

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

相关研究

- 出口续显韧性，高增或近尾声
- 生产需求走弱，企业主动去库
- 美联储 7 月议息会议点评：加息符合预期，路径有待观察

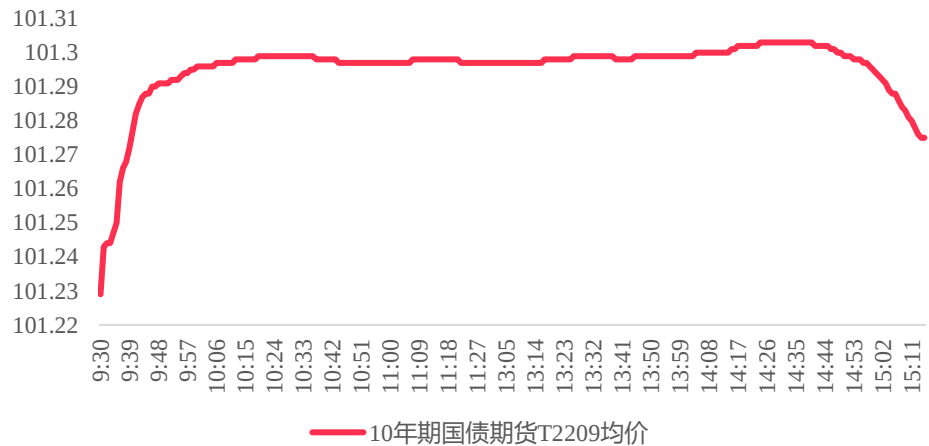
- 2022 年 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，前值 2.5%。CPI 不及市场预期的 2.9%，非食品项是拖累。一方面，疫情依然压制内需，核心 CPI 上行乏力，7 月核心 CPI 同比上涨 0.8%，前值 1.0%，环比上涨 0.1%，同比增速自去年 7 月以来没有超过 1.3%。另一方面，大宗商品价格特别是原油价格 7 月大幅下行，拉低了能源价格的增速。PPI 则受国际国内等多因素影响，同比增速继续放缓，7 月 PPI 同比上涨 4.2%，预期 4.7%，前值 6.1%，环比由平转降，PPI 由上月持平转为下降 1.3%。
- CPI 低于市场预期，食品项拉动增速。食品 CPI 同比上涨 6.3%，较前值增加 3.4 个百分点。非食品 CPI 同比上涨 1.9%，较前值下降 0.6 个百分点。从同比增速看，交通和通信、食品烟酒依然是 CPI 主要拉动项。从环比增速来看，7 月与 6 月的结构发生了变化，7 月 CPI 环比超季节性的主要贡献项是食品，非食品项是拖累，与 6 月食品项拖累 CPI 环比增速、非食品项拉动 CPI 环比增速的结构特征相反。如上所述，结构反转由三方面因素综合而成，即食品价格上涨、能源价格下行、核心 CPI 疲弱。
- 疫情影响犹在，内需疲弱延续。疫情对内需的影响分为长期和短期两个层面。短期看，疫情边际冲击内需，6 月疫情缓和，因此 6 月的核心 CPI 表现超季节性，7 月疫情反复，核心 CPI 因而走弱。长期看，疫情持续影响居民的消费习惯，居民的消费意愿自 2020 年一季度明显降低之后，一直没有回到疫情之前的水平。以“城镇居民人均消费/可支配收入”衡量的城镇居民消费倾向，与问卷调查的结果指向一致，疫情对消费的“砸坑”没有填补，并且 2022 年二季度有边际再次走弱的迹象。
- 商品价格大幅下行，PPI 同比加速放缓。7 月，受国际国内等多因素影响，工业品价格整体下行，PPI 环比由平转降，同比涨幅继续回落。生产资料价格同比上涨 5.0%，较前值下降 2.5 个百分点；生活资料价格同比上涨 1.7%，增速与前值持平。从生产资料大类来看，上、中、下游产业链同比增速绝对值依此减小，回落速度依此加快。
- 后市展望。核心 CPI 受内需不振影响，弱势没有明显改观，价格上行的动力主要由食品价格驱动，7 月较高的鲜菜、鲜果价格在 8 月已出现回落，料想不会成为通胀的持续推动因素，猪肉价格周期性上行，斜率尚在预期之内，因此，CPI 目前不会成为货币政策宽松的掣肘。

