



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## PPI 重回高点 通胀拐点趋势不变

——2021 年 7 月物价数据点评

日期： 2021 年 08 月 10 日

分析师： 陈彦利  
Tel: 021-53686170  
E-mail: chenyanli@shzq.com  
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

### ■ 投资摘要

#### CPI 回落低于预期，PPI 重回高点

7 月 CPI 同比略降，环比上扬，主要受到非食品价格上涨影响，包括工业消费品价格上涨以及暑期出行需求带动的服务价格上涨。食品价格季节性规律作用是延续回落，但今年受疫情影响和灾害天气扰动，回落有限、甚至略有上行，也使得当期 CPI 表现超出市场预期。核心 CPI 显著回升，或主要受到服务价格上涨的影响，未来受疫情影响，暑期出行需求将大幅下降，核心 CPI 也有望回落。

PPI 环比上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，环比涨幅扩大主要受到原油、煤炭等工业品上涨的影响。从同比看，PPI 上涨 9.0%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点重回前期高点。主要行业中，价格涨幅超过 20% 的有黑色金属矿采选业、石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业、石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业。上述 8 个行业合计影响 PPI 上涨约 7.5 个百分点，超过总涨幅的八成。

#### 通胀消退交易主线不变

虽然 PPI 重回高位，但我们维持通胀拐点趋势不变的判断。短期通胀拐点或即将来临，通胀消退交易将成为 2021 年 H2 市场交易主线。通胀消退后，市场融资利率也将再现下降迹象，资本市场或临全面回暖。货币当局通过政策工具利率、货币分布结构调整等手段，引导实体融资利率下降的态势不变，中下游制造、消费环节的货币环境改善趋势也不变，工业制造盈利或临回升，金融行业、制造环节或成“接棒”通胀交易消退后的新趋势！

#### 通胀拐点趋势不变，年内降息可期

通胀组合继续或呈双平行回落态势，CPI 和 PPI 在临时性扰动因素消除后，价格回落趋势不变，维持通胀拐点趋势不变。一方面，在临时性扰动因素消退后，食品价格仍低迷，尤其是猪肉的低位运行，将继续拖累 CPI 的表现。非食品方面，服务价格会受到疫情反弹的抑制，PPI 向 CPI 的传导也有限。另一方面，大宗商品的保供稳价的持续发力，所以工业品价格在可预见的大宗商品趋于回落的影响下，将呈现越过拐点回落态势，短期的高位徘徊，不改变其下降的趋势。伴随 CPI、PPI 拐点到来，物价方面对“降息”的制约将缓解。我们认为中国货币环境的主要问题是数量过多、价格过贵、分布不合理，即实体部门融资利率过高、流动性分布“脱实向虚”。因此，未来货币政策重心仍将在中性平稳中围绕结构调整进行，着力降低中小企业融资成本。要降低融资利率，降息是其中必不可少环节，根据国内外经济、金融形势的变化，下半年降息也将是大概率事件。

## 事件：7月CPI、PPI数据公布

国家统计局数据显示，2021年7月份，同比来看，全国居民消费价格CPI上涨1.0%。其中，城市上涨1.2%，农村上涨0.4%；食品价格下降3.7%，非食品价格上涨2.1%；消费品价格上涨0.6%，服务价格上涨1.6%。1-7月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨0.6%。从环比来看，CPI上涨0.3%。其中，城市上涨0.3%，农村上涨0.2%；食品价格下降0.4%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格上涨0.1%，服务价格上涨0.6%。

2021年7月份，全国工业生产者出厂价格PPI同比上涨9.0%，环比上涨0.5%；工业生产者购进价格同比上涨13.1%，环比上涨0.9%。1—7月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨5.7%，工业生产者购进价格上涨7.9%。

表1：7月CPI、PPI同比数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	1.0	1.1	2.7
PPI 同比	9.0	8.8	-2.4

