

7月通胀数据解读：PPI触底意味着什么？



左景冉 分析师

Email: zuojingran@lczq.com

证书: S1320523020001

投资要点:

食品价格下跌是7月CPI环比数据的主要拖累项，非食品分项表现亮眼。7月国内CPI受2022年高基数的影响，同比数据延续上半年以来的弱势表现，8月有望企稳回升。环比方面食品为拖累项，主要受生猪价格低迷，5-6月鲜菜、水果价格过高的影响。向前看，未来猪菜价格走势将呈现一定程度的分化。而非食品分项表现亮眼，居民生活半径扩大，服务类商品价格快速上涨，未来此类补偿性消费的持续性有待观察。

PPI环比数据边际向好，同比触底反弹。环比方面受国际油价反转的影响，石油系商品价格由降转涨，国内输入性通缩压力得到初步缓解。但地产类商品价格仍在持续走低，未来环比走势延续性仍需观察相关扶持政策落地情况。与环比走势尚存疑虑不同，对于PPI同比数据，我们认为其年内低点已过，预计未来将实现触底反弹。

PPI同比数据触底对于下半年国内市场影响深远，我们总结，主要包含以下几方面：

第一，“量稳价增”，PPI上行推动下半年国内经济产出。工业增加值衡量产出，可发现其波动相对稳定，PPI走势对下半年GDP扩张速度影响更强，其同比上行将为经济增长提供有力支撑。

第二，政策面腾挪空间更大，执行灵活性更强。由于上半年PPI同比数据低迷，CPI-PPI剪刀差持续扩张，政策面不得不针对此现象提前进行调整。而伴随PPI同比转向，内需扩张初见成效，未来财政政策将获得更大的腾挪空间，可根据经济运行情况，调整发债节奏，执行灵活性更强。

第三，库存结构优化，企业利润获得增长。PPI同比走势和企业库存周期和利润波动有很强正相关关系，其触底回升将使市场库存结构得到优化同时伴随企业利润的提升，对于权益市场可重点关注相关企业盈利反转所带来的投资机会。

风险提示：国内经济复苏动能不足、海外经济超预期下行、美联储持续加息等。

相关报告

美国7月非农点评：非农再走弱，薪资粘性

2023.08.09

7月PMI数据解读

2023.08.01

6月财政数据解读：收入增速缓慢

2023.07.25

目 录

1. CPI: 非食品分项表现亮眼	4
2. PPI: 环比边际向好, 同比触底反弹	6
3. PPI 同比触底意味着什么?	10
4. 风险提示	11

图目录

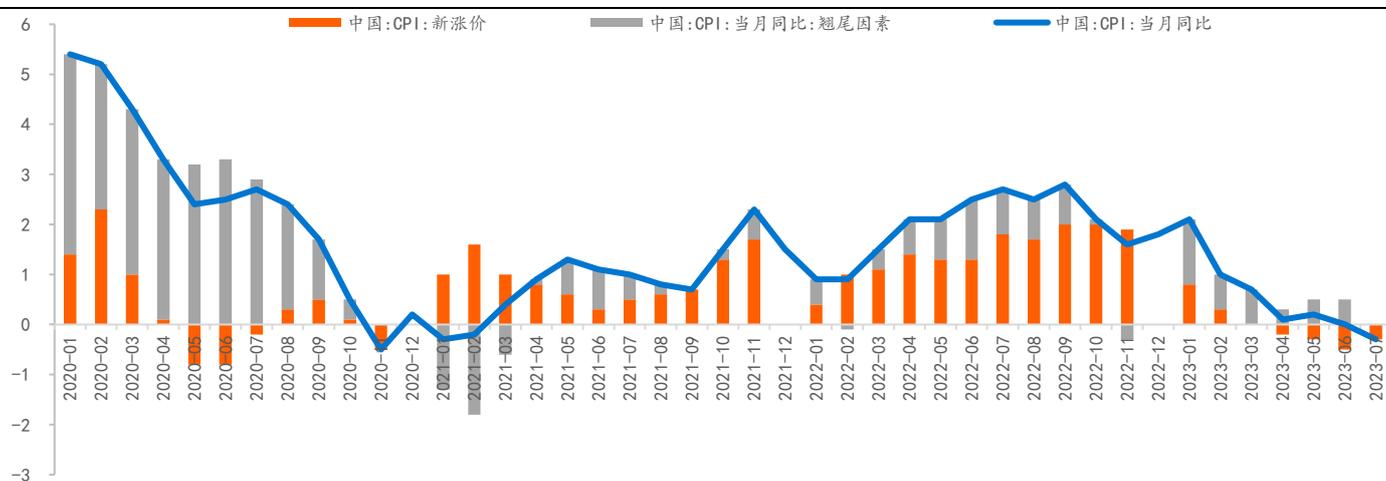
图 1	7 月国内 CPI 同比数据由平转降 (%)	4
图 2	7 月环比数据季节性走强, 幅度低于历史均值 (%)	4
图 3	食品价格下行为 7 月 CPI 环比数据的主要拖累项 (%)	5
图 4	7 月食品 CPI 各分项弱于均值水平 (%)	5
图 5	5 月、6 月鲜菜价格过高 (元/公斤)	5
图 6	猪粮比价跌至历史波动区间的底部位置 (元/千克)	5
图 7	国内航班架次快速增长 (架次)	6
图 8	7 月国内观影人次超预期 (万人、万元)	6
图 9	7 月国内 PPI 环比降幅收窄 (%)	7
图 10	生产、生活资料价格均实现触底 (%)	7
图 11	原油反转拉动 7 月原油系商品价格上涨 (美元/桶)	7
图 12	内需定价商品价格逐步修复 (%)	7
图 13	中游劳动密集型与技术密集型产品价格走势分化 (%)	8
图 14	地产类商品价格持续走低 (%)	8
图 15	建筑业新订单指数连续三月处于荣枯线下方	8
图 16	2022 年定基指数高点已过 (%)	9
图 17	领先指标已提前转向 (%)	9
图 18	PPI 与大宗商品价格波动高度相关 (%)	9
图 19	原油价格 7 月实现触底 (美元/桶、%)	10
图 20	PPI 同比上行将提升下半年国内经济总量 (%)	10
图 21	CPI-PPI 剪刀差收窄 (%)	10
图 22	PPI 可视为企业库存领先指标 (%)	11
图 23	企业利润有望得到修复	11

