5.8% 转为上涨 11.9%，宾馆住宿、旅游、电影及演出票价格分别上涨 13.2%、13.1% 和 5.9%，涨幅都有所扩大。这带动当月服务价格环比小幅上涨 0.8%，同比涨幅则由上月的 0.7% 扩大到 1.2%。

我们判断，7 月 CPI 进入通缩很可能是一种短暂现象。近期伴随生猪产能调整，猪肉价格正在出现较快上行势头，预计 8 月猪肉价格同比降幅会有显著收窄。另外，受天气因素等影响，进入 8 月以来蔬菜价格也在小幅上行，预计同比有望再度转正。这样来看，8 月食品价格下跌对整体物价的拖累效应有望缓和，加之服务价格涨幅有可能进一步扩大，8 月 CPI 同比有回归正增长势头。事实上，在经济总体上延续复苏势头、M2 增速保持两位数较快增长的背景下，接下来 CPI 持续处于通缩的风险很小。

不过，尽管通缩风险不大，市场上的持续通缩预期也不强烈，但当前低通胀是一个不争的事实，而且有可能持续下去。背后除了近期居民消费反弹乏力外，也与之前疫情期间宏观政策始终坚持不搞大水漫灌，以及当前商品和服务供给充分等因素有关。这充分体现在剔除波动较大的能源和食品价格后，7 月核心 CPI 同比为 0.8%，尽管较上月回升 0.4 个百分点，但仍连续 16 个月处于 1.0% 及以下区间。

偶现的通缩、持续的低通胀不仅是消费疲弱的结果，而且对消费信心的影响也不容低估。当前确实需要宏观政策适度发力，着力刺激居民消费，打破负向循环。我们认为，接下来除了各地各部门着力拓展消费场景、改善消费条件、优化消费环境外，财政政策阶段性发力促消费的必要性也在上升。这包括发放一定规模的消费券和消费补贴，适度减免汽车、电子、家居等大宗消费环节税费等。在外需持续下滑前景下，这将是推动三季度经济复苏动能转强的关键。

二、受需求旺季来临，宏观基本面向好、原油供给趋紧等因素提振，7 月原油、铜等国际定价大宗商品价格上行，国内定价的煤炭、钢材等商品价格也出现触底企稳或反弹的势头，带动 PPI 环比降幅收窄；在环比仍继续走跌背景下，7 月 PPI 同比降幅收敛，则主要源于上年同期价格基数下沉。

7月PPI环比下跌0.2%，跌幅较上月收窄0.6个百分点，同比下跌4.4%，跌幅较上月收窄1.0个百分点，这意味着6月很可能就是本轮PPI通缩的谷底，当前已转入回升阶段。

7月PPI环比降幅收窄，主要原因在于，受需求旺季来临，宏观基本面向好（美国核心通胀放缓、经济软着陆概率增加，中国稳增长政策频出、经济增长预期改善等），以及原油供给趋紧等因素提振，7月原油、铜等国际定价大宗商品价格上行，带动当月国内石油和天然气开采业、有色金属行业PPI环比转升；同时，国内定价的煤炭、钢材等商品价格也出现触底企稳或反弹的势头，7月煤炭开采业、钢铁行业PPI环比虽继续下跌2.0%、0.1%，但跌幅较上月大幅收窄4.4和2.1个百分点。7月PPI同比降幅收窄，则主要源于上年同期价格基数走低，当月翘尾因素从上月的-2.8%回升至-1.5%，抵消了新涨价因素从上月的-2.6%下滑至-2.8%对PPI同比的下拉作用。

分大类看，7月中上游生产资料价格虽有企稳反弹迹象，但仍未止住跌势——当月生产资料PPI环比下跌0.4%（前值为下跌1.1%），部分源于煤炭、钢材等商品供应充足，另一方面，从7月水泥价格仍持续走低可以看出，当前部分大宗商品和工业品价格上行，更多是预期升温带来的备货需求增加所致，实际需求尚未出现明显反弹，背后的主要原因在于年初以来消费需求修复偏缓，房地产投资持续下滑，抵消了基建投资保持较高增速带来的影响。7月生活资料PPI环比转升0.3%（前值为下跌0.2%），且各分项价格环比均有所上涨，同比跌幅也较上月收敛0.1个百分点至-0.4%。这与当月核心CPI走势一致，可能与暑期消费活跃带动商品提价有关，可持续性仍有待观察。

展望8月，7月24日中央政治局会议后，稳增长政策更为密集出台，对市场信心和国内定价商品价格都有一定提振作用，同时8月以来国际原油价格继续高位震荡，因此，预计8月PPI环比转升、小幅上涨的可能性较大。再加上去年同期基数走低，翘尾明显抬升，8月PPI同比跌幅有望收窄至-2.8%左右。我们判断，未来几个月PPI通缩幅度有望延续收窄过程。后期工业品价格能走出怎样的上行态势，将主要取决于三季度逆周期调节政策在提振经济复苏动能方面的具体效果。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。