

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

通胀压力在后面

2022年8月11日

- **猪肉价格同比扭负为正，带动CPI同比涨幅扩大。**7月CPI同比涨幅扩大，但内部结构存在两涨一跌：1) 猪价上涨支撑CPI。食品项中，猪肉涨价明显。猪价上涨背后的主要原因是：一是部分养殖户压栏惜售，二是前期生猪产能去化效应逐步显现，三是消费需求部分恢复。2) 鲜菜涨幅高于季节性。受多地持续高温天气影响，鲜菜价格大幅上涨，涨幅高于季节性；鲜果大量上市，价格下降。3) 油价下行趋势下，非食品项表现走弱。非食品项中，受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降，带动交通和通信分项表现弱于季节性。总结来看，7月CPI走强，核心CPI却转弱，二者走势出现分离，可见CPI上涨部分更多由食品项大幅改善贡献，尤其是猪肉分项。
- **PPI同比延续下行态势。**7月PPI同比延续下行态势，环比变化成为年内低点。1) 从结构上看，PPI的生产资料和生活资料表现略有分化，主要体现在生产资料价格环比下降，生活资料价格环比上涨。一是7月多数大宗商品价格走弱，而大宗商品与生产资料变化更加紧密。二是受疫情反复影响，国内生产修复放缓，对上游生产资料需求可能较弱。2) 从上下游看，受能源价格回落因素影响，中上游PPI拖累明显。采掘工业、原材料工业和加工工业下挫明显。具体而言，7月国际油价回落，石油化工产业链出厂价格由升转降；7月国内外大宗商品价格普遍回落，上游煤炭、石油价格环比转负，中游钢铁、有色、水泥价格跌幅加深，化工价格环比同步下行。
- **下半年通胀关注什么：既要认识到输入性通胀压力仍然存在，也要警惕国内通胀的结构性压力。**年内的通胀压力可能还会保持在合理区间，但是在下半年的国内通胀压力中，既要认识到输入性通胀压力仍然存在，也要警惕国内通胀的结构性压力。1) 海外高通胀仍在，输入性通胀压力不减。海外的通胀压力仍高，中国的输入性通胀压力依然存在，央行指出，预计下半年CPI涨幅将有所上行，中枢较上半年水平抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破3%。2) 国内结构性通胀压力需要警惕。一是新一轮猪肉价格上涨周期开启，食品项中的猪肉价格迎来一波上涨行情。二是能源和原材料成本仍处高位。三是PPI向CPI滞后传导，可能部分下游行业价格先上行。四是消费需求复苏进程，8月新一轮局部疫情可能会压制部分出行服务消费。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，海外经济下行超预期等。

目 录

一、猪肉价格同比扭负为正，支撑 CPI 同比涨幅扩大	3
二、PPI 同比延续下行态势	5
三、下半年通胀关注什么？	8
风险因素	9

图 目 录

图 1: CPI 与核心 CPI 走势分离	3
图 2: 7 月猪肉价格大幅上升	3
图 3: 蔬菜价格回升至同期最高	4
图 4: 食品烟酒项明显超季节性上涨	4
图 5: CPI 上涨部分更多由食品项大幅改善贡献	5
图 6: PPI 同比延续下行态势，回落幅度扩大	6
图 7: 7 月全国电炉开工率延续低位态势	6
图 8: 7 月螺纹钢开工率大幅下降	7
图 9: 7 月 LME 铜、铝价格同比均较上月大幅回落	7
图 10: 中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅	8
图 11: PPI 继续向 CPI 传导，PPI-CPI 剪刀差回落	9