风险提示：疫情发展超预期；经济修复不及预期

2022 年 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，低于市场预期的 2.9%，10 年期国债期货价格在数据公布之后上行。非食品项是拖累，一方面，疫情依然压制内需，核心 CPI 上行乏力，同比增速自 2021 年 7 月以来没有超过 1.3%。另一方面，大宗商品价格特别是原油在 7 月的大幅下行，拉低了能源价格的增速。

PPI 则受国际国内等多因素影响，同比增速继续放缓，7 月 PPI 同比上涨 4.2%，较前值下降 1.9 个百分点，环比由平转降，PPI 由上月持平转为下降 1.3%。

图 1：CPI 不及预期，国债期货价格上行

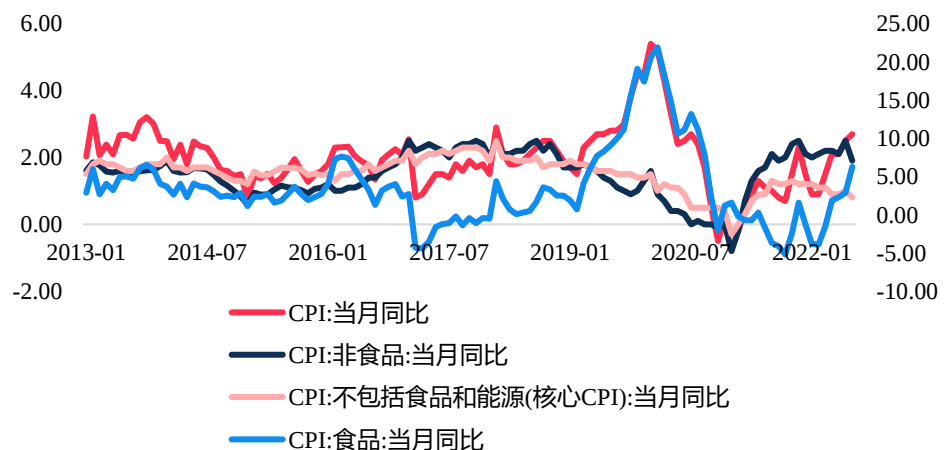


资料来源：Wind, 首创证券

1 CPI 低于市场预期，食品项拉动增速

CPI 低于市场预期，食品项拉动增速。从同比看，CPI 上涨 2.7%，较前值增加 0.2 个百分点。其中，食品 CPI 上涨 6.3%，较前值增加 3.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.12 个百分点。非食品 CPI 上涨 1.9%，较前值下降 0.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.56 个百分点。核心 CPI 同比上涨 0.8%，较前值下降 0.2 个百分点。

图 2：食品带动 CPI 同比增速上升、非食品 and 核心 CPI 同比增速下降



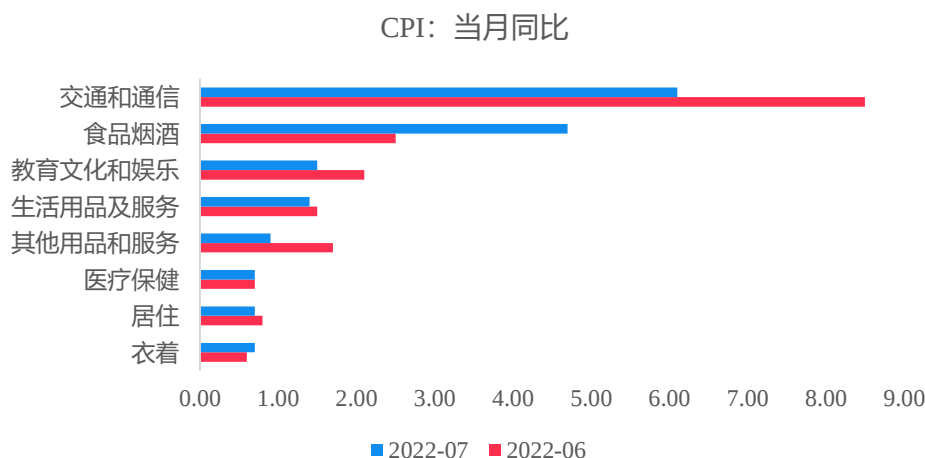
资料来源：Wind, 首创证券

观察 8 大类物价指数 7 月份的同比增速，有以下几个特征：一是交通和通信、食品烟酒依然是同比增速的主要拉动项。二是除了食品烟酒以外，其他七大类价格 7 月同比增速均不高于 6 月。三是 8 个大类的价格同比增速均为正。

具体而言，食品烟酒类价格同比上涨 4.7%，影响 CPI 上涨约 1.28 个百分点。交通

通信、教育文化娱乐价格同比分别上涨 6.1%和 1.5%，生活用品及服务、其他用品及服务价格同比分别上涨 1.4%和 0.9%，衣着、居住、医疗保健价格同比均上涨 0.7%。

图 3：8 大类分项同比

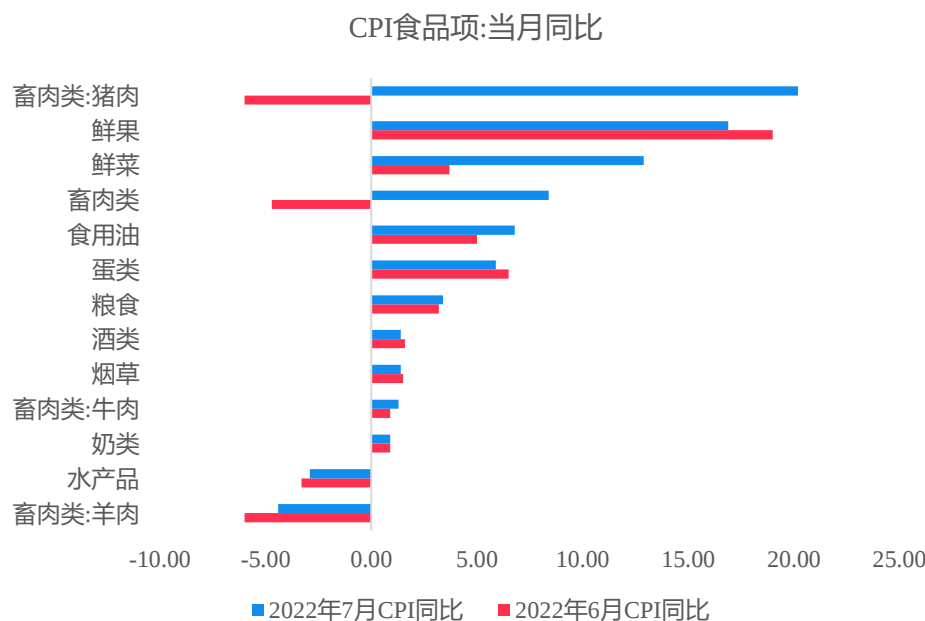


资料来源: Wind, 首创证券

食品中，鲜果价格同比上涨 16.9%，影响 CPI 上涨约 0.30 个百分点；鲜菜价格同比上涨 12.9%，影响 CPI 上涨约 0.24 个百分点；蛋类价格同比上涨 5.9%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；粮食价格同比上涨 3.4%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；水产品价格同比下降 2.9%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点。

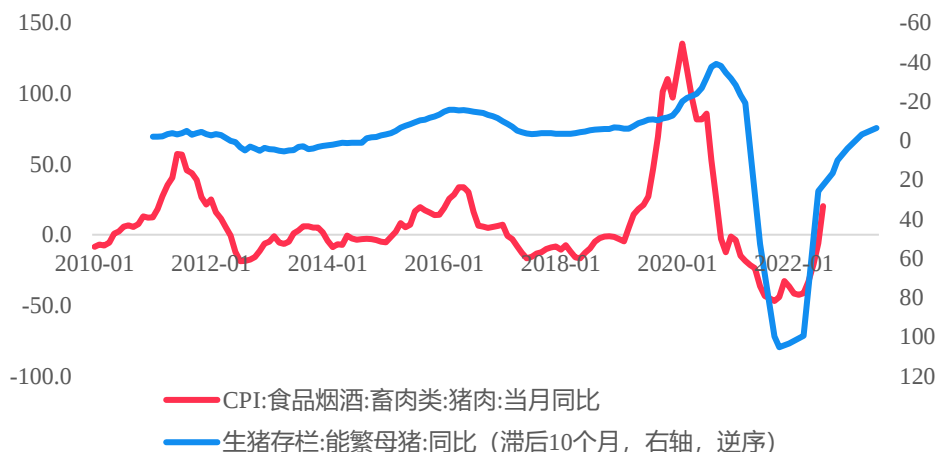
畜肉类价格同比上涨 8.4%，影响 CPI 上涨约 0.27 个百分点，其中猪肉价格同比上涨 20.2%，影响 CPI 上涨约 0.27 个百分点。

图 4：CPI 食品分项当月同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

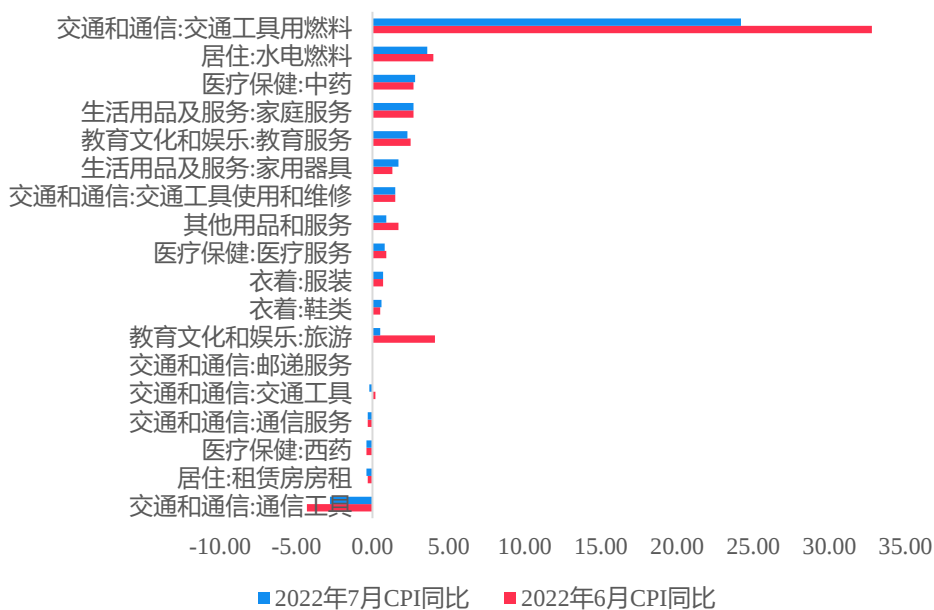
图 5：能繁母猪同比大幅下降，猪价开始走高（%）



资料来源：Wind, 首创证券

非食品中,交通工具用燃料和水电燃料依然同比涨幅居前,但较6月增速有所下降,反映了7月能源价格的大幅下降。旅游或受疫情散发影响,7月同比增速较6月有较大幅度的下行。

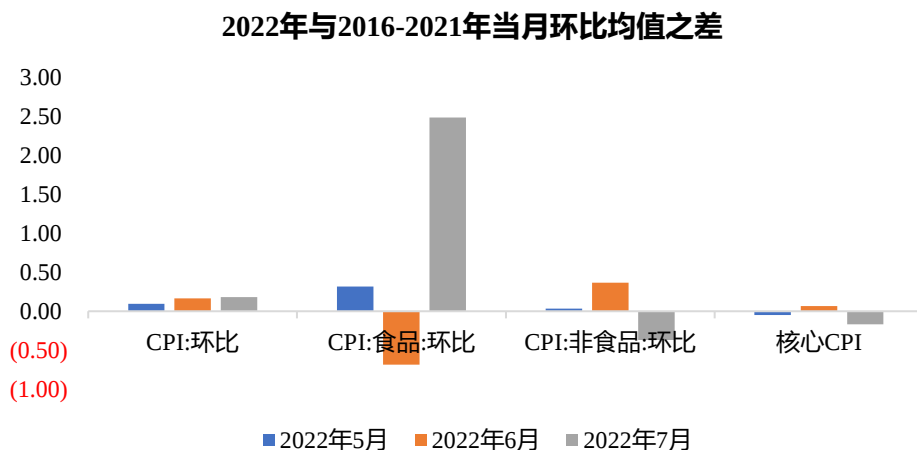
图 6：CPI 非食品分项当月同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

从季节性表现来看,7月与6月的结构发生了反向变化,7月CPI环比超季节性的主要贡献项是食品项,非食品项则是拖累。上述结构特征与6月食品项拖累CPI环比增速、非食品项拉动CPI环比增速相反。

