

7 月通胀数据点评

——通胀温和，宽松延续

袁方¹ 章森（联系人）²

2022 年 8 月 10 日

内容提要

7 月全球经济的减速和国内地产的下行导致 PPI 大幅下滑。考虑到全球主要经济体潜在的衰退风险，以及国内地产的持续下行，未来我国 PPI 同比增速有望继续下滑。

7 月猪肉和食品价格小幅推升 CPI 同比增速，但核心通胀下滑至年内低点，反映出经济总体的需求偏弱。由于猪价的上涨以及低基数的原因，CPI 同比增速将逐步抬升，9 月份或将突破 3%。

不过考虑到核心通胀的低迷、大宗商品价格的下行、以及猪肉影响的减弱，国内下半年通胀压力温和，货币政策宽松的环境有望延续。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

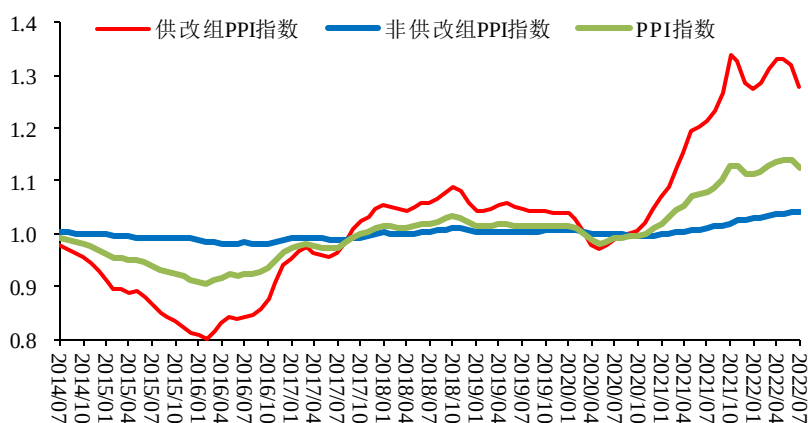
一、通胀温和，宽松延续

7月 PPI 同比 4.2%，较上月回落 1.9 个百分点，自去年 10 月以来已连续 9 个月下行；环比由上月的零增长进一步下滑至-1.3%，为疫情以来最大单月跌幅。

拆项来看，在 32 个工业行业中，环比下降的个数由 6 月的 12 个上升至 7 月的 22 个，其中以黑色、有色、煤炭、原油和化工类行业为主，反映出全球经济减速以及国内地产下行的影响；环比上升的行业主要集中于生活资料，其中农副食品加工和服装业录得正增长。

从全球来看，海外央行加息的落地、以及全球经济增长的放缓，未来将促使大宗商品价格继续下行，但考虑到大宗商品供应持续偏紧，大宗价格回落后的中枢仍将高于疫情前水平。国内 PPI 同比在年内将延续下行趋势。

图1: PPI 供改组与对照组



数据来源：Wind，安信证券

7月 CPI 同比 2.7%，较上月上升 0.2 个百分点，自今年 1 月以来已连续 7 个月上行。核心 CPI 同比 0.8%，较上月回落 0.2 个百分点，处于年内低点。

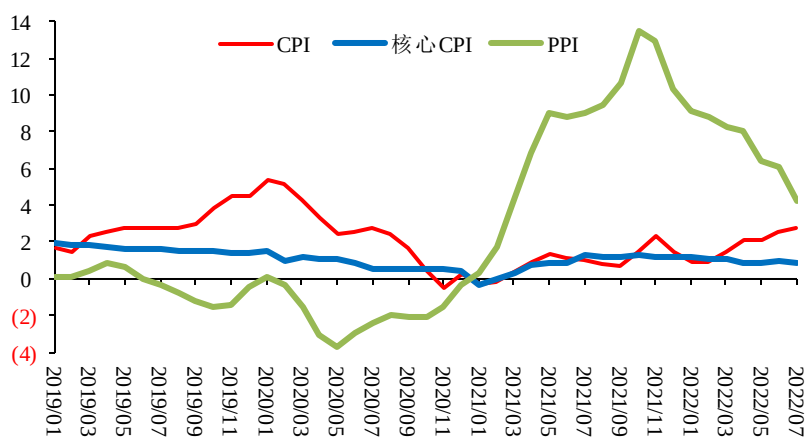
拆分来看，非食品分项环比增速低于季节性，而食品分项表现显著强于季节性，进而推升了CPI的水平。

食品分项中，猪肉价格环比从2.9%大幅升至25.6%，对CPI环比贡献近6成，这主要受到前期供应出清的影响。此外，受高温天气等因素影响，鲜菜价格表现偏强。其他食品分项如粮食、牛羊肉、蛋奶、烟酒等价格表现相对稳定。

服务分项中，交通工具燃料价格变动最大，环比从6.6%降至-3.3%，主要反映了原油价格下跌的影响，自6月28日至8月9日，国内成品油价格连续4次下调，幅度约-10%。旅游价格环比从1.2%升至3.5%，但仍弱于季节性水平的6.2%，这背后主要受到疫情扩散的影响。教育、医疗、居住等价格表现稳定，环比基本延续零增长。

往后看，考虑到猪价的上涨以及低基数的原因，CPI同比增速将逐步抬升，9月份或将突破3%。

图2：CPI、核心CPI与PPI同比，%



数据来源：Wind，安信证券

当前 PPI 同比增速处于下行的过程中，市场的担忧主要集中在 CPI 层面，担心 CPI 破 3% 后央行货币政策的收紧，但我们倾向于认为下半年国内 CPI 的抬升难以对货币政策的宽松形成实质制约。

从过去三年的经验来看，在严格的疫情管控政策下，消费的恢复将呈现出一波三折的状态，消费增长的中枢也低于疫情之前，这使得核心通胀的表现持续偏弱。此外，猪肉占 CPI 的权重目前降至 1.3% 左右，对 CPI 总体的影响在下降。在中国经济弱势恢复，海外主要经济体需求收缩的背景下，全球大宗商品价格面临下行的压力，工业品价格对消费品价格的影响更多表现为拖累。

因此合并而言，下半年国内 PPI 和 CPI 的走势将持续分化，两者的裂口将进一步收窄。在这种通胀环境下，国内的货币政策将更多关注经济基本面的变化，这意味着流动性环境的宽松有望延续。

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_44993

