

宏观点评

通胀无近忧、有远虑—兼评7月物价

事件：7月CPI同比2.7%，预期2.9%，前值2.5%；PPI同比4.2%，预期4.7%，前值6.1%。

核心观点：7月CPI同比进一步上行，猪肉、菜价上涨是主要推手，但油价支撑弱化；核心CPI同比再下，指向需求仍弱，进一步确认7月经济回踩。PPI超预期下行，油价是主要拖累，关注3大结构特征。往后看，8月CPI存在上破3%的风险，但参考过去5轮CPI破3%的经验，预计不会对货币政策形成制约，下半年货币政策仍会延续宽松，通胀尚无近忧；但明年上半年CPI可能持续处于偏高水平（中枢3%以上），叠加PPI生活资料端整体偏高，通胀有远虑。

1、7月CPI同比2.7%，低于预期2.9%、但高于前值2.5%，其中翘尾、新涨价因素分别影响0.9、1.8个百分点，新涨价因素影响扩大；环比由持平转为上涨0.5%，猪肉、蔬菜等食品价格上涨是主要推动，能源价格对CPI的支撑弱化；核心CPI同比再度下行，指向经济总需求仍偏弱，进一步确认7月经济大概率回踩。具体看：

>食品项由跌转涨、非食品项逆季节性回落。7月CPI食品项环比由降1.6%转为涨3.0%，远超季节性（2016-2019年均值为0.2%）、并创有数据以来同期新高。归因看，猪肉、鲜菜价格大涨是主要支撑，其中猪肉环比涨25.6%，背后体现的是生猪存栏去化、压栏惜售、需求复苏等的影响；鲜菜环比涨10.3%，背后体现的应是高温天气的影响。非食品项由上涨0.4%转为下跌0.1%，弱于季节性（2016-2019年同期均值涨0.3%），油价下跌是主要拖累。

>核心CPI再度回落。7月核心CPI同比再度回落0.2个百分点至0.8%，指向经济恢复动能下降+疫情反复影响之下、总需求仍偏弱，进一步确认7月经济大概率回踩。往后看，考虑下半年经济修复仍偏弱，预计需求可能边际修复、但幅度有限，预计年内核心CPI可能维持低位。

2、7月PPI同比4.2%，低于预期4.7%和前值6.1%，主因7月油价跌幅超预期，其中翘尾、新涨价因素分别影响3.2、1.0个百分点，新涨价因素影响明显回落；环比由持平转为下跌1.3%，创历史同期新低，生产资料跌幅扩大是主要拖累。具体看：

>分生产&生活资料看：7月生产资料价格环比降幅扩大1.6个百分点至1.7%，主因国际油价、有色金属价格回落，带动相关行业PPI走低；生活资料环比涨幅收窄0.1个百分点至0.2%，仍有数据以来同期新高（仅次于2011年），表明上游价格向中下游传导的过程仍在继续。

>分七大产业看：上中下游价格环比涨幅多数收窄、且中上游降幅较大。具体看，上游采掘、原材料价格环比分别较前值回落3.8、2.8个百分点至-1.9%、-2.5%，中游加工环比较前值回落0.9个百分点至-1.3%，下游衣着、一般日用品PPI环比分别较前值回落0.6、0.4个百分点至0.1%、-0.3%，食品、耐用消费品PPI环比较前值回升0.1、0.3个百分点至0.6%、0.2%。

>分40个工业行业看：7月多数行业环比回落，其中：回落较多的行业主要集中在原油产业链、煤炭、黑色、有色等。具体看：1)原油：7月国际油价跌10.5%，带动PPI油气开采、燃料加工、化工、化纤环比回落8.3、5.6、2.5、3.6个百分点至-1.3%、-2.0%、-2.1%、-1.4%；2)煤炭：7月由于夏季耗煤需求增加，秦皇岛动力末煤价格环比涨1.2%，但PPI煤炭采选环比回落2.9个百分点至-2.1%，二者存在一定背离；3)钢铁：7月螺纹钢现货价环比跌幅再度扩大3.0个百分点至10.0%，带动PPI黑色冶炼、黑色采矿环比降幅分别扩大3.1、4.2个百分点至6.2%、6.1%；4)有色：7月国内铜、铝价格分别下跌16.0%、9.2%，带动PPI有色冶炼、有色采矿环比分别回落3.9、1.8个百分点至-6.0%、-2.6%；5)燃气：7月国内液化天然气价格续跌2.8%，带动PPI燃气生产供应行业环比跌幅扩大0.5个百分点至-0.8%。