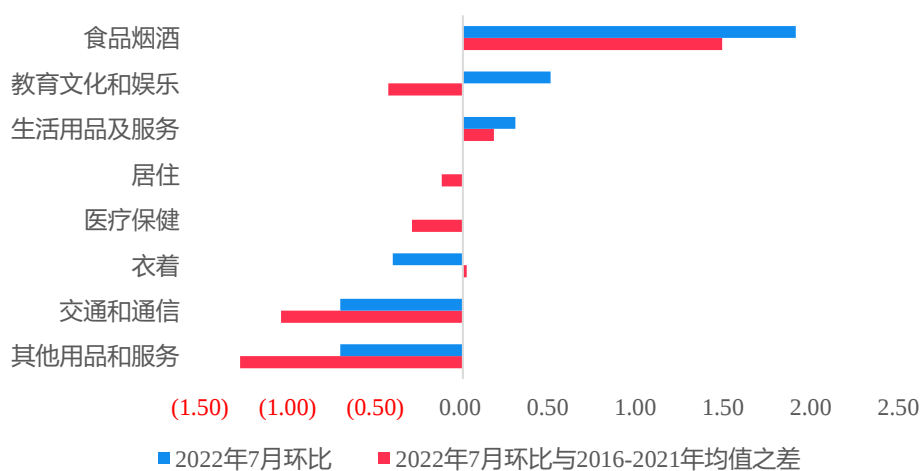
图 7：2022 年与 2016-2021 年当月环比均值之差（%）



资料来源：Wind, 首创证券

进一步观察 8 大类价格的环比增速，7 月份食品烟酒类价格上涨 1.9%，影响 CPI 上涨约 0.52 个百分点。教育文化娱乐、生活用品及服务价格分别上涨 0.5% 和 0.3%；居住、医疗保健价格均持平；交通通信、其他用品及服务、衣着价格分别下降 0.7%、0.7% 和 0.4%。

图 8：8 大类分项 2022 年 7 月环比以及与 2016-2021 年当月环比均值之差（%）

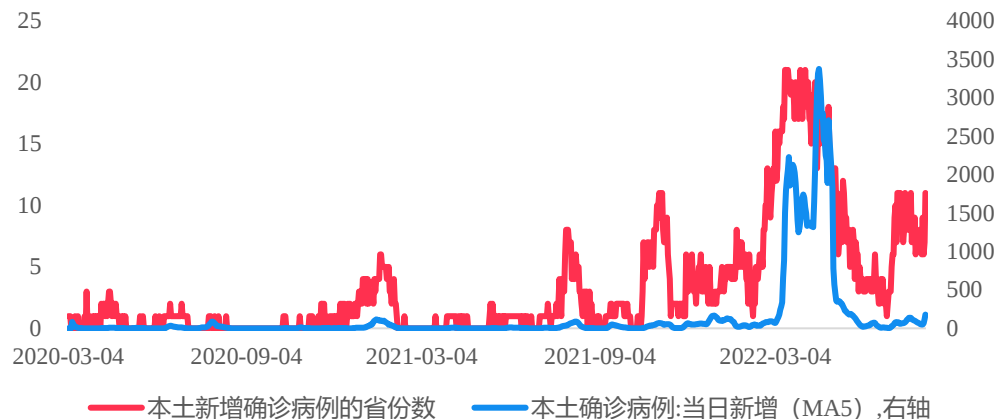


资料来源：Wind, 首创证券

2 疫情影响犹在，内需疲弱延续

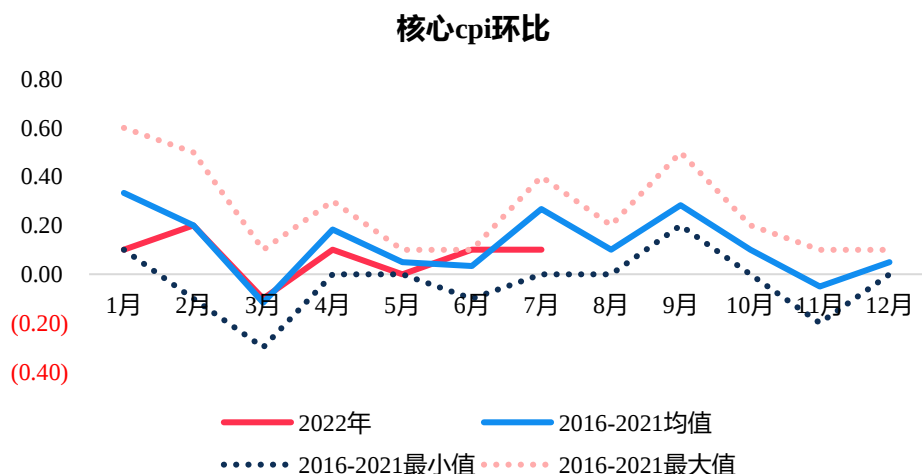
疫情对内需的影响分为长期和短期两个层面，短期看，疫情边际冲击内需，6 月是自 4 月以来疫情最为缓和的月份，因此 6 月的核心 CPI 表现超季节性，7 月疫情再次出现反复，核心 CPI 走弱。长期看，疫情持续影响居民的消费习惯。