2023年8月9日，国家统计局公布7月国内通胀数据，CPI同比下降0.3%，预期下降0.5%，前值持平，环比数2月以来首次转正，增长0.2%；PPI同比下降4.4%，前值-5.4%，降幅显著收窄，环比下降0.2%。

1. CPI: 非食品分项表现亮眼

7月国内CPI受2022年高基数的影响，同比数据延续上半年以来的弱势表现，8月有望企稳回升。CPI同比增速由平转降，为年内首次出现负值，降幅略优于市场预期。其中翘尾因素的拉动效应显著减弱，较前值减少0.4个百分点；新涨价因素连续4个月处在负增长区间，持续时长超过2020年新冠疫情爆发期间，但降幅相较6月部分收窄，同比下滑0.4个百分点。伴随2022年基数高点的渡过，我们认为8月CPI同比数据有望企稳回升，新涨价因素的弱势表现显示当前市场内需恢复仍然较为平淡，当月商品价格上涨动力不足，但其降幅已经进入修复区间，考虑相关稳经济、促消费政策的相继出台，下半年市场的供求关系有望得到改善。

图1 7月国内CPI同比数据由平转降(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

CPI环比数据则是自1月之后首次实现转正，增长0.2个百分点。从整体趋势上看，走势基本符合历史性波动规律，7月可视为季节性走强，基本符合市场预期，但对比过去5年均值水平，本月增幅仍略有不足，相差约0.25个百分点。

图2 7月环比数据季节性走强，幅度低于历史均值(%)

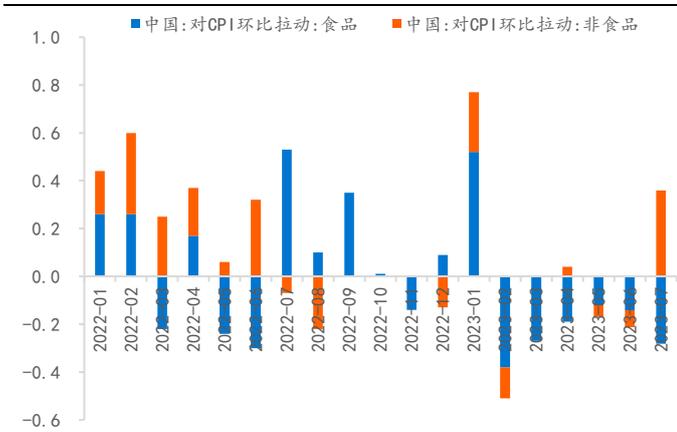


资料来源: Wind, 联储证券研究院

分项来看，食品价格下跌是7月CPI环比数据的主要拖累项。7月CPI食品分项环比下降1%，降幅相较6月扩大0.5个百分点，同历史均值水平相比，各分项表现不及

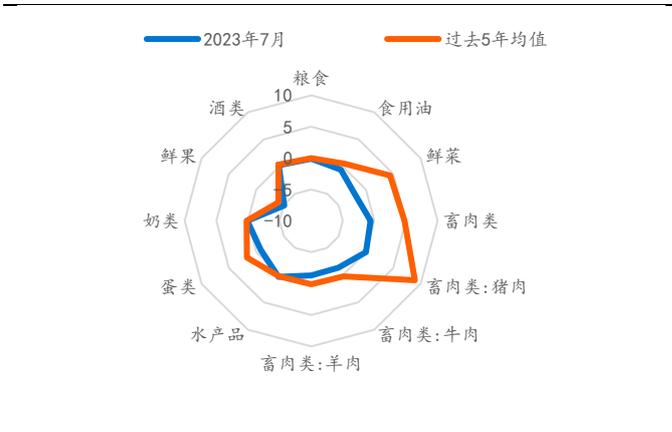
往年，主要食品品种中除水产品及酒类实现小幅增长、猪肉环比持平以外，其余食品分项环比增速普遍下行，其中鲜菜、鲜果、蛋类、食用油环比增速分别为-1.9%、-5.1%、-0.8%、-0.6%。

图3 食品价格下行为7月CPI环比数据的主要拖累项(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图4 7月食品CPI各分项弱于均值水平(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

