

7 月 CPI 涨幅略有扩大，PPI 同比显著走低，下半年国内高通胀风险较小

——2022 年 7 月物价数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2022 年 7 月，CPI 同比上涨 2.7%，涨幅比上月加快 0.2 个百分点；PPI 同比上涨 4.7%，涨幅较上月回落 1.4 个百分点。

基本观点：主要受猪肉、鲜菜价格走高推动，7 月 CPI 同比涨幅略有扩大，但仍处温和水平。7 月 CPI 涨幅实际上不及市场预期，主要原因是国际油价下跌传导至国内，加上当前消费修复整体较为温和，7 月非食品价格同比涨幅明显收窄。我们预计，8 月 CPI 同比将保持在当前水平附近。下半年猪肉价格走高会在一定程度上推高 CPI 涨幅，但不会改变物价形势整体温和可控的局面，通胀依然将是国内与境外经济基本面的最大差别。这也为接下来货币政策在稳增长方向继续发力提供空间。7 月国际大宗商品和国内工业品价格普降，PPI 环比较大转跌，叠加基数走高，同比涨幅加速回落。展望未来，PPI 同比将持续下行，并将成为助力国内物价大势保持稳定的一个积极因素。接下来 PPI 与 CPI “剪刀差”将呈持续缩小态势，意味着中下游企业成本压力正在缓解。

具体分析如下：

一、7 月 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，低于市场普遍预期，表明当前消费品和服务市场通胀形势依然温和可控。7 月 CPI 同比涨幅变化背后有以下三个原因：首先，受前期生猪产能去化效应逐步显现、部分养殖户压栏惜售和消费需求恢复等因素影响，当月猪肉价格涨势明显，环比上涨 25.6%，同比则由上月的下降 6.0%，转为大幅上涨 20.2%。我们估计，这会直接拉动 7 月 CPI 同比涨幅扩大 0.43 个百分点。其次，在多地持续高温天气影响下，7 月鲜菜价格环比由上月的下降 9.2% 转为上涨 10.3%，涨幅高于季节性，同比涨幅则由上月的 3.7% 扩大到 12.9%，推高当月整体 CPI 涨幅约 0.17 个百分点。

由此可见，7 月 CPI 同比涨幅扩大 0.2 个百分点，主要是受猪肉和鲜菜价格波动影响，并不代表整体物价形势升温。事实上，扣除价格波动较大的食品和能源价格，7 月核心 CPI 同比涨幅为 0.8%，较上月下行 0.2 个百分点，继续处于明显偏低水平。这意味着当前消费品和服务市场整体价格走势平稳。

最后，在猪肉、鲜菜价格大涨显著推高食品价格后，7 月 CPI 涨幅不及市场预期，一个主要原因是受

国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格环比分别下降 3.4% 和 3.6%，同比涨幅更是分别大幅回落约 10 个百分点，这带动交通和通讯价格同比涨幅由上月的 8.5% 收窄至 6.1%；此外，受上年同期基数抬高以及当前消费较为低迷等因素影响，7 月教育文化和娱乐 CPI 同比涨幅也出现较大幅度回落。由此，7 月非食品价格上涨 1.9%，涨幅比上月回落 0.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.56 个百分点，而上月为 2.01 个百分点。这样来看，非食品 CPI 涨幅明显收窄，对整体 CPI 上涨影响显著下降，是 7 月整体 CPI 涨幅不及市场预期的主要原因。背后是近期国际大宗商品价格经历一波下跌过程，以及当前国内消费修复整体温和，市场供需平衡不支持消费品和服务价格大幅上升——7 月非食品 CPI 环比下跌 0.1%，显著低于历史同期平均水平，为 2003 年以来 7 月首次出现环比负增长。

值得注意的是，7 月粮食价格环比上涨 0.1%，上月为环比持平。这意味着在经历了 3 月至 5 月的较快上涨之后，受近期国际粮价大幅回落影响，国内粮价连续第二个月保持平稳态势。我们判断，尽管 7 月粮食 CPI 同比涨幅为 3.4%，较上月扩大 0.2 个百分点，但接下来粮食 CPI 同比将基本稳定下来。由于粮价在整体物价中的基础性地位，7 月粮价延续平稳意味着下半年物价上涨压力可控。