## 事件解析：数据特征和变动原因

### 1. 非食品上涨，CPI 环比上扬

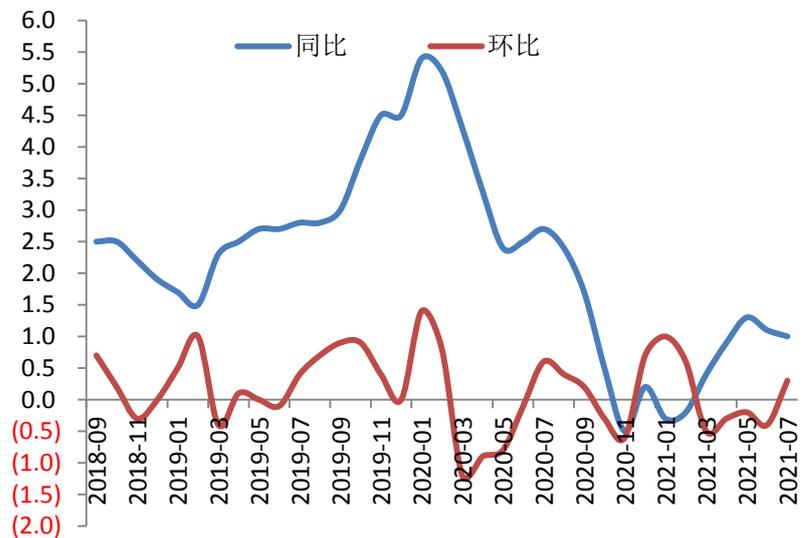
7月CPI同比略降，环比上扬，主要受到非食品价格上涨影响。食品价格季节性规律作用是延续回落，但今年受疫情影响和灾害天气扰动，回落有限、甚至略有上行，也使得当期CPI表现超出市场预期。

7月CPI数据从环比看，由上月下降0.4%转为上涨0.3%。其中，食品价格下降0.4%，降幅比上月收窄1.8个百分点，影响CPI下降约0.06个百分点。食品中，鲜菜生产和储运成本受部分地区台风、强降雨等极端天气影响有所增加，价格由降转升，上涨1.3%；猪肉供给持续增加，价格继续下降1.9%，降幅由于储备猪肉收储政策的支持出现收窄。非食品价格由上月持平转为上涨0.5%，影响CPI上涨约0.37个百分点。非食品中，受国际油价上行的影响，工业消费品价格上涨0.4%，涨幅扩大0.3个百分点，主要是汽柴油价格上涨较多，分别上涨3.5%和3.8%；服务价格由上月下降0.1%转为上涨0.6%，其中受暑期出游影响，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别上涨24.3%、7.3%和3.8%。

从同比看,虽然在基数效应和季节性效应的双重影响 CPI 同比预计出现回落,但在7月当期扰动因素较多,导致其降幅不及预期。同比上涨 1.0%,但涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中,食品价格下降 3.7%,降幅扩大 2.0 个百分点,影响 CPI 下降约 0.69 个百分点。食品中,猪肉价格持续下降 43.5%,降幅扩大 7.0 个百分点;淡水鱼价格上涨 30.9%,涨幅回落 2.6 个百分点;鸡蛋和食用植物油价格分别上涨 18.3%和 9.5%。非食品价格上涨 2.1%,涨幅扩大 0.4 个百分点,影响 CPI 上涨约 1.70 个百分点。非食品中,工业消费品价格上涨 2.8%,涨幅扩大 0.3 个百分点,其中飞机票、汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 53.5%、25.4%、28.2%和 13.5%,涨幅均有扩大;服务价格上涨 1.6%,涨幅扩大 0.6 个百分点,其中宾馆住宿、旅游和装潢维修费价格分别上涨 8.1%、7.8%和 3.9%。

据测算,在7月份 1.0%的同比涨幅中,去年价格变动的翘尾影响约为 0.5 个百分点,比上月回落 0.3 个百分点;新涨价影响约为 0.5 个百分点,比上月扩大 0.2 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.3%,涨幅比上月扩大 0.4 个百分点。核心 CPI 显著回升,或主要受到服务价格上涨的影响,未来受疫情影响,暑期出行需求将大幅下降,核心 CPI 也有望回落。

图 1: CPI 同比、环比(%)

