

2022 年 7 月物价数据点评

“猪通胀”为何低于预期

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2022 年 7 月 CPI 同比 2.7%，PPI 同比为 4.2%。

平安观点：

- 7 月“猪通胀”带动 CPI 同比增速上行。一方面，CPI 食品分项表现偏强，猪肉价格较快上涨的同时，鲜菜、食用油等商品环比涨幅也超季节性。另一方面，非食品分项对 CPI 增速构成拖累，原油价格调整带动能源相关价格下行，而核心 CPI 受制于需求恢复缓慢和较高基数，表现同样偏弱。不过，7 月 CPI 同比读数低于市场预期，一个重要原因是，猪肉价格对 CPI 的实际带动低于预期：一方面，CPI 中猪肉分项包含了肉制品及冷藏肉，平滑了鲜猪肉价格的上行幅度。历史数据中，CPI 猪肉价格波动往往只是 22 省市猪肉价格、农业部猪肉平均批发价波动的 80% 左右。另一方面，猪肉占 CPI 同比增速的权重可能被市场高估。根据统计局公告推算，猪肉价格在 CPI 同比中的权重约为 1.33%，低于 2021 年基期轮换时的 2.31%。
- 7 月 PPI 同比增速较快回落，环比大幅转负。分行业看，内需定价的黑色商品、石化产业链和有色金属价格全线下跌。1) 内需定价黑色商品：7 月房地产交付风险凸显，市场对于黑色系商品需求的预期走弱，引发螺纹钢、铁矿石、焦煤等商品价格剧烈调整，黑色金属冶炼及压延加工、黑色矿采选、煤炭开采和洗选三个行业 PPI 大幅下行。2) 石化产业链：6 月中旬以来，海外原油价格自高位回落，直接带动石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工价格下行；而以原油为主要原料的化学原料及化学制品制造、化学纤维制造因成本显著降低，价格随之回落。3) 有色金属：全球制造业景气度下滑，海外衰退预期影响下，7 月上半月国际定价的有色金属价格进一步下行，我国有色矿采选、有色冶延加工、金属制品等行业 PPI 环比均有下跌。
- 7 月 CPI 上行幅度弱于预期，而 PPI 下行速度超出预期。时至当下，金融市场流动性的宽松环境持续时间已超过 4 个月，在 7 月不及预期的通胀数据下，短期债券市场对通胀引致流动性收紧的担忧或有阶段性缓和。然而，7 月中下旬以来部分大宗商品价格已有反弹，猪肉价格在供需缺口的支撑下暂不具备较快回落的基础，下半年 CPI 破“3”风险并未解除，国内通胀形势仍然是货币政策进一步放松的顾虑之一。也就是说，短端资金利率进一步走低的可能性不大，维持现状已是对市场最有利的状态。因此，债券市场的主要关注点或仍聚焦于经济基本面，利率向下突破需观察“保交付”措施出台后房地产部门对经济的拖累会否进一步加剧，而如果实体经济的融资需求逐步恢复，利率自低位上行的风险较大。
- 风险提示：国际地缘政治冲突升级；国内疫情风险抬头阻碍物流运输；统计数据偏差导致能繁母猪实际存栏被高估。

一、“猪通胀” 推升 CPI 同比增速

7 月 CPI 同比上涨 2.7%，较上月提升 0.2 个百分点。其中，CPI 食品项同比 6.3%，较上月抬升 3.4 个百分点；非食品项同比 1.9%，较上月回落 0.6 个百分点；剔除食品和能源的核心 CPI 同比增速 0.8%，较上月下行 0.2 个百分点。7 月 CPI 环比由上月的持平转为上涨 0.5%，强于 0.32% 的季节性规律（2015-2021 年均值），主要受猪肉、鲜菜、食用油等食品相关分项上行的推动，但能源涨幅回落、核心 CPI 环比涨幅弱于季节性构成拖累。具体看：