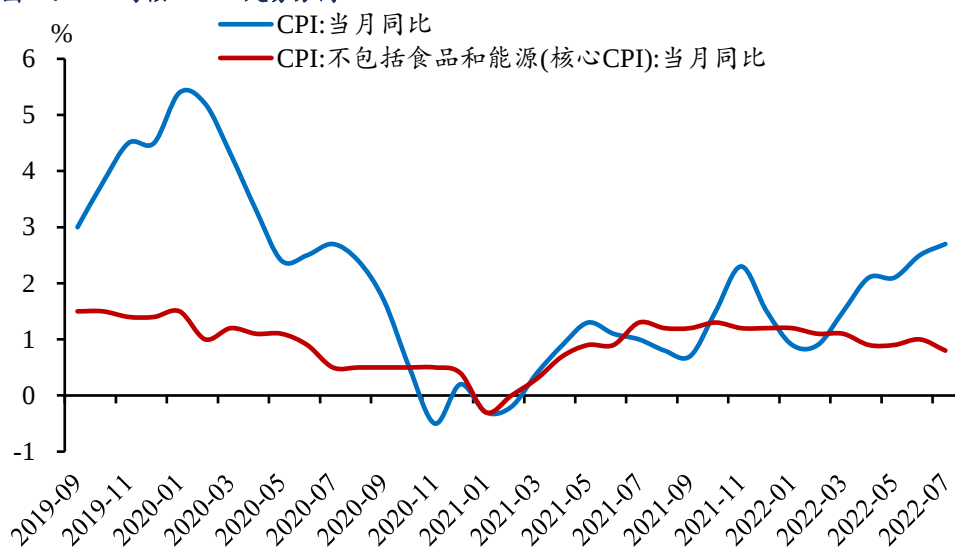


一、猪肉价格同比扭负为正，支撑 CPI 同比涨幅扩大

7 月 CPI 上涨 2.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。在扣除食品和能源价格后，核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。从环比上看，CPI 由上月持平转向上涨 0.5%。整体 CPI 同比涨幅扩大，但内部结构存在两涨一跌：

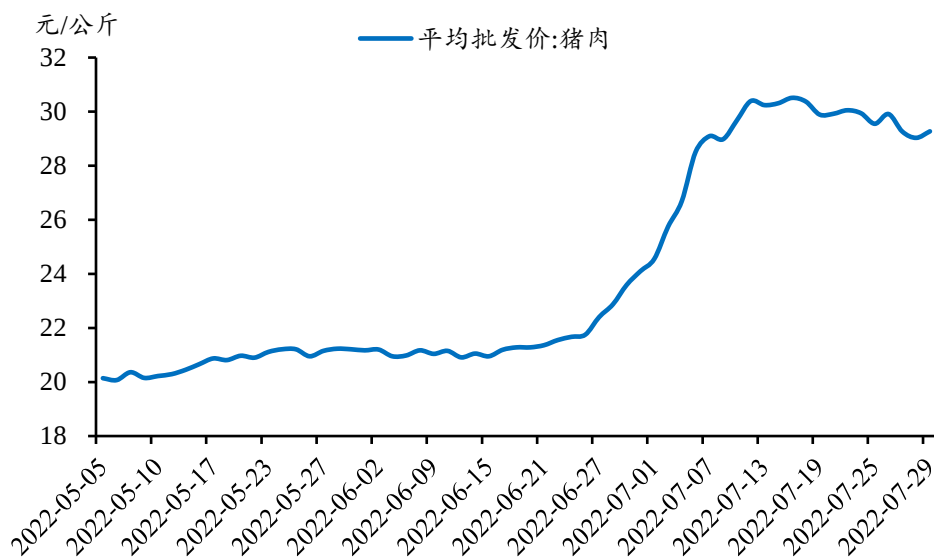
第一，猪价上涨支撑食品项 CPI。在食品项中，7 月猪肉价格上涨明显。从平均批发价上看，猪肉价格由上月末的 24.10 元/公斤上涨至 7 月末的 29.27 元/公斤。从同比变化上看，国家统计局数据显示猪肉价格由上月下降 6.0% 转为 7 月上涨 20.2%。猪肉分项同比增速扭负为正，结束了长达 21 个月的同比负增速。此次猪肉价格上涨背后的原因主要有以下几个：一是部分养殖户压栏惜售，二是前期生猪产能去化效应逐步显现，三是消费需求部分恢复。

