

未雨不绸缪：7 月通胀数据点评

报告要点：

● **PPI 环比由 0 转负，同比加速下滑的逻辑逐步验证，基数效应叠加绝对价格的松动主导 PPI 下行的方向仍然是明确的。**

1) 海外衰退预期发酵，原油、工业金属、钢材等大宗原料价格显著下滑对 PPI 的拖累明显。

2) 尽管有季节性因素的干扰，7 月以来多数工业品量价齐跌进入到主动去库存阶段目前来看仍难以证伪。那么在库存周期下行周期，后续生产价格指标继续承压的局面也将大概率延续。

● **CPI 同比和核心 CPI 走势再度背离，这一上一下背后依旧是必选食品消费和可选服务消费价格指标的劈叉。前者更多来自供应的掣肘，而后的症结则落在需求端。**

● **必选食品的主要拉升动力有季节性因素的扰动也有周期性逻辑的演化：**

1) 鲜菜价格同比由负转正突破季节性区间，应更多归因于近来多地持续高温天气导致的运输折损。而观察 8 月最新统计价格数据，28 种重点监测蔬菜平均批发价格已经重新回落至合理价格区间，由此看来，季节性因素造成的短时供应压力通常不可持续，无需过分考量。

2) 相较而言，猪肉价格环比大幅上涨则更多基于产业周期逻辑，后续随着产能进一步去化配合传统消费旺季，猪价上涨对下半年 CPI 的拉动效用仍需保持关注。

● **而即使有暑假出行以及线下消费场景修复的提振，7 月核心 CPI 在扩张一个月后再度收缩，则更多反映了实体信心和疫情并非线性：无论疫情起落，企业居民对未来不确定性的预期仍在增加。从这个角度看，可选消费恢复的观察窗口需要预留的时间可能更长一些。**

● **应该说，CPI 后续上行驱动依旧主要落在猪周期的发力。**

1) 一方面，产能去化的逻辑仍将决定价格上行的趋势，另一方面基于稳物价的因素持续积聚以及养殖户的学习效应不断增强，价格的上行斜率应也是有所抑制的。

2) 只是在考虑后续面临的通胀压力时候也需要将基数效应纳入考量，毕竟不同于今年开启的猪价反转上行趋势，去年下半年的猪价仍是一个持续探底的状态。

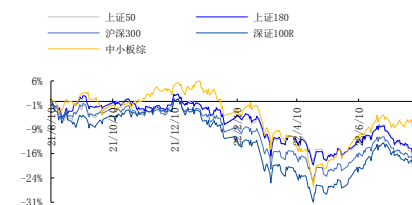
● **至于货币政策长期视角应该更多基于经济增长的目标，况且目前的通胀局势更偏向结构性的内生通胀。“猪油共振”随着海外大宗商品价格的回落已经证伪，而核心 CPI 偏弱一定程度上也冲抵了食品项的强势。因此即使在短期视角，当前的通胀结构也不足以扰动货币宽松的节奏。**

● **商品价格基于海外加息节奏的推进已经交易了部分衰退预期，而鉴于本轮周期仍未至尾声，后续等待的应是供需格局逆转下基本面实质走弱带**

主要数据：

上证综指：	3230.02
深圳成指：	12223.51
沪深 300：	4109.737
中小盘指：	4312.07
创业板指：	2658.58

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

来的板块进一步下行空间，建议重点关注前期价格尚未过度调整的能源和粮食板块。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的

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_45119