3、往后看，CPI三季度有望站上3%（最快8月），货币仍会延续宽松

1)物价走势：CPI上、PPI下仍是基准情形，8月CPI可能上破3%、PPI可能下破4%

>CPI：高频数据看，8月首周猪肉、菜价、水果价格分别环比跌0.3%、0.7%、2.0%，鸡蛋价格涨幅扩大，预计8月CPI食品项可能小幅回落；非食品项中油价不确定性仍强、但中期偏回落，服务价格涨幅可能小幅回落。因此，预计8月CPI环比可能持平或小降，同比可能在7月基础上进一步上行、并有突破3%的风险。全年看，CPI同比可能震荡上行，全年中枢可能升至2.4%左右，高点可能突破3.0%、甚至摸到3.5%（最快8月或9月）。

>PPI：高频数据看，8月首周原材料、工业品价格涨跌互现：CRB、南华工业品指数、铜价分别环比涨0.8%、3.3%、3.9%，油价环比跌7.7%。往后看，考虑季节性、油价、经济边际修复等因素，8月PPI环比可能持平或小升，同比可能继续回落。全年看，PPI同比应会延续震荡下行，Q4降幅可能较为明显，年底略有反弹，全年中枢可能在5.0%左右。

>继续关注猪价、油价、粮价3大扰动。在前期报告《形势比人强—2022年中期宏观经济与资产展望》、《那些年CPI站上3%的故事—兼评6月物价》中我们反复强调，应重点关注下半年通胀的3大扰动，其中：按照预判，本轮生猪价格顶点可能在22-24元/千克，对CPI同比的拉动约为0.6-0.8个百分点，特别是明年1月或2月有进一步上行风险；油价中期整体趋降，基准假设下油价对Q3通胀仍有支撑，Q4支撑可能明显弱化；俄乌冲突久拖未决，海外粮食价格波动可能对国内粮食价格形成扰动，但对通胀的影响预计有限。

2)对货币政策的影响：整体看，参考过去5轮CPI上破3%的经验，本轮CPI突破3%的时间不会太长（基准假设下在6-8个月）、高点不会太高（4%左右）、主要由供给端因素驱动等，叠加考虑下半年经济弱复苏、地产不确定性仍强、核心CPI偏低、PPI持续走弱等因素，CPI上破3%尚不会对货币政策形成制约，预计下半年货币政策仍会延续宽松。

风险提示：疫情变化、政策力度等超预期。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xioguan@gszq.com

研究助理 刘安林

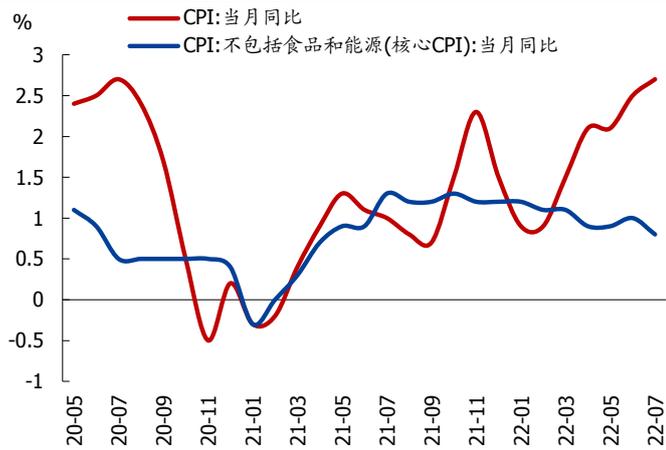
执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