图 9：国内疫情出现扰动



资料来源：Wind, 首创证券

图 10：核心 CPI 疲弱 (%)

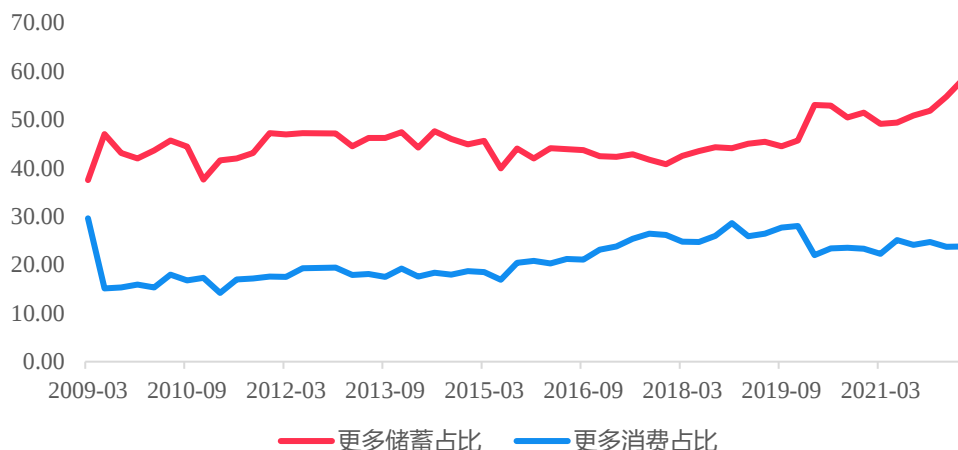


资料来源：Wind, 首创证券

中国人民银行的城镇储户问卷调查数据显示，居民的消费意愿自 2020 年一季度明显降低之后，不仅一直没有回到疫情之前的水平，甚至在 2022 年再次下行，储蓄意愿与消费意愿形成镜像，“更多储蓄占比”2020 年一季度之后增加，2022 年上半年加速上行。

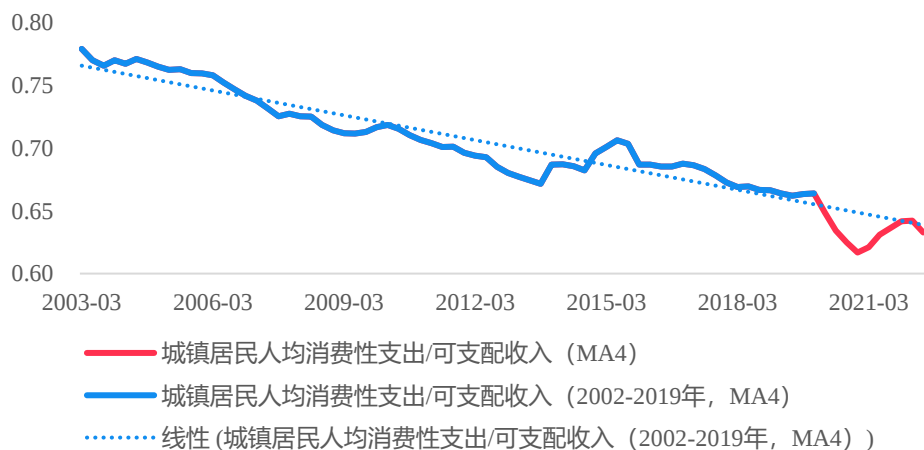
以“城镇居民人均消费/可支配收入”衡量的城镇居民消费倾向，与城镇储户问卷调查的结果指向一致，疫情对消费的“砸坑”至今没有填补，并且 2022 年有边际再次走弱的迹象。

图 11：居民消费意愿没有明显提升



资料来源：Wind, 首创证券

图 12：居民消费倾向低于趋势值



资料来源：Wind, 首创证券

3 商品价格大幅下行，PPI 同比加速回落

7 月，受国际国内等多因素影响，工业品价格整体下行，PPI 环比由平转降，同比涨

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45038