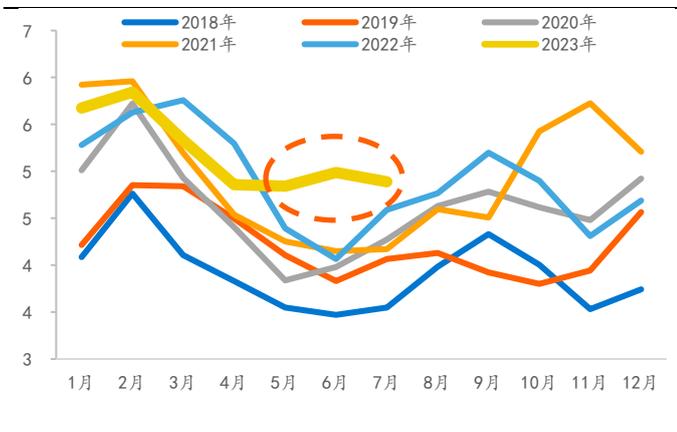
7月食品分项环比表现弱于均值的主要原因包含以下两点:

第一，畜肉中主要权重项猪肉2023年产能过剩，猪粮比价跌至历史波动区间的底部位置，传导至猪肉价格端导致其持续低位震荡。

第二，国内4月中旬的寒潮天气使得部分蔬菜、水果减产，新茬蔬菜上市时间推移，5、6月鲜菜水果价格远高于历史均值。7月应季蔬菜水果集中供给，价格大幅回调，导致其环比数据超季节性走低。

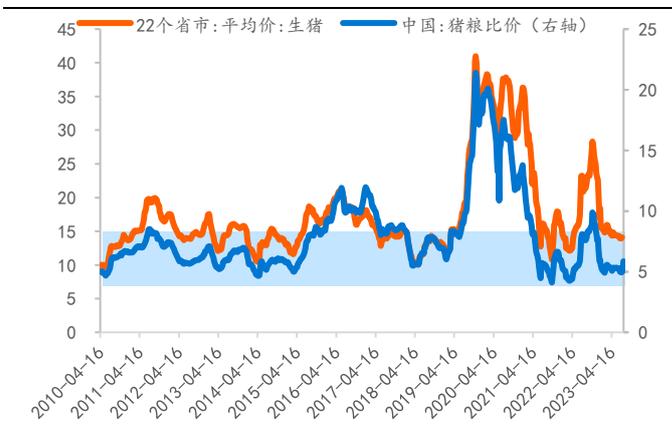
向前看，我们判断未来猪菜价格走势将呈现一定程度的分化，CPI食品分项将持续低于季节性。目前生猪供应充足，预期短期内猪价仍将维持低位。但7月中央已经启动年度第二批猪肉收储工作，部分缓解猪肉持续下行的压力，同时，猪粮比价已经开始阶段性反弹，我们判断三季度末猪肉价格有望实现温和上涨。而8月初集中出现的暴雨现象短期可能扰动鲜菜、水果供给，但根据农业部统计数据显示，全国蔬菜在田面积超1亿亩，高于22年同期水平，伴随缺口逐步修复，后续价格预计进一步回调。

图5 5月、6月鲜菜价格过高(元/公斤)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图6 猪粮比价跌至历史波动区间的底部位置(元/千克)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

CPI非食品分项7月由负转正，核心CPI内部复苏节奏分化。7月非食品CPI环比

增长 0.5，拉动 CPI 上涨约 0.4 个百分点，显示伴随稳经济、促消费政策的出台，市场需求已经开始进入修复区间，但其内部修复节奏呈现分化特征，耐用品消费节奏显著落后于接触性商品价格。其中家用器具和通信工具受六月市场促销期结束的影响，价格呈现上涨趋势，但占比更高的交通工具分项环比下滑 0.5 个百分点，显示当前汽车市场去库压力仍然较重，车企普遍通过购车优惠等方式刺激客户需求，未来提振汽车消费预计将是国家政策的主要发力点之一。

表1 7月国内 CPI 分项环比增速与均值数据对比 (%)

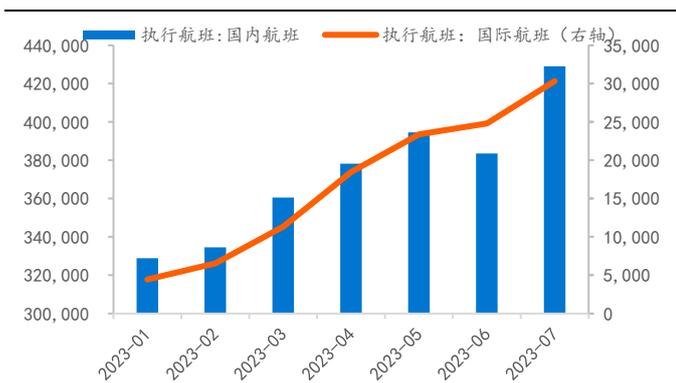
	CPI	食品(28.19%)	非食品(71.81%)	核心 CPI	消费品	服务		
2023-07	0.2	-1	0.5	0.5	-0.1	0.8		
2023-06	-0.2	-0.5	-0.1	-0.1	0.3	0.1		
2022-07	0.5	3	-0.1	0.1	0.6	0.3		
三年均值	0.5	1.8	0.1	0.1	0.6	0.3		
		食品烟酒(28%)						
		粮食(2%)	鲜菜(1.85%)	畜肉类(3.03%)	畜肉类:猪肉(1.25%)	鲜果(2.03)	水产品(2%)	
2023-07		-0.1	-1.9	-0.6	0	-5.1	0.3	
2023-06		0	2.3	-1.2	-1.3	-1.7	-1.2	
2022-07		0.1	10.3	11.8	25.6	-3.8	0.5	
三年均值		0.0	6.0	5.8	11.3	-3.4	0.3	
		居住(22.12%)	教育文化和娱乐(13.65%)	交通和通信(11.25%)	医疗保健(11.24%)	衣着(6.81%)	生活用品及服务(4.74%)	其他用品和服务(2%)
2023-07		0.1	1.3	1.2	0.1	-0.3	0.6	0.9
2023-06		0.1	-0.2	-0.5	0.1	-0.2	-0.5	-0.6
2022-07		0	0.5	-0.7	0	-0.4	0.3	-0.7
三年均值		0.1	0.4	0.4	0.0	-0.4	0.2	0.1

备注：括号内为各分项权重参考，由于具体数据国家统计局并未公布，部分按照同比数据测算

资料来源：Wind，联储证券研究院

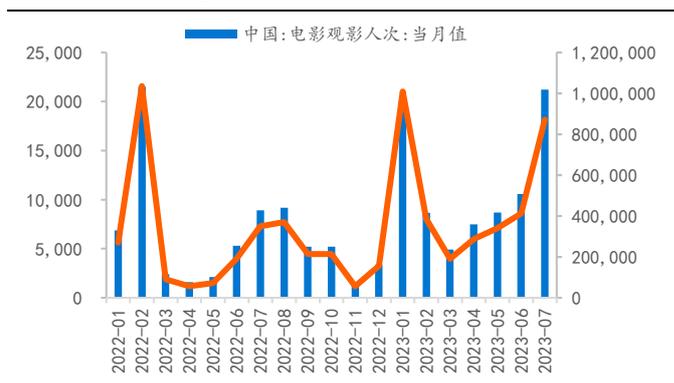
居民生活半径扩大，服务类商品价格快速上涨。随着7月暑期消费季的到来，当月接触性商品价格显著上涨，国内航班架次快速增长、观影人次超预期、当月票房超越春节档达到年度新高，CPI 旅游分项增长 10.1 个百分点，显示居民生活半径扩大。服务业修复程度优于制造业，服务类商品价格成为当前非食品 CPI 的主要拉动项，但伴随暑期旅游季的结束，后期仍需关注补偿性消费的持续性。

图7 国内航班架次快速增长 (架次)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 7月国内观影人次超预期 (万人、万元)

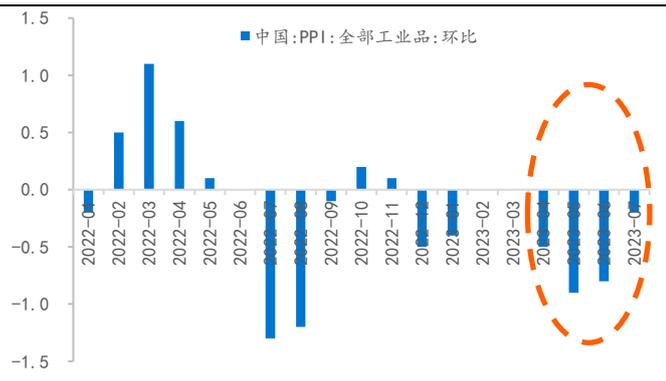


资料来源：Wind，联储证券研究院

2. PPI: 环比边际向好，同比触底反弹

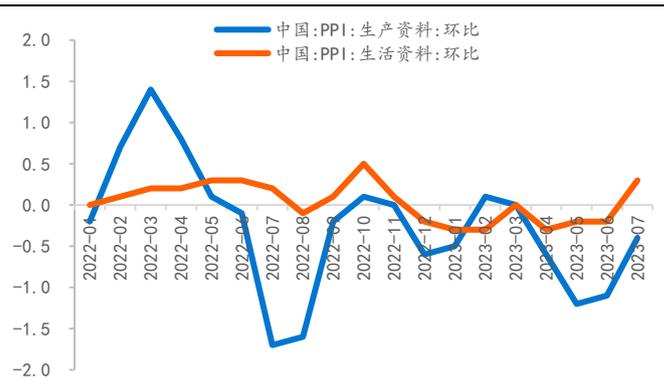
7月PPI 环比数据连续第四个月处在下行区间，但降幅相较6月明显收窄。其中生产资料环比下降0.4%，降幅收窄0.7个百分点；生活资料实现由负转正，环比上行0.3%。PPI 环比数据的改善显示当前我国生产与生活资料整体供应充足，政策面不断加大支持力度，国内需求开始逐步修正，同时，大宗商品价格转向传导虽然有所迟滞，但已经在国内上游市场有所体现。

图9 7月国内PPI环比降幅收窄(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图10 生产、生活资料价格均实现触底(%)

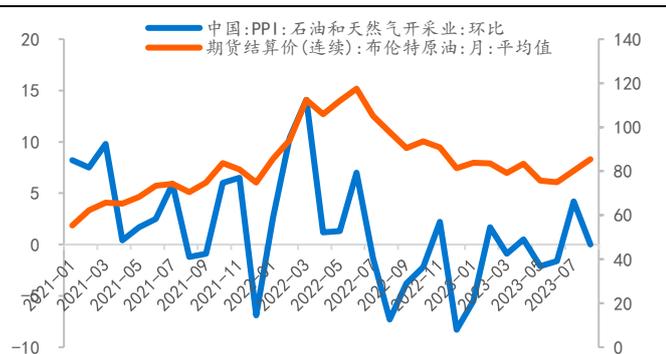


资料来源: Wind, 联储证券研究院

分项拆分PPI环比数据,受国际油价反转的影响,石油系商品价格由降转涨,成为7月环比数据的主要拉动项,国内石油和天然气开采业环比数据由正转负,较前值上涨5.8个百分点,国内输入性通缩压力得到初步缓解。

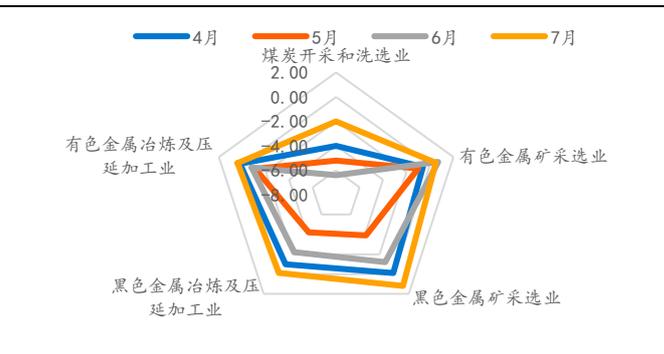
内需定价商品中有色金属、铁矿石产品价格均有不同程度的上涨,黑色、有色金属矿采选业环比上行1.2%、0.5%,有色金属冶炼及压延加工环比上行0.4%。而煤炭供应则相对较为充裕,动力煤价格7月维持低位运行,煤炭开采和洗选业环比延续下行趋势,但降幅相较前值有所收窄。

图11 原油反转拉动7月原油系商品价格上涨(美元/桶)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

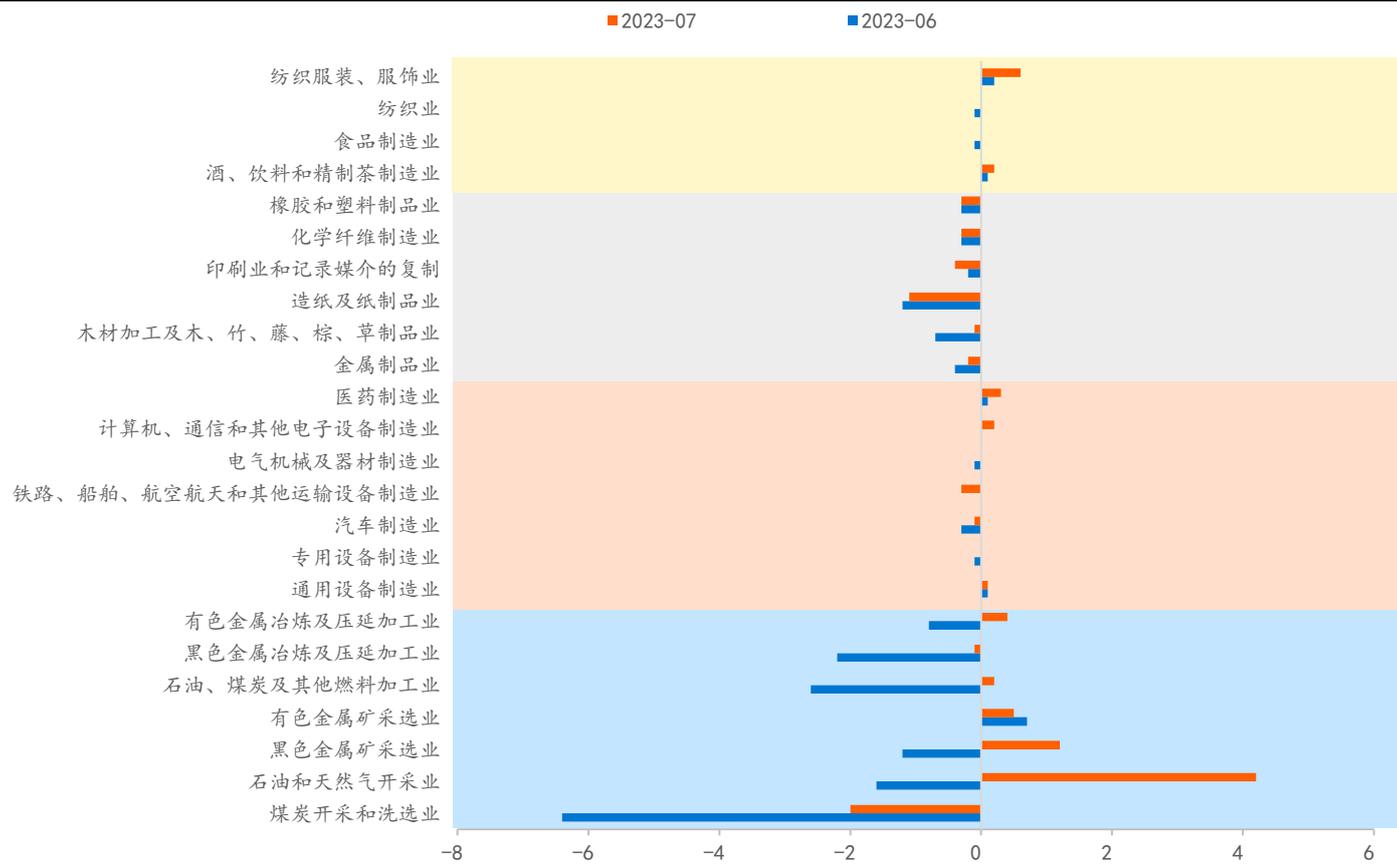
图12 内需定价商品价格逐步修复(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