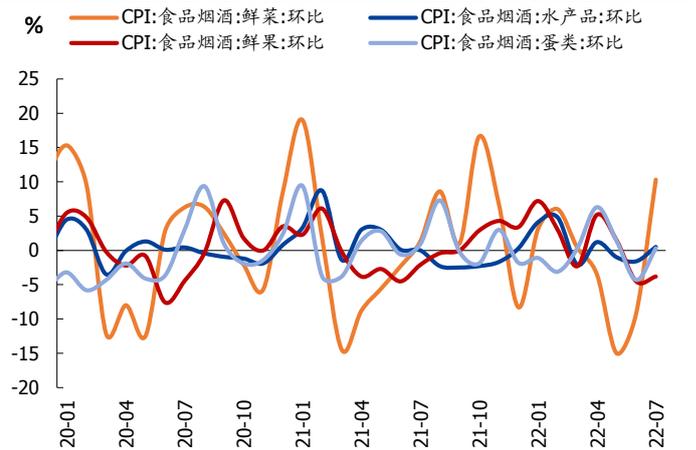
- 《那些年CPI站上3%的故事—兼评6月物价》2022-07-09
- 《高频半月观：喜忧参半，喜的因素增多》2022-08-07
- 《回踩再确认，后续怎么走？—7月PMI 5大信号》2022-07-31
- 《形势比人强—2022年中期宏观经济与资产展望》2022-07-08
- 《把握相对确定性—2022年中期海外宏观展望》2022-07-05
- 《下半年通胀有三大扰动—兼评5月物价》2022-06-10
- 《美国“胀而不滞”，中国“滞而不胀”，欧洲“大滞胀”》2022-05-11

图表 1: 7月CPI同比延续上行, 核心CPI同比再度回落



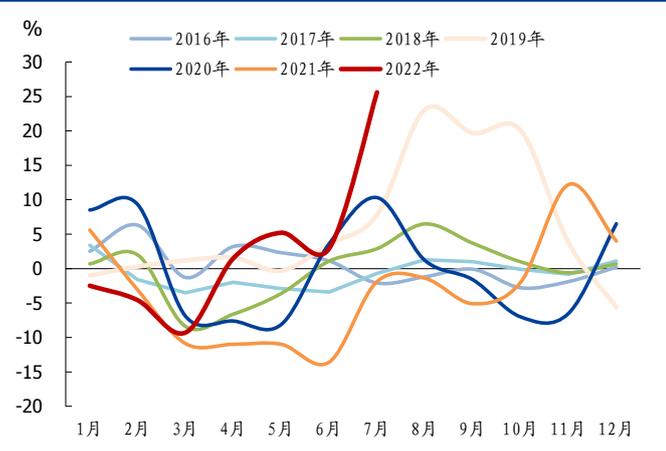
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 7月食品价格环比多数上行



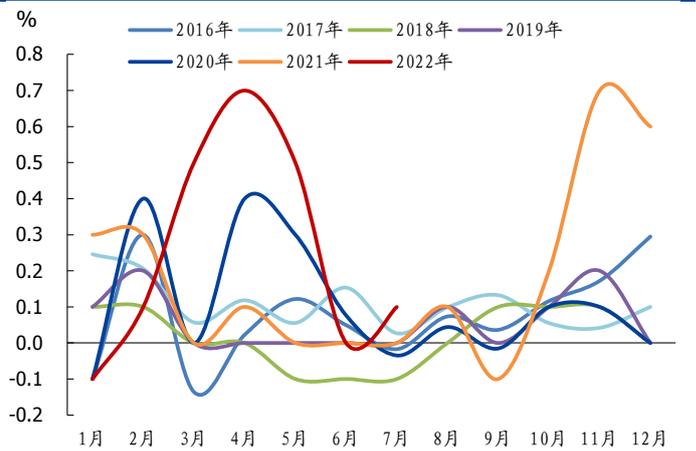
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 7月猪肉价格环比涨幅扩大至 25.6%