图 1：CPI 与核心 CPI 走势分离



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：7 月猪肉价格大幅上升

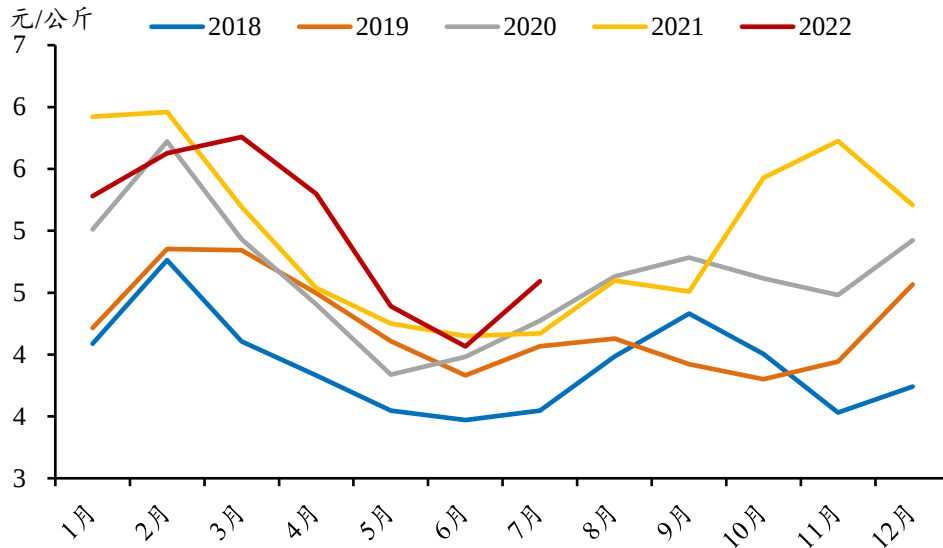


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，鲜菜涨幅高于季节性。受多地持续高温天气影响，鲜菜价格由上月环比下降 9.2% 转为上涨 10.3%，涨幅高于季节性。从 28 种重点监测蔬菜的平均批发价格上看，今年 7 月的蔬菜批发价格涨幅明显，回升幅度升至同期的最高值。而鲜果大量上市，价格环比下降 3.8%。

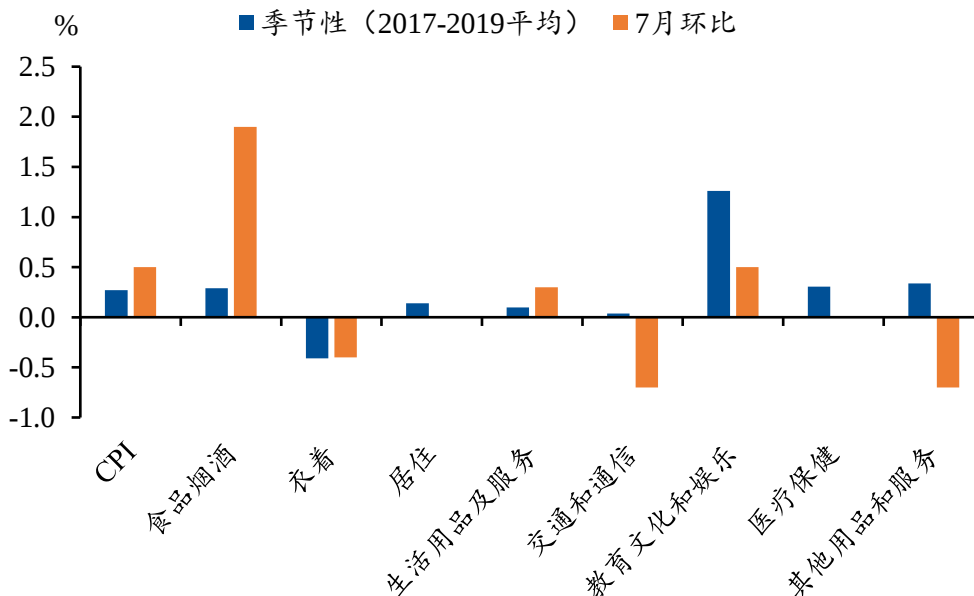
第三，油价下行趋势下，非食品项中交通和通信分项环比大幅走弱。油价下行趋势下，非食品项表现走弱。非食品中，受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别环比下降了 3.4% 和 3.6%，带动交通和通信分项环比表现弱于季节性。

图 3：蔬菜价格回升至同期最高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

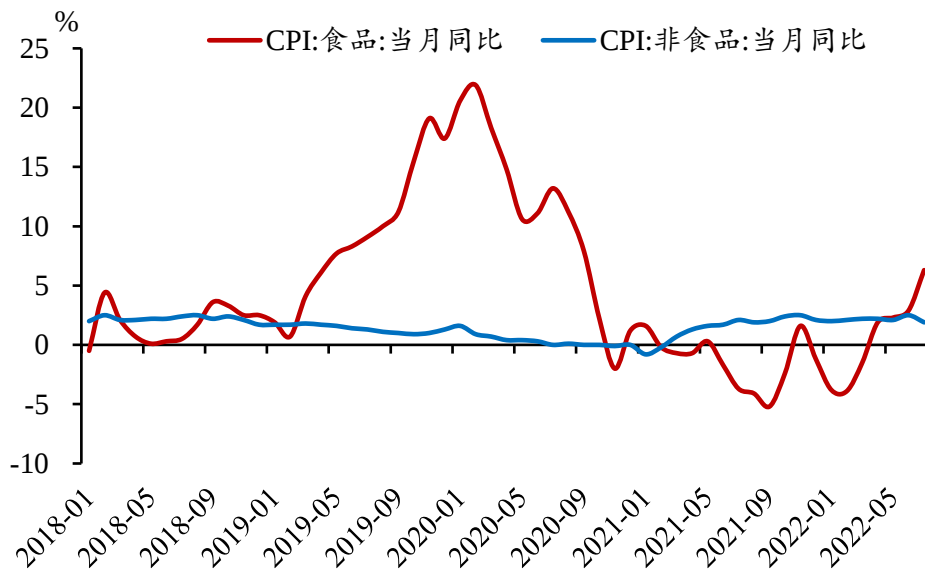
图 4：食品烟酒项明显超季节性上涨



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总结来看，CPI 上涨部分更多由食品项大幅改善贡献，尤其是猪肉分项。CPI 走强，核心 CPI 转弱，二者走势出现分离。可见猪肉价格明显上涨是 CPI 同比涨幅扩大的重要原因。CPI 上涨部分更多由食品项大幅改善贡献，尤其是猪肉分项。

图 5：CPI 上涨部分更多由食品项大幅改善贡献



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、PPI 同比延续下行态势

PPI 同比延续下行态势，回落幅度扩大。PPI 同比上涨 4.2%，涨幅比上月回落 1.9 个百分点，延续下行态势。环比变化上看，PPI 环比下降 1.3%，成为年内低点。

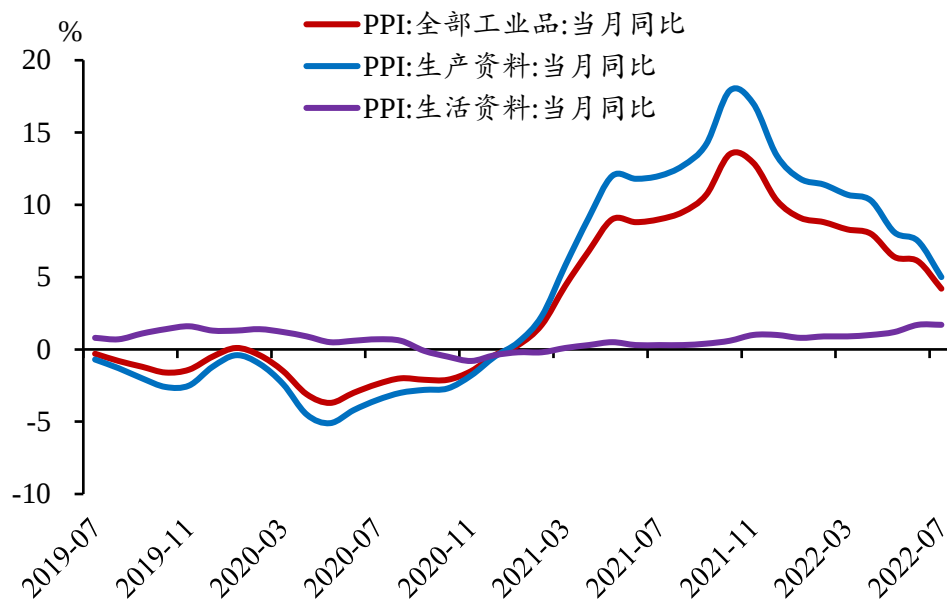
1) 从结构上看，PPI 的生产资料和生活资料表现略有分化。PPI 的结构分化主要体现在生产资料价格环比下降，生活资料价格环比上涨。其中，生产资料价格上涨 5%，涨幅回落 2.5 个百分点；生活资料价格上涨 1.7%，涨幅与上月相同。环比看，PPI 下降 1.3%，涨幅比上月回落 1.3 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.7%，涨幅回落 1.6 个百分点；生活资料价格上涨 0.2%，涨幅回落 0.1 个百分点。

一是 7 月多数国际大宗商品价格走弱，而大宗商品与生产资料变化更加紧密。7 月能源、黑色、有色、非金属等大宗商品价格均走弱，7 月 LME 铜、铝价格同比分别为 -20.2% 和 -3.6%，较上月大幅回落。黑色金属材料类、有色金属材料及电线类环比分别下降 3.7% 和 4.5%，为生产资料 PPI 的主要拖累项。

二是受疫情反复影响，国内生产修复放缓，对上游生产资料等需求可能较弱。从高频指标来看，6 月以来，全国电炉开工率开始下降，7 月开工率为 50%，远低于往年同期水平；7 月螺纹钢开工率为 44.00%，较上月下降 7.64 个百分点。

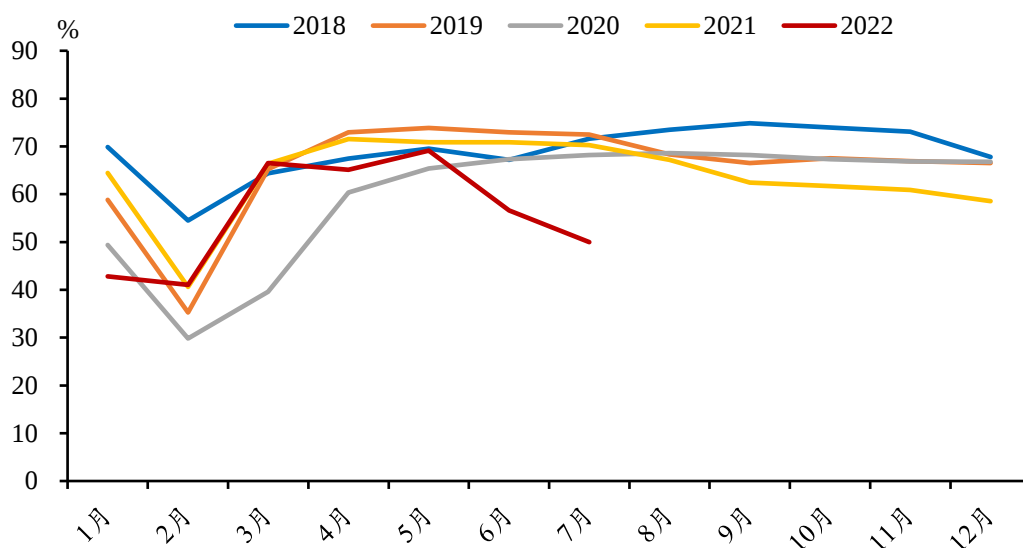
2) 从上中下游看，受能源价格回落因素影响，中上游 PPI 拖累明显。采掘工业、原材料工业和加工工业下挫明显，分别下降了 1.9%、2.5% 和 1.3%。下游消费品价格分化明显，衣着类和一般日用品类价格环比下降 0.6 和 0.4 个百分点；食品类和耐用消费品类价格环比涨幅分别上升 0.1 和 0.3 个百分点。总体来看，上游价格压力大于下游消费品。在中上游 PPI 的拖累中，7 月国际油价回落，石油化工产业链出厂价格由升转降，7 月石油和天然气开采业价格环比由 6 月上涨 7% 转为 7 月下降 1.3%；国内外大宗商品价格普遍回落，7 月上游煤炭、石油价格环比由正转负；中游钢铁、有色、水泥价格跌幅加深，化工价格环比同步下行，化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业出厂价格环比分别下降 2.1%、1.4%。

图 6: PPI 同比延续下行态势, 回落幅度扩大



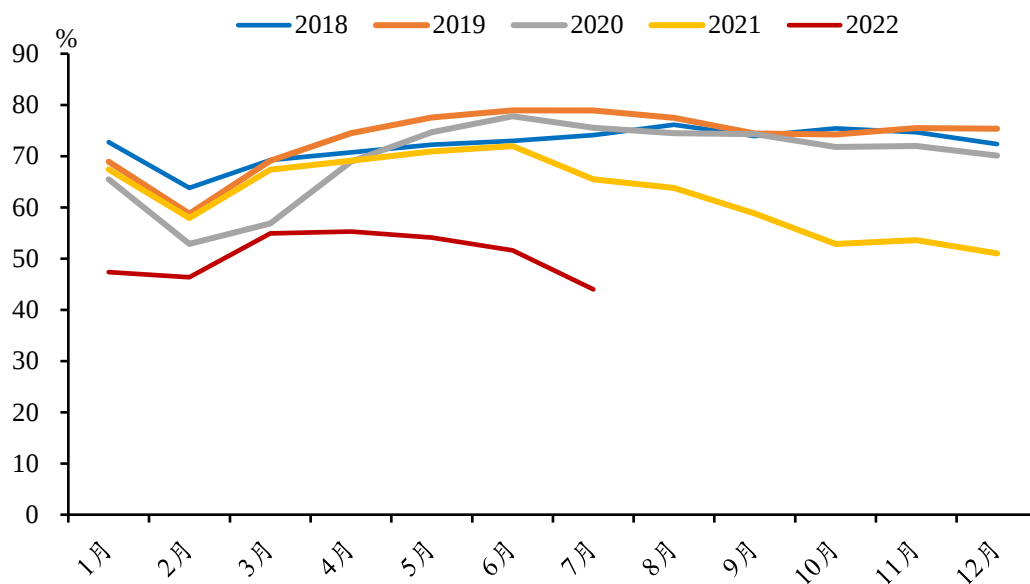
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 7 月全国电炉开工率延续低位态势



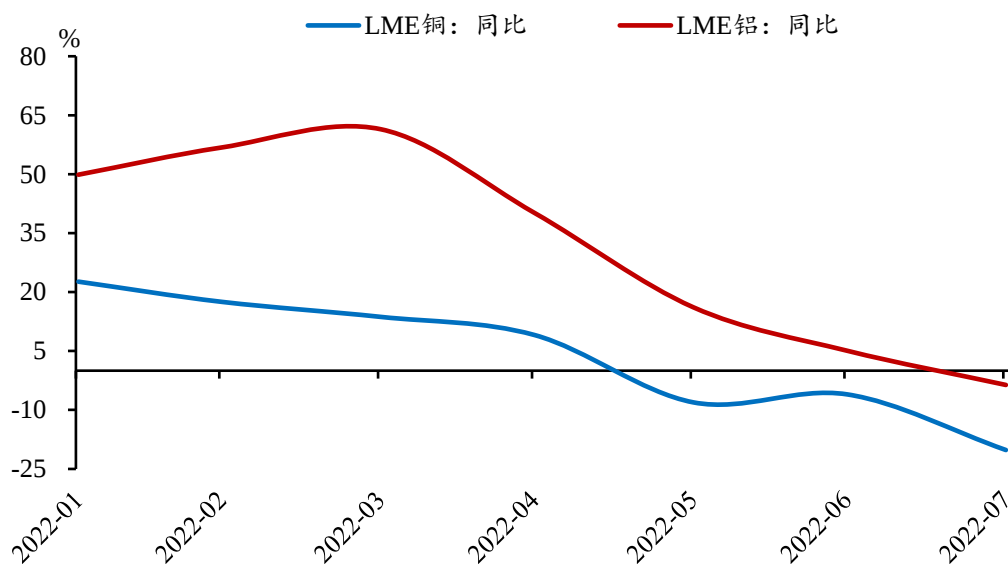
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：7 月螺纹钢开工率大幅下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：7 月 LME 铜、铝价格同比均较上月大幅回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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_45024