从产业链角度看,3月以来国内上下游产能结构性分配不均的局面正在逐渐得到改善。原料端商品价格实现回升,上游企业盈利得到恢复。中游制造业商品价格走势则呈现一定程度的分化,与原料端直接对接的劳动密集型产品价格持续走低,但我们判断伴随上游价格修复逐步向下游传导,相关企业商品价格短期内有望实现触底。而与下游市场连接更紧密的技术密集型产品价格韧性较强,部分行业商品价格7月甚至实现环比正增长,显示国内当前稳经济、扩内需政策已初见成效。

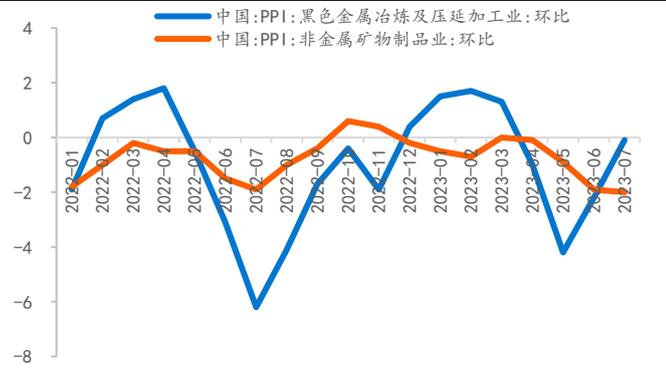
图13 中游劳动密集型与技术密集型产品价格走势分化 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

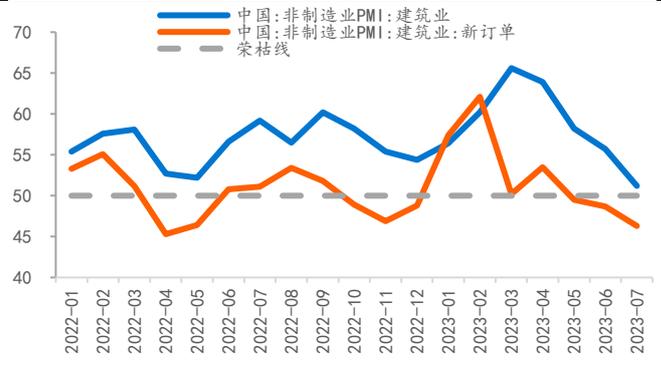
虽然7月PPI环比数据呈现边际修复,但地产类商品价格仍在持续走低,未来修复持续性仍需观察相关扶持政策落地情况。6-7月通常为国内房地产市场消费旺季,但由于当前居民普遍对房价上涨信心不足,导致购房消费意愿不强,商品房成交面积依旧低于预期,7月建筑业新订单指数延续下行趋势,连续3个月位于荣枯线以下。反映至商品端,表现为地产类商品包括黑色金属、水泥等价格下跌。7月31日,国家发改委出台《关于恢复和扩大消费的措施》,其中主要关注点即为房地产及汽车产业。我们判断,未来扩内需发力重点将集中于如何稳定地产,地产类商品价格走势也将直接影响PPI环比修复持续性。

图14 地产类商品价格持续走低 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图15 建筑业新订单指数连续三月处于荣枯线下方



资料来源: Wind, 联储证券研究院

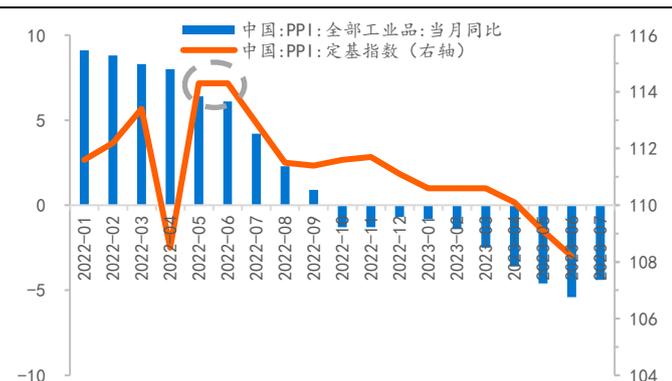
与环比走势尚存疑虑不同,对于PPI同比数据,我们认为其年内低点已过,预计未

来将实现触底反弹，主要原因包含以下几点

第一，领先指标率先转向。PPI 作为衡量制造商生产商品的价格变动指标，与经济周期切换显著相关，因此 OECD 通常可作为判断 PPI 走势的领先指标。从 05 年至今两者走势来看，其拐点通常领先 PPI 2-4 季度，而 22 年 8 月 OECD 指标开始转向，借此判断年中预计为 PPI 同比数据拐点。

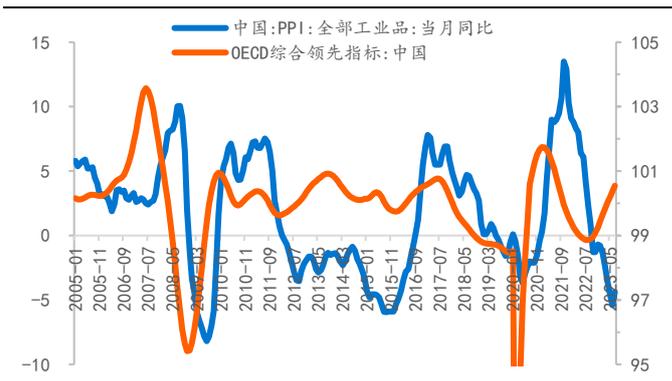
第二，高基数影响消退。从定基指数看，2022 年 6 月、7 月为年内高点，8 月开始该指数进入下行区间，同比高基数压力有望得到显著缓解。

图16 2022 年定基指数高点已过 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

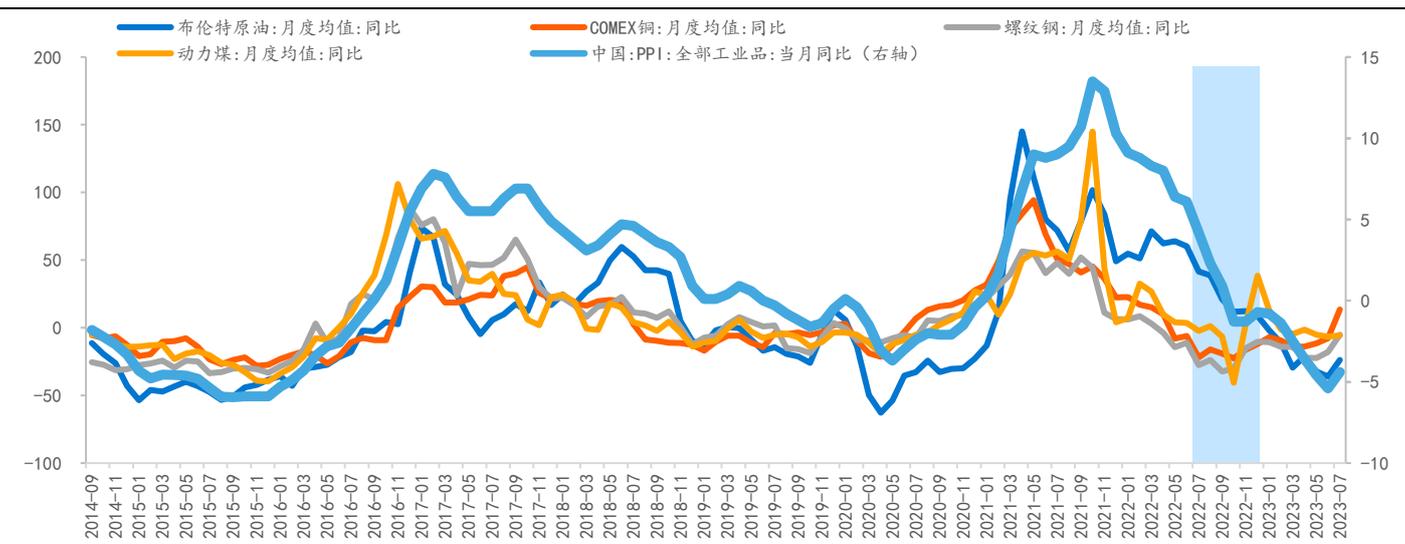
图17 领先指标已提前转向 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

第三，22 年下半年主要品类大宗商品价格进入下行区间，相关性最强的原油价格年内低点已过。PPI 数据波动与大宗商品价格高度相关。我们选取黑色、有色、能源行业四种主要大宗商品品类：原油、铜、螺纹钢及动力煤价格与 PPI 进行对比，可以发现走势存在极强的相关性。经过计算，2020 年至今，以上四品类大宗商品与 PPI 同比数据相关性分别为 88.9%、61.26%、60.72%、71.3%。而除动力煤以外，与本年度年中价格相比，7 月末原油、铜、螺纹钢价格均有明显抬升，且后续四品类大宗商品均将面临基数逐月降低。

图18 PPI 与大宗商品价格波动高度相关 (%)

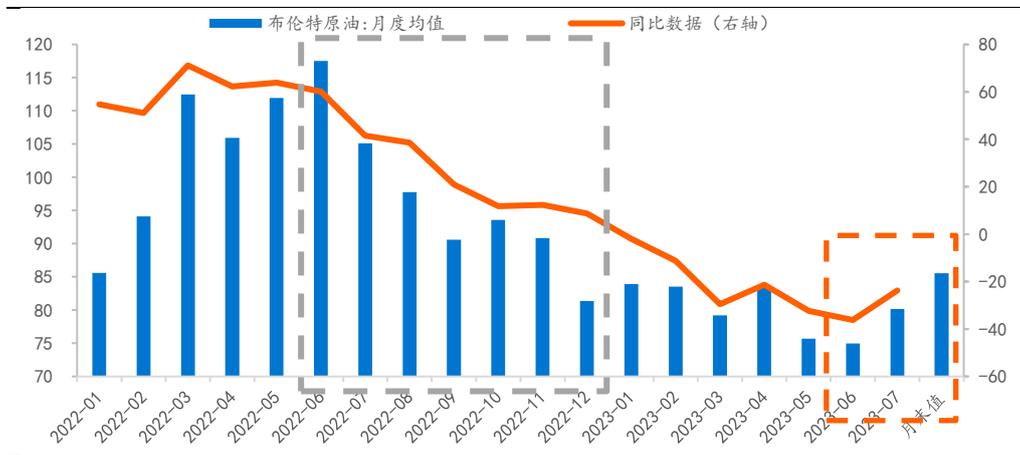


资料来源：Wind，联储证券研究院

我们选取与 PPI 同比相关性最强的原油价格进行分析。原油价格 7 月已经实现触底反弹，月度均值相较 6 月上涨 6.91%。尽管需求端受整体经济形势的影响，尚未出现明