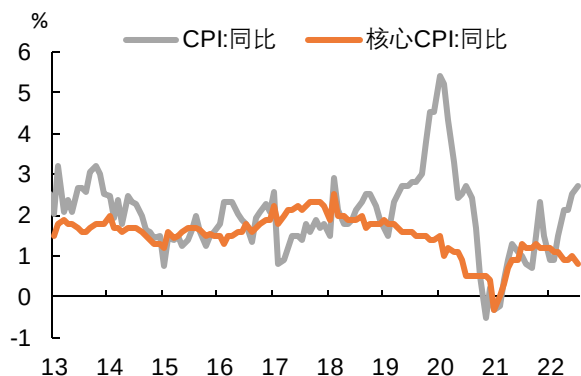
一方面，CPI 食品分项表现偏强，猪肉、鲜菜、食用油等食品价格环比涨幅超季节性。

- 一是，猪肉价格较快上涨，是 7 月 CPI 走高最重要的推动因素。以能繁母猪存栏外推的猪肉潜在供给自 7 月份前后更大幅度减少，而疫情趋稳、建筑施工加速带动消费需求进一步增加，供需格局收紧使得 6 月中下旬以来的猪肉价格加速上涨。农业部公布的猪肉平均批发价自 6 月 15 日至 7 月 15 日，短短一个月内的上涨幅度高达 45.6%。7 月中下旬以来，发改委生猪保供稳价措施推进，猪肉价格略有回落，但依然处于较高位置。三季度供需格局偏紧下，猪肉价格尚不具备大幅回落的基础。后续猪肉价格走势存在较大的不确定性，仍可能对国内 CPI 构成较强的扰动。
- 二是，鲜菜、食用油价格环比超季节性上行，但后续对 CPI 的推动可能趋缓。鲜菜方面，受今年夏季高温、暴雨天气多发的影响，7 月鲜菜价格涨幅高于季节性规律，8 月以来新菜上市已有回落。而食用油价格环比增速进一步走高，已连续 6 个月上行，为 2011 年以来同期环比最高值，或仍受到此前农作物原材料涨价的滞后影响。不过，国际农产品价格近两个月持续回调，且以我们在《粮价上涨风险，被高估了么？》中的分析，国内外粮价倒挂、中国主粮的自给率和库存均高于国际警戒线、以及在多举措保障粮食安全下 2022 年中国粮食产量有望延续正增长等因素影响下，国内粮价的缓冲垫更厚，后续粮油价格对 CPI 上行的推动作用或趋于缓和。

另一方面，非食品分项对 CPI 增速构成拖累，能源和核心 CPI 在 7 月的表现偏弱。能源方面，受国际油价下行影响，国内成品油价格 6 月 29 日、7 月 13 日和 7 月 27 日三连降，带动 7 月 CPI 交通工具用燃料价格分项环比下跌 3.3%。核心 CPI 中：一是，受暑期出行需求的带动，娱乐文教分项环比上行，但其幅度弱于季节性规律和去年同期。二是，居住和医疗保健分项环比持平，未依季节性上行，仍受需求低迷的拖累。不过，生活用品及服务环比超季节性上行，尤其是家用器具分项偏强，高温天气可能提振了空调冰箱等家电需求，对价格构成支撑。

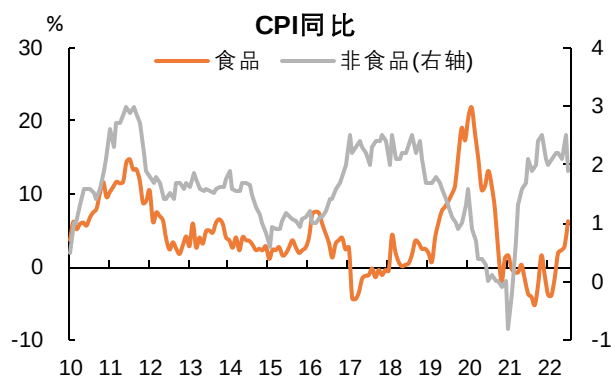
不过，7 月 CPI 同比读数低于市场一致预期。我们认为，市场高估 CPI 的原因在于，7 月猪肉价格对 CPI 同比增速的实际带动作用低于历史规律所显示的均值水平。关于猪肉价格上涨对 CPI 的带动作用，有两点需进一步明晰：一是，关于猪肉价格涨幅的差异。统计局口径的 CPI 猪肉分项 7 月环比增速 25.6%，而农业部猪肉平均批发价月度均值环比上涨了 34.9%。二者间的背离在历史数据中有迹可循，CPI 中的猪肉价格波动往往只是 22 省市猪肉价格、农业部猪肉平均批发价波动的 80% 左右。这可能是因为“CPI 的猪肉类分项指的是购买猪肉的可食用新鲜、冷藏或冷冻肉及制品支出”，肉制品中又包括“肠、熏肉、酱卤烧烤肉、腌腊肉、干炸肉、肉松、肉串、肉干、罐头等”。二是，关于猪肉占 CPI 权重的探讨。统计局公告表示，“7 月猪肉价格同比上涨 20.2%，影响 CPI 上涨约 0.27 个百分点”，以此推算的猪肉价格对 CPI 同比增速中的权重约为 1.33%。这低于历史规律中猪肉价格 2% 左右的占比，主要是因为 2021 年 1 月 CPI 基期轮换时，统计局是以 2020 年的价格和消费占比为基准，将猪肉权重调整至 2.31%，而在 CPI 拉氏指数的算法下，一年前的价格下跌会拉低了猪肉在 CPI 同比增速中的权重。

图表1 7月CPI同比增速上行,而核心CPI增速下滑



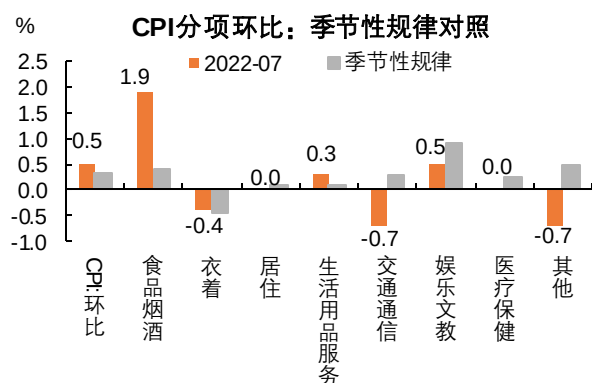
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 7月CPI食品项同比增速上行,非食品项下滑



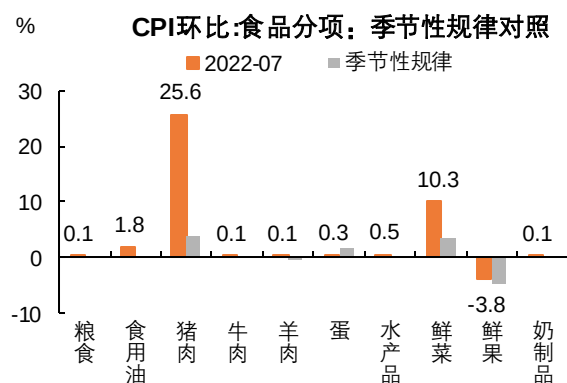
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 7月CPI环比强于季节性规律



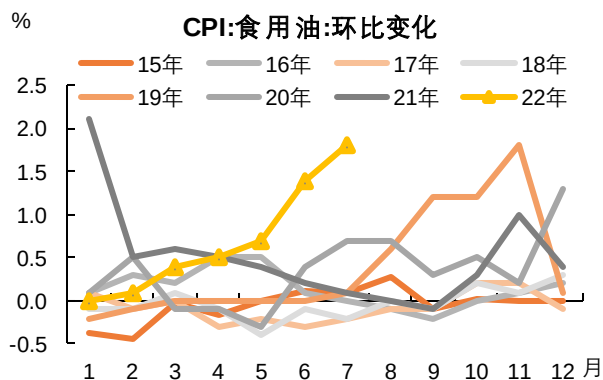
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 7月猪肉、鲜菜、食用油超季节性走强



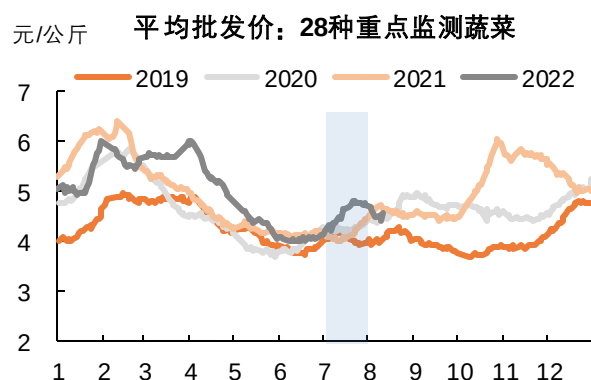
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 CPI食用油分项环比增速连续6个月上行



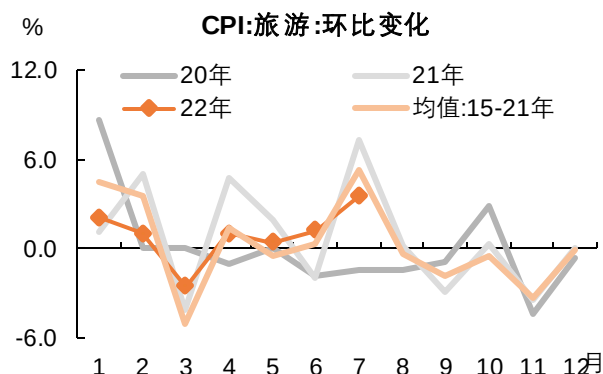
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 8月上旬,蔬菜批发价回落至过去两年同期水平



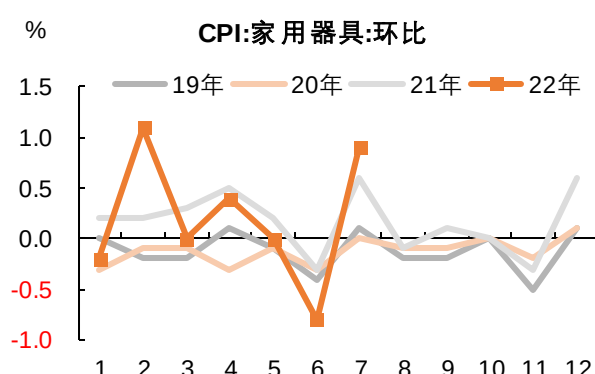
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 7月CPI旅游分项环比上行，但弱于季节性表现



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 7月CPI家用器具环比较快上行，强于季节性规律



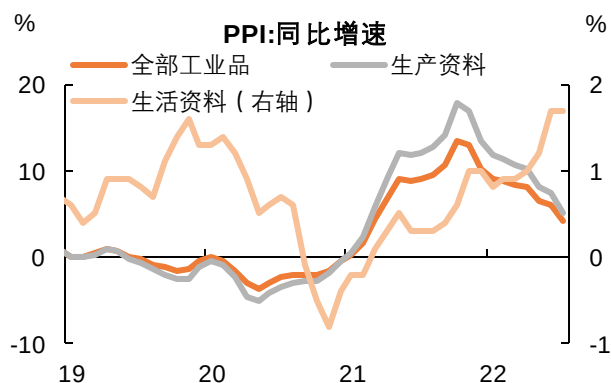
资料来源:wind, 平安证券研究所

二、PPI 环比增速转负

7月PPI同比增速进一步回落，环比增速大幅转负。PPI同比上涨4.2%，自历史高位连续9个月回落；PPI环比增速为-1.3%，系2022年以来最低值，已连续四个月回落。