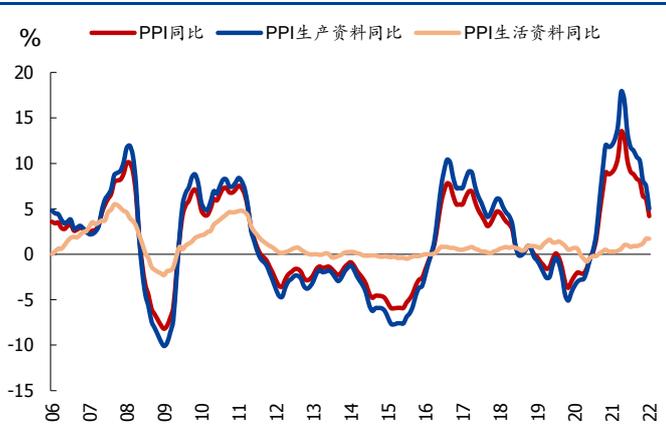
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 7月粮食价格环比由持平转为上涨 0.1%



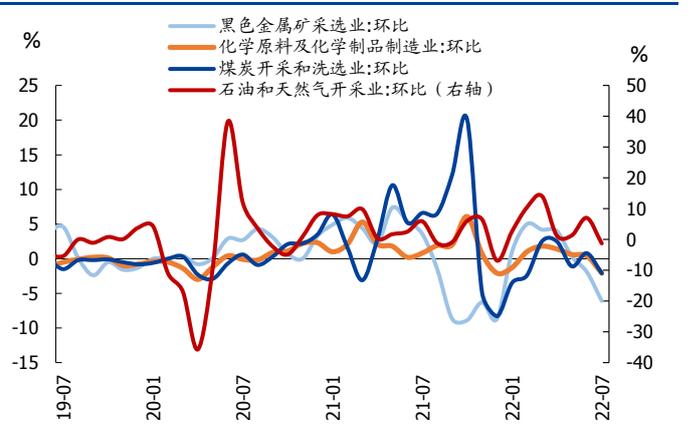
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 7月PPI同比延续回落



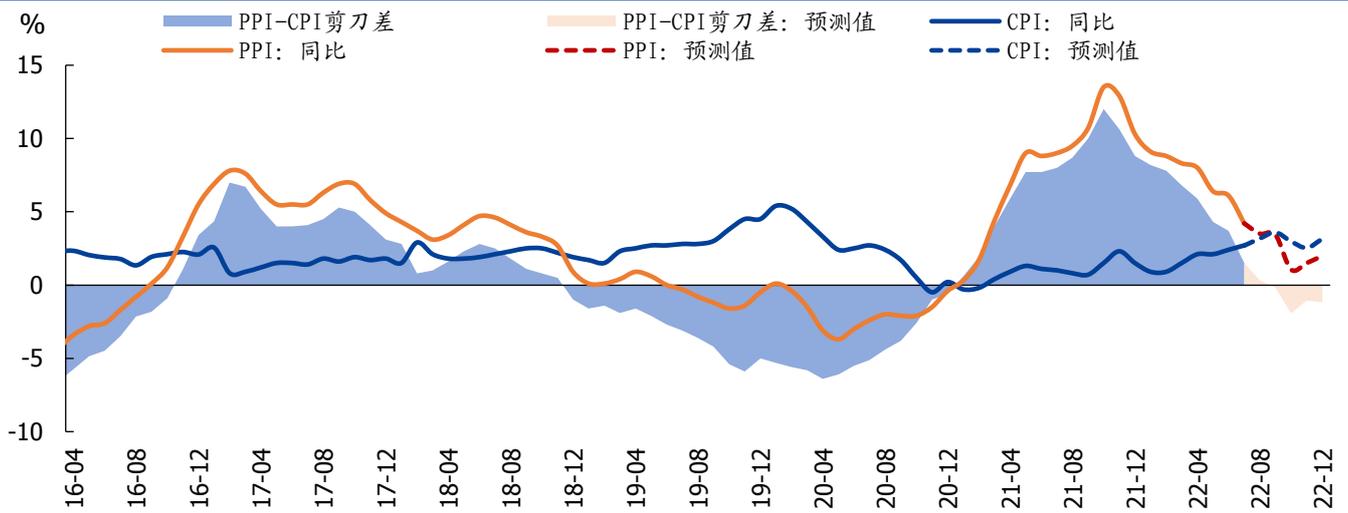
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 7月煤炭、石油产业链PPI环比涨幅明显回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: CPI、PPI 以及 PPI-CPI 剪刀差预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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_45081