显转向，但供给端支撑力度进一步加强。8月3日 OPEC+会议，沙特和俄罗斯决定延长原油减产计划，7月至今 OPEC 产量大幅减少 90 万桶/日，为 2020 年以来单月最大减幅，显示产油国当前足够的挺价决心。我们认为下半年原油价格下方支撑力度较强，预计呈现宽幅震荡，考虑基数逐月降低的影响，其同比数据预计触底反弹，作为重要的驱动项，我们判断，PPI 年内同比低点大概率已经形成，未来将进入上行区间。

图19 原油价格7月实现触底（美元/桶、%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

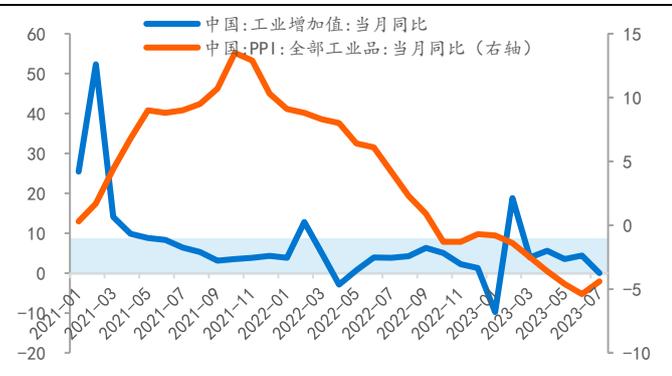
3. PPI 同比触底意味着什么？

PPI 同比数据触底对于下半年国内市场影响深远，我们总结，主要包含以下几方面：

第一，“量稳价增”，PPI 上行推动下半年国内经济产出。以公司类比国家，国家经济总量即 GDP 受两方面的影响，即单价和产出。我们选取工业增加值衡量产出，可发现其波动相对稳定，因此“价格”即 PPI 走势对下半年 GDP 扩张速度影响更强，其同比上行将为经济增长提供有力支撑。

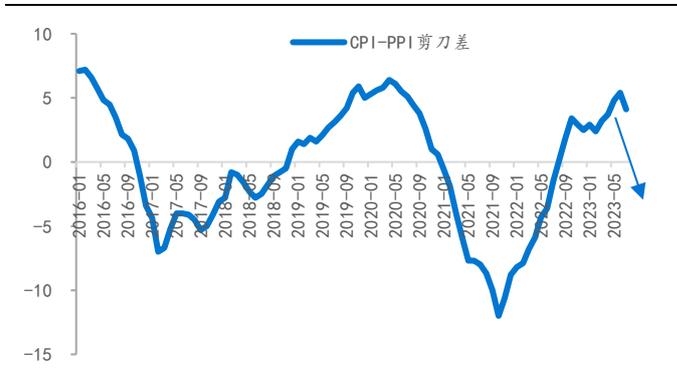
第二，政策面腾挪空间更大，执行灵活性更强。由于上半年 PPI 同比数据低迷，CPI-PPI 剪刀差持续扩张。政策面不得不针对此现象提前进行调整，而伴随 PPI 同比转向，内需扩张初见成效，未来财政政策将获得更大的腾挪空间，可根据经济运行情况，调整发债节奏，执行灵活性更强。

图20 PPI 同比上行将提升下半年国内经济总量（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图21 CPI-PPI 剪刀差收窄（%）

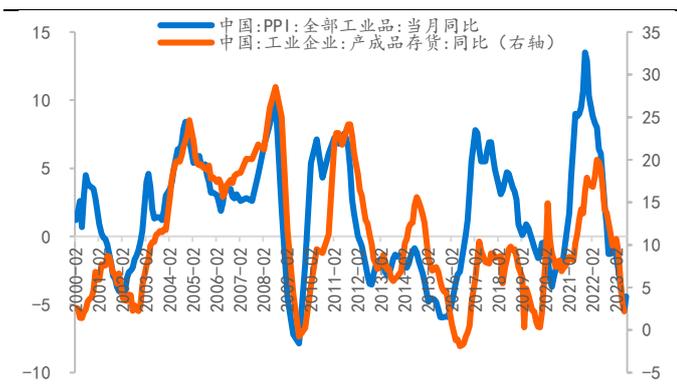


资料来源：Wind，联储证券研究院

第三，库存结构优化，企业利润获得增长。PPI 同比走势和企业库存周期和利润波动有很强正相关关系，其触底回升将使市场库存结构得到优化同时伴随企业利润的提升，

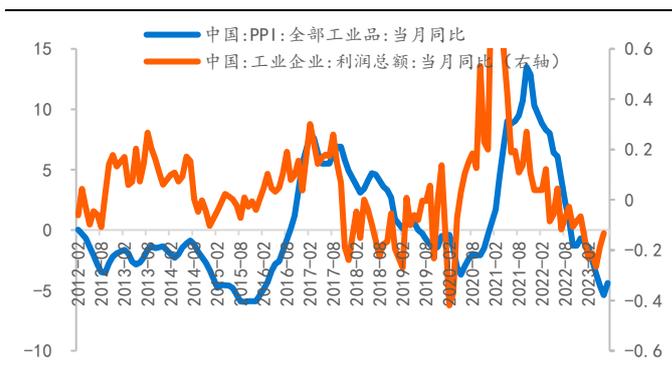
对于权益市场可重点关注相关企业盈利反转所带来的投资机会。

图22 PPI 可视为企业库存领先指标 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图23 企业利润有望得到修复



资料来源：Wind，联储证券研究院

4. 风险提示

国内经济复苏动能不足、海外经济超预期下行、美联储持续加息等

免责声明

联储证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000