二、7 月 CPI 走势对宏观政策有什么影响？7 月 CPI 涨幅扩大 0.2 个百分点，核心 CPI 涨幅收窄 0.2 个百分点，意味着当前整体物价上涨压力实际上有所缓和。由此，虽然 7 月整体 CPI 增速加快，涨幅正在向 3.0% 的控制目标靠近，但并不会驱动货币政策收紧。由于我国 CPI 受猪肉价格影响较大，因此观察物价大势，核心 CPI 是一个重要指标，也是货币政策的一个重要参考点。可以看到，受猪肉价格大幅冲高影响，2019 年 11 月 CPI 同比高达 4.5%，而当月央行却实施政策性降息（下调 MLF 利率），以应对中美经贸摩擦带来的经济下行压力，其中一个主要原因就是 2019 年 11 月核心 CPI 同比仅为 1.4%。

三、未来 CPI 怎么走？进入 8 月，在政策调控等因素影响下，猪肉价格出现小幅回落走势，同比涨幅未现进一步扩大，鲜菜价格也现回落，同比涨幅由正转负，加之国际原油下行驱动国内成品油价格继续下调，以及国内消费修复仍将保持温和态势，我们判断 8 月 CPI 同比将在当前水平附近小幅波动，超过 3.0% 的可能性不大。

整体上看，接下来猪肉价格仍有一定上行空间，这会带动下半年 CPI 同比中枢有所抬升，不排除个别月份 CPI 同比升至 3.0% 上方的可能，但大幅上行的风险不大。主要原因在于，尽管二季度“猪周期”转入价格上行阶段，但由于缺乏猪瘟疫情催化，未来猪肉价格上升空间有限，重复 2019 年下半年持续大幅飙升的可能性很小。另外，在全球经济减速背景下，下半年国际油价再度大幅冲高的可能性也在下降。由此，下半年“猪油共振”推升 CPI 的风险可控。更为重要的是，考虑到下半年消费修复将会比较温和，国内产业链供给能力强，加之前期宏观政策未搞大水漫灌，下半年代表整体物价水平的核心 CPI 会更为温和。由

此，通胀仍将是国内与境外经济基本面的最大差别。

四、7月国际大宗商品和国内工业品价格普降，PPI 环比较大转跌，叠加基数走高，同比涨幅加速回落。7月PPI 环比下跌1.3%，为今年2月以来首度环比转跌，同比涨幅较上月收窄1.9个百分点至4.2%，呈现加速回落势头，且回落幅度超出普遍预期。从新涨价和翘尾因素来看，由于环比转跌，7月PPI 新涨价因素较上月下滑1.3个百分点，而因基数上行，翘尾因素较上月下滑0.5个百分点。可见，7月PPI 同比涨幅加速收敛，既受新涨价动能削弱影响，也与基数抬高有关，其中前者为主要下拉力量。

7月PPI 新涨价动能为何大幅削弱？首先，在美元指数上涨以及全球经济增长预期减弱背景下，7月以美元标价的国际大宗商品价格纷纷下挫。当月RJ-CRB 商品价格指数月均值环比下跌9.5%，同比涨幅较上月收敛16.9个百分点至32.6%。主要大宗商品中，7月布油现货价月内低点跌破107美元/桶，月均值环比下降8.9%，同比涨幅从上月的69.2%大幅收敛至50.1%；LME 铜现货价月均值环比下跌16.6%，同比跌幅较上月扩大14.2个百分点至20.2%。

其次，从国内来看，尽管基建稳增长加码发力，但主要由于地产投资羸弱，需求端对工业品价格的支撑作用并不强，7月国内螺纹钢、水泥、混凝土、玻璃等建材价格走低；保供稳价政策下，国内煤炭价格也在高位下行；上游能源价格回落，亦带动化工产品价格普遍下跌。由此，在国际大宗商品和国内工业品价格普降背景下，7月PPI 环比较大转跌，并推动同比涨幅加速回落。反映到细分行业上，7月石油和煤炭开采及相关行业、钢铁、有色金属、非金属矿物、化工等行业PPI 环比均转跌或跌幅扩大，同比涨幅均有所收窄。

由于7月PPI 环比转跌主要受大宗商品和工业品价格下跌影响，当月生产资料PPI 环比跌幅从上月的0.1%扩大至1.7%，同比涨幅下滑2.5个百分点至5.0%，而生活资料PPI 环比延续上涨，尽管涨幅较上月小幅放缓0.1个百分点至0.2%，同比涨幅则持平上月于1.7%。可以看到，近几个月，随生产资料PPI 涨势回落以及生活资料PPI 涨势缓慢加速，生产资料和生活资料PPI 之间的剪刀差已显著收敛，中下游企业

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_44999