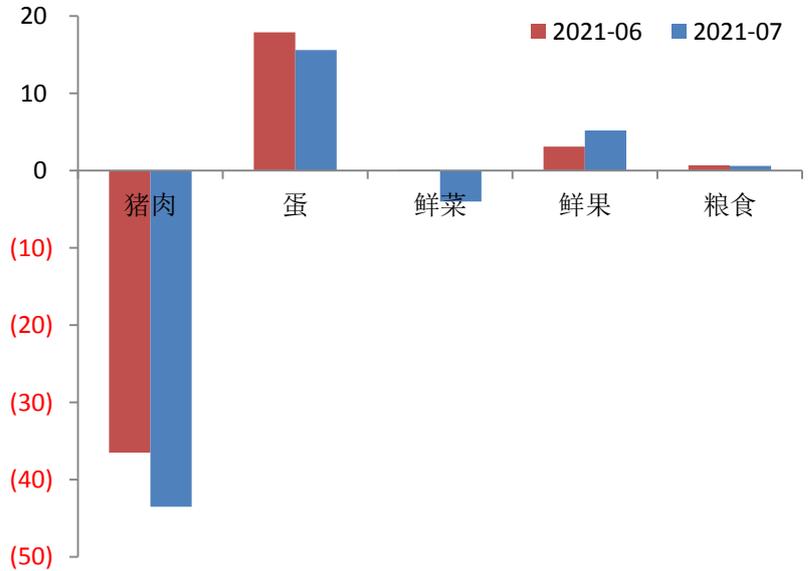


数据来源: wind, 上海证券研究所

同比涨幅从各类商品及服务分类来看,食品烟酒类价格下降 1.8%,影响 CPI (居民消费价格指数)下降约 0.50 个百分点。食品中,畜肉类价格下降 25.5%,影响 CPI 下降约 1.12 个百分点,其中猪肉价格下降 43.5%,影响 CPI 下降约 1.05 个百分点;鲜菜价格下降 4.0%,影响 CPI 下降约 0.08 个百分点;蛋类价格上涨 15.6%,

影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；水产品价格上涨 13.8%，影响 CPI 上涨约 0.25 个百分点；鲜果价格上涨 5.2%，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点；粮食价格上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。

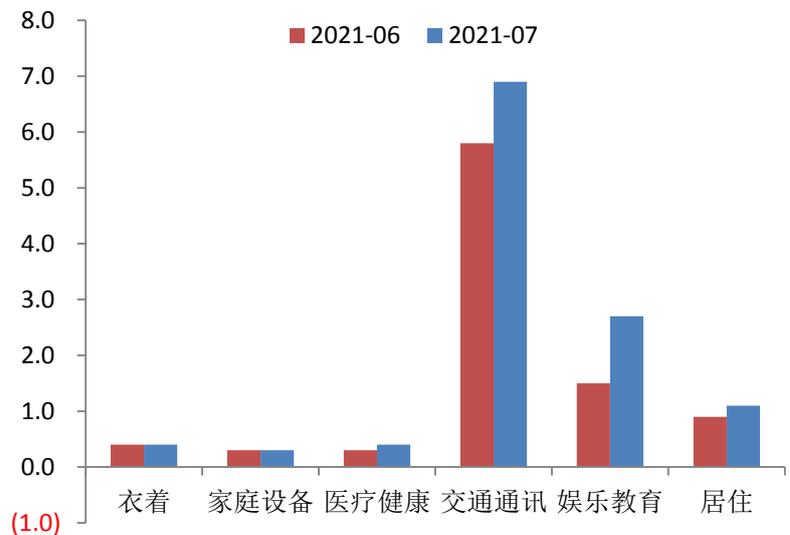
图 2：食物价格分项同比 (%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

7 月，其他七大类价格同比六涨一降。其中，交通通信、教育文化娱乐、居住价格分别上涨 6.9%、2.7%和 1.1%，衣着、医疗保健、生活用品及服务价格分别上涨 0.4%、0.4%和 0.3%；其他用品及服务价格下降 1.3%。

图 3：非食物分项同比 (%)