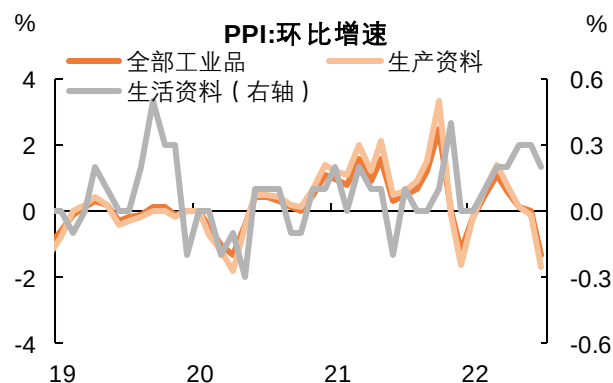
从分项看，7月PPI生产资料的环比大幅走低，生活资料环比涨幅收窄但依然为正。生产资料环比下跌1.7%，跌幅较上月多1.6个百分点，各分项环比增速均较快下行。生活资料环比上涨0.2%，略低于上月，同比增速则持平于上月。分项中，衣着类、一般日用品类环比增速下行，但食品类和耐用消费品类增速提升。

图表9 7月PPI同比增速较快下行



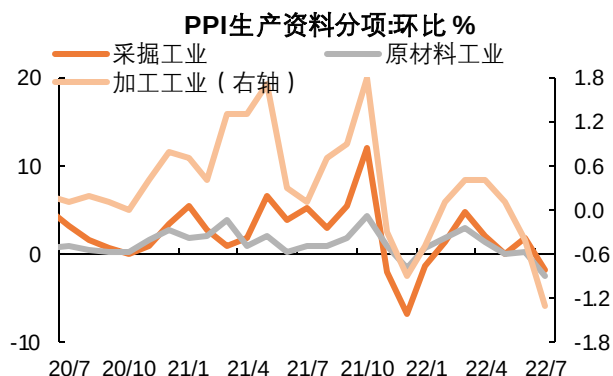
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 7月PPI生活资料环比增速下行，依然为正



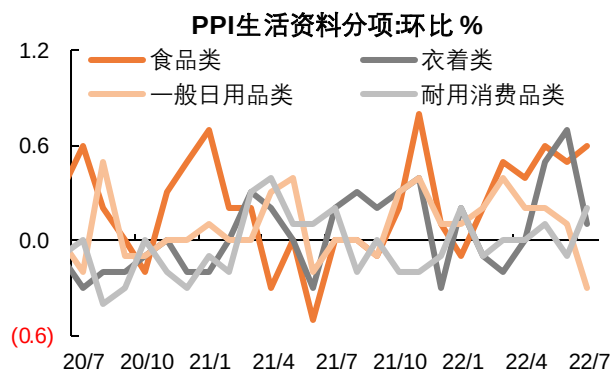
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表11 7月PPI生产资料各分项环比增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表12 7月PPI生活资料各分项环比增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

分行业看，7月PPI环比增速大幅下滑，内需定价黑色商品、石化产业链和有色金属价格全线下跌。

- 一是，内需定价黑色商品价格进一步调整。7月房地产交付风险凸显，市场对于黑色系商品需求的预期走弱，引发螺纹钢、铁矿石、焦煤等商品价格剧烈调整，黑色金属冶炼及压延加工、黑色矿采选、煤炭开采和洗选三个行业PPI大幅下行。
- 二是，石化产业链价格普遍调整。6月中旬以来，海外原油价格自高位回落，直接带动石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工价格下行；而以原油为主要原料的化学原料及化学制品制造、化学纤维制造因成本显著降低，价格随之回落。
- 三是，有色金属价格继续下跌。全球制造业景气度下滑，海外衰退预期影响下，7月上半月国际定价的有色金属价格进一步下行，我国有色矿采选、有色冶炼加工、金属制品等行业PPI环比均有下跌。

不过，部分下游消费制造业价格的表现相对偏强，农副食品加工、印刷媒介、纺织服装三个行业PPI环比增速依然为正，对PPI整体增速构成一定的支撑。

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_45085