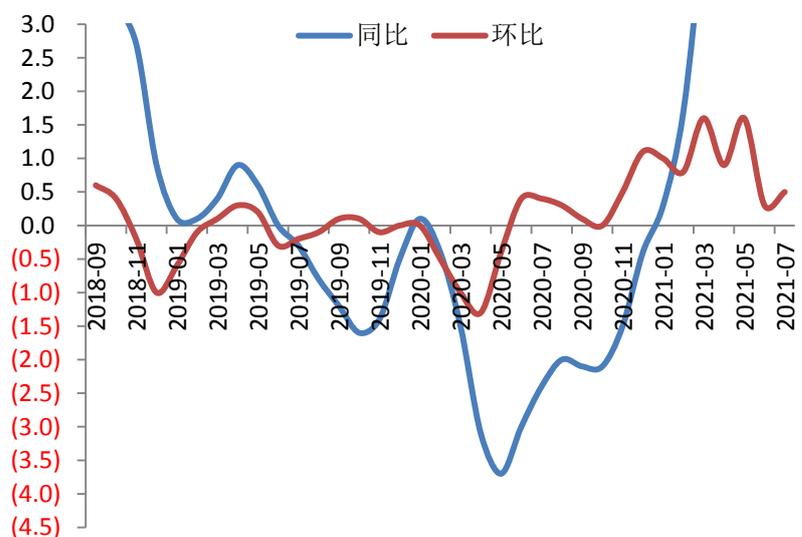
数据来源：wind, 上海证券研究所

## 2. PPI 重回高点

从环比看，PPI 上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，环比涨幅扩大主要受到原油、煤炭等工业品上涨的影响。其中，生产资料价格上涨 0.6%，涨幅扩大 0.1 个百分点；生活资料价格由上月下降 0.2% 转为上涨 0.1%。大宗商品保供稳价政策效果显现，钢材、有色金属等行业价格小幅下降，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.2%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.1%。受高温天气影响，动力煤需求旺盛，煤炭开采和洗选业价格上涨 6.6%，涨幅扩大 1.4 个百分点。国际原油价格上行，带动国内石油相关行业价格涨幅扩大，其中石油开采价格上涨 7.1%，精炼石油产品制造价格上涨 3.0%，涨幅分别扩大 4.1 和 0.5 个百分点。农资价格上涨较快，其中肥料制造价格上涨 5.0%，农药制造价格上涨 1.5%。

从同比看，PPI 上涨 9.0%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。据测算，在 7 月份 9.0% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 2.1 个百分点，比上月回落 0.3 个百分点；新涨价影响约为 6.9 个百分点，扩大 0.5 个百分点。

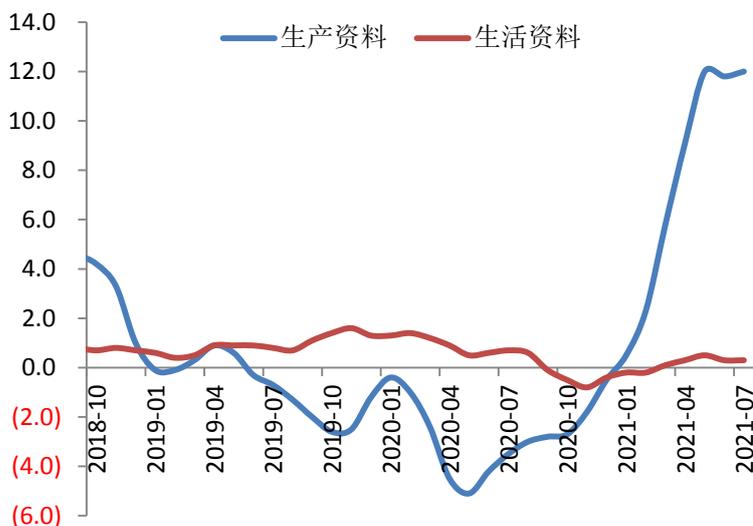
图 4：PPI 同比、环比 (%)



数据来源：wind, 上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速。一方面，生产资料价格上涨 12.0%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 8.95 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 38.7%，原材料工业价格上涨 17.9%，加工工业价格上涨 7.5%。另一方面，生活资料价格上涨 0.3%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.08 个百分点。其中，食品价格上涨 1.0%，衣着价格下降 0.4%，一般日用品价格上涨 0.5%，耐用消费品价格下降 0.3%。

图 5：生产资料和生活资料价格指数 (%)



数据来源：wind，上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看，调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 32 个，比上月增加 2 个；下降的 8 个，减少 2 个。中下游加工行业的 PPI 较上月均有回落，保持在 30% 左右的增速；而上游行业的 PPI 涨幅仍然保持扩张，保持在 45% 以上的高水平，从而可以看出涨价仍集中在上游行业。在上游行业中，煤炭开采和洗选业价格同比上涨 45.7%，涨幅扩大 8.3 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 52.6%，涨幅扩大 2.0 个百分点；石油和天然气开采业上涨 48.0%，涨幅回落 5.6 个百分点。而中下游加工行业中，石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 35.4%，涨幅扩大 0.7 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 33.0%，涨幅回落 1.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业上涨 23.5%；化学原料和化学制品制造业上涨 21.3%；化学纤维制造业上涨 20.9%。

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\\_24999](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24999)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn