

总量研究

CPI 结构分化明显，PPI 环比快速回落

——2022 年 7 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点

要点

事件

2022 年 8 月 10 日，国家统计局发布 2022 年 7 月 CPI 和 PPI 数据：2022 年 7 月 CPI 同比上涨 2.7%（前值为 2.5%），核心 CPI 同比增长 0.8%（前值为 1%）；PPI 同比上涨 4.2%（前值为 6.1%）。

点评

CPI 同比增速提升，结构上呈现“食品升，能源高，核心通胀低”的特点。7 月 CPI 同比上涨 2.7%，增速比 6 月高 0.2 个百分点；环比为 0.5%，环比较 6 月提升 0.5 个百分点。从结构来看，7 月 CPI 呈现“食品升，能源高，核心通胀低”的特点：食品价格上升是 7 月 CPI 同比上升的主要推力；能源价格仍维持在高位，但已经在回落；核心 CPI 表现相对较弱。2021 年以来去杠杆不明显，表明居民资产负债表的修复并不顺畅，我们认为，这都将制约居民消费的修复高度，也使得消费品端物价难有太好的表现。

PPI 环比快速回落，后续 PPI 同比仍将继续回落。7 月 PPI 同比上升 4.2%，较 6 月回落 1.9 个百分点，涨幅连续 9 个月回落；环比为 -1.3%，环比下降速度创年内新高，回落速度明显加快。此前我们认为，生产资料价格整体向下拐点在 6 月形成，7 月走势情况符合这一判断。展望后续，目前大宗商品价格高位回落，后续向上的动力有限，后续 PPI 可能继续呈现环比和同比均下降态势，PPI 和 CPI 之间的剪刀差继续收窄。

债市观点

今年以来至今，**利率债二级市场震荡走势特点明显**，大致经历了 3 个不同的演变阶段。后续来看：1) **短端利率走势可能更为确定**。目前资金面非常宽裕，且宽信用仍在途中，资金面持续宽松的情况预计年内将继续维持；而在美联储加息周期中，我国政策利率下降的空间有限，因此资金利率难有继续下降的动力。2) 基本面应该已经度过了最艰难的时期，但后续基本面很难有太好的表现。**这一背景下，长端利率很难出现趋势性的向上机会，我们认为整体将在 2.8% 左右震荡，而 2.7% 则可能是年内的低位。**3) 整体来看，对债市要有均值回复的思维，后继债市可能很难出现大的交易机会，择机入场也要适时退场。

风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebcn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebcn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebcn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebcn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebcn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebcn.com

相关研报

供给主导当前国内通胀演变——2022 年 6 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点
(2022-07-09)

物价环境继续改善但核心 CPI 并不强——2022 年 5 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点
(2022-06-10)

从 3 种理论框架和 6 个特征事实看本轮全球通胀——通胀再研究系列之五 (2021-08-06)

1、事件

2022年8月10日，国家统计局发布2022年7月CPI和PPI数据：2022年7月CPI同比上涨2.7%（前值为2.5%），核心CPI同比增长0.8%（前值为1%）；PPI同比上涨4.2%（前值为6.1%）。

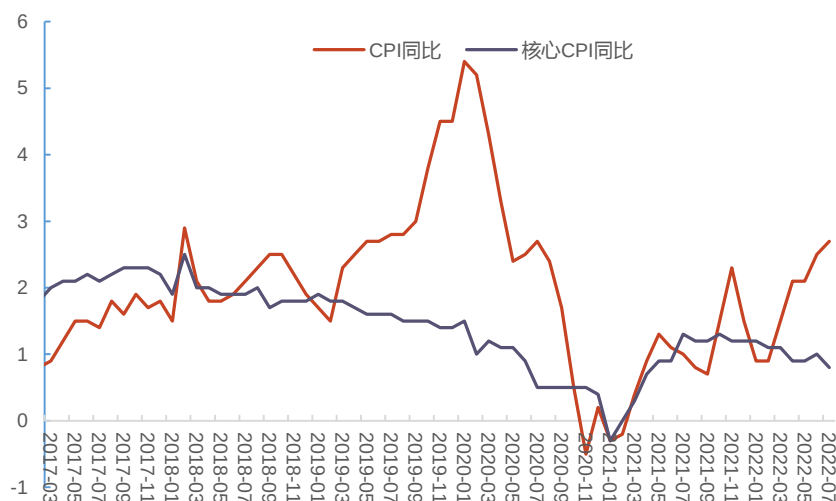
2、点评

2.1、CPI同比增速提升，结构上呈现“食品升，能源高，核心通胀低”的特点

2022年7月CPI同比上涨2.7%，增速比6月高0.2个百分点；环比为0.5%（前值为0%），环比改善程度更好。另外，7月PPI和CPI同比增速差值为1.5个百分点，此前4月、5月、6月差值分别为5.9、4.3、3.6个百分点，剪刀差进一步缩小，反映物价环境在继续改善。

从新涨价因素来看，根据国家统计局的测算，在7月份2.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.9个百分点，新涨价影响约为1.8个百分点，而6月新涨价影响约为1.3个百分点。从这点来看，7月CPI同比涨幅扩大，主要是新涨价影响。

图表 1：7月CPI同比增速有所提升，但核心CPI则有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

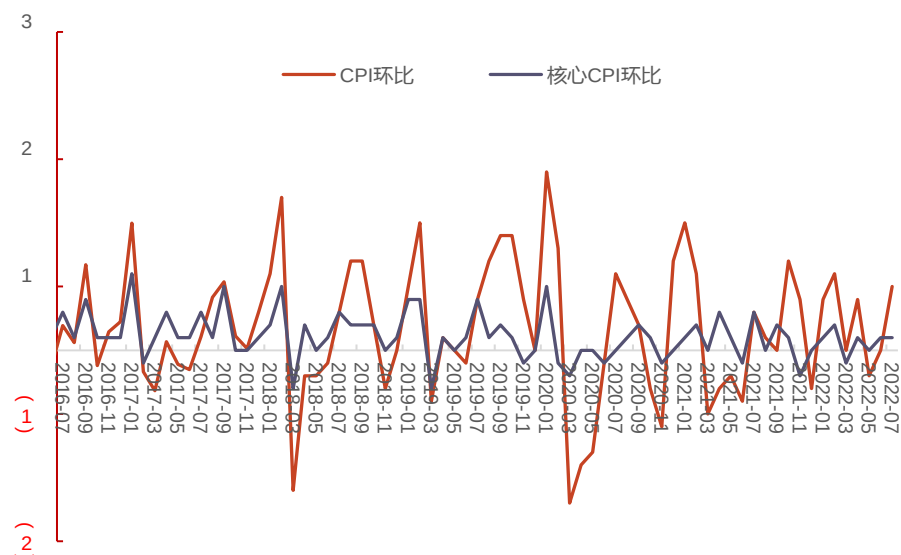
从结构来看，7月CPI呈现“食品升，能源高，核心通胀低”的特点：

食品价格上升是7月CPI同比上升的主要推力。7月食品价格同比上涨6.3%，涨幅比6月扩大3.4个百分点，影响CPI上涨约1.12个百分点；食品中，猪肉价格同比由6月的降6.0%转为上涨20.2%；鲜果和鲜菜价格则分别上涨16.9%和12.9%；

能源价格仍维持在高位，但已经在回落。7月汽油、柴油价格同比分别上涨24.6%、26.7%，而环比分别为下降3.4%和3.6%，涨幅均在回落。

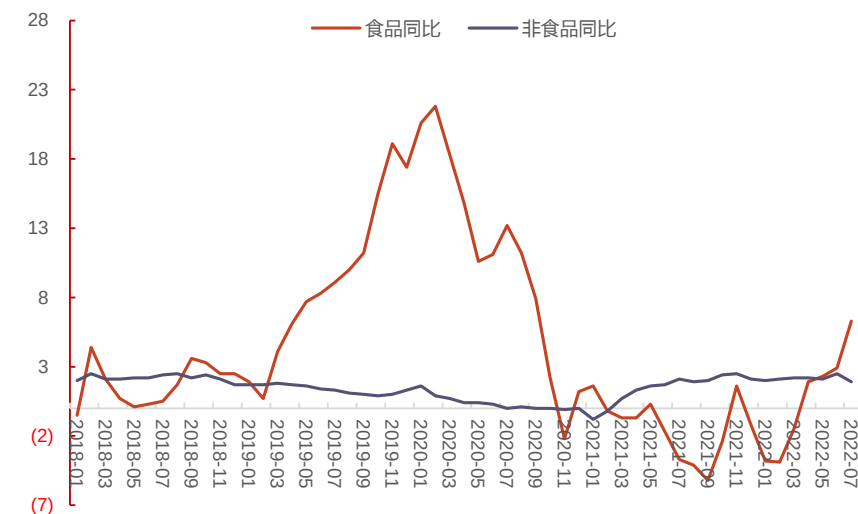
从核心 CPI 的角度来看，7 月核心 CPI 同比增速为 0.8%（6 月为 1%），较 6 月下降了 0.2 个百分点；核心 CPI 环比增速为 0.1%（6 月为 0.1%）。2017-2021 年这 5 年，7 月核心 CPI 同比增速分别为 2.1%、1.9%、1.6%、0.5%和 1.3%，均值为 1.5%，当前核心 CPI 表现相对较弱。

图表 2：7 月 CPI 环比提升，但核心 CPI 环比则持平



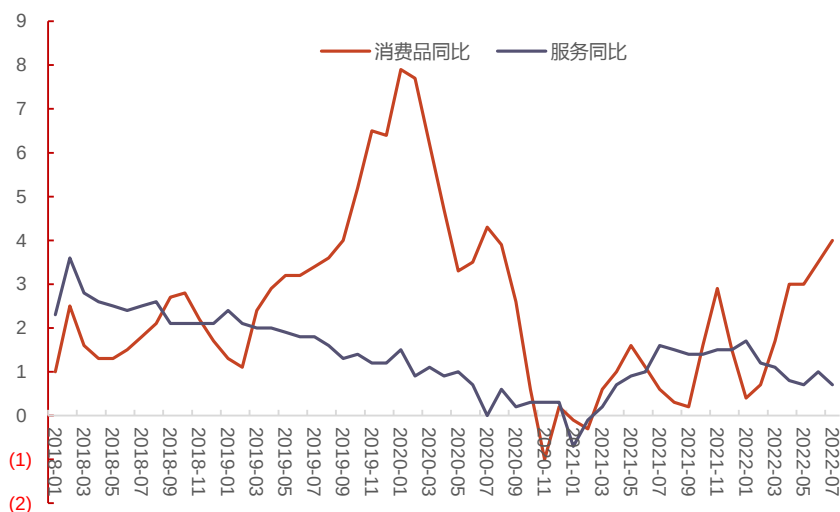
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：7 月 CPI 中食品同比上升明显，而非食品项同比则有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 4：7 月消费品价格同比增速继续提升，而服务项同比增速则重回下降通道

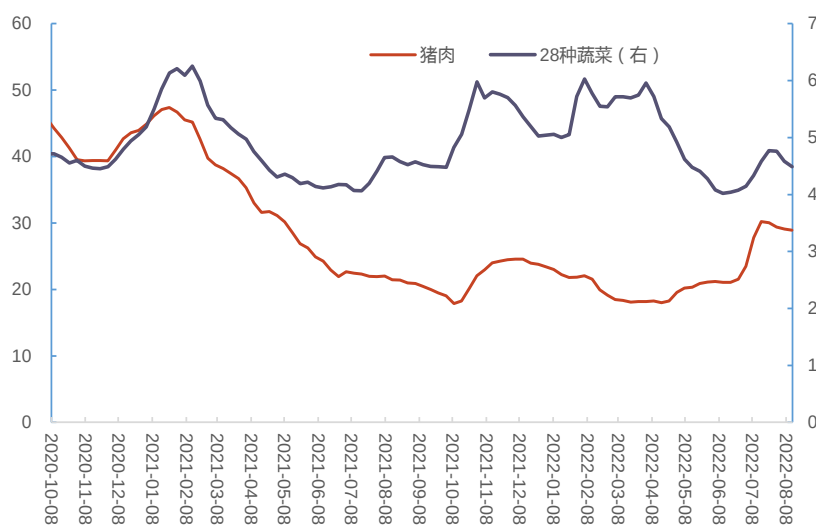


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

结合近几个月食品、非食品、核心 CPI 以及相关指标的表现，大致可以判断：

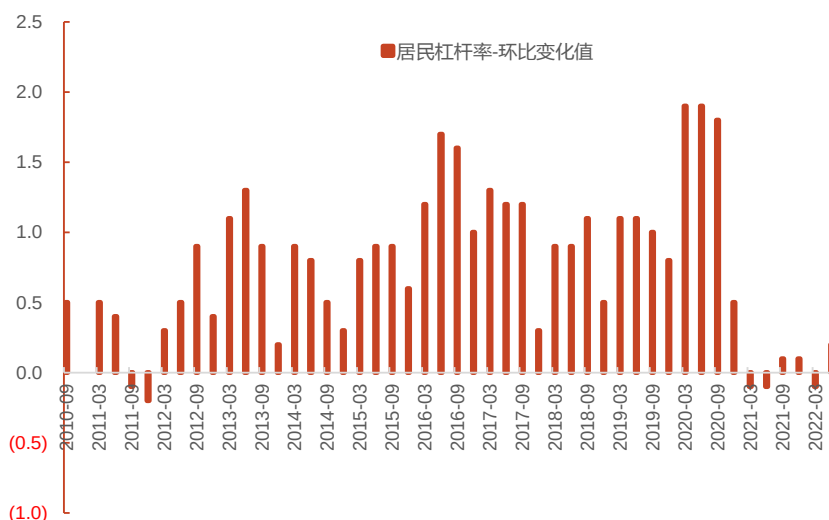
- 1) CPI 目前同比上升的态势主要来自供给端的推动。后续能源类价格从高位回落，食品类尤其是猪肉、蔬菜价格也已经开始回落，而需求仍然相对较弱。
- 2) 在前期多篇报告中，我们均指出，疫情出现使得居民杠杆率持续上升，而收入增速放缓，以及房价的上涨均制约了居民资产负债表的修复。因此消费品端 CPI 尤其是核心 CPI 的疲弱，以及 2021 年以来消费修复程度持续不及预期，均是居民资产负债表修复不畅的侧面表现。2020 年居民杠杆率提升明显，2021 年以来去杠杆不明显，表明居民资产负债表的修复并不顺畅，我们认为，这都将制约居民消费的修复高度，也使得消费品端物价难有太好的表现。

图表 5：7 月猪肉和蔬菜价格回升明显，8 月以来均有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：周均值，单位为元/每公斤 统计截至 2022 年 8 月 9 日

图表 6：2020 年居民杠杆率提升明显，2021 年以来去杠杆不明显

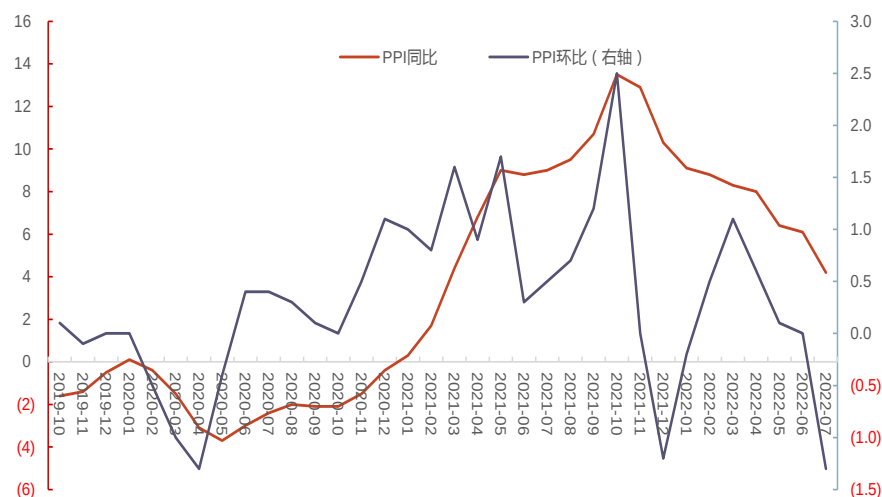


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：纵轴统计的是居民部门杠杆率季度之间变动值，单位为百分点

2.2、PPI 环比快速回落，后续 PPI 同比仍将继续回落

7 月 PPI 同比上升 4.2%，较 6 月回落 1.9 个百分点，涨幅连续 9 个月回落；环比为-1.3%（前值为 0%），环比下降速度创年内新高，回落速度明显加快。从同比和环比的组合来看，PPI 同比增速回落是由于去年基数相对较高所致，另外环比增速下降也推动同比下降。根据统计局测算，在 7 月份 4.2% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为 1.0 个百分点，而 6 月新涨价影响约为 2.3 个百分点。

图表 7：7 月 PPI 同比和环比增速均继续回落

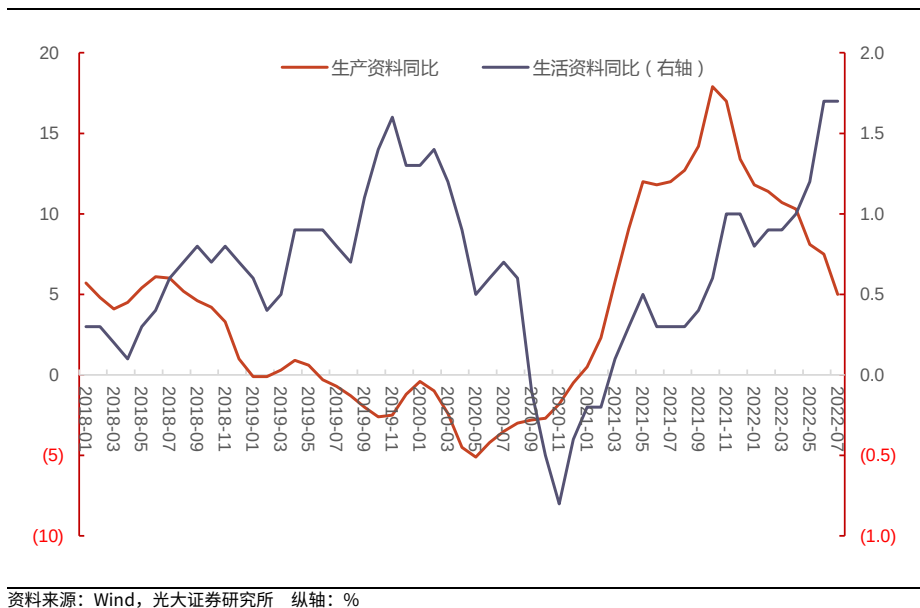


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从结构来看，7 月生产资料价格同比增速为 5%，连续 9 个月回落（前值为 7.5%）；生活资料价格同比增速为 1.7%（前值为 1.7%），整体仍处在上升通道中；7 月

生产资料和生活资料价格环比增速则分别为-1.7%和 0.2%（前值分别为-0.1%和 0.3%），环比增速均有所下降。生产资料的三大具体分项中，7 月采掘业、原材料、加工业出厂价格同比增速分别较 6 月变动-8.5、-3.8 和-1.5 个百分点，增速均出现明显下降。从环比来看，生产资料的三大具体分项中，采掘业、原材料、加工业价格 7 月环比增速分别为-1.9%、-2.5%和-1.3%（6 月环比增速分别为 1.9%、0.3%和-0.4%）。在此前我们于 2022 年 7 月 9 日发布的报告《供给主导当前国内通胀演变——2022 年 6 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点》中，我们指出，综合同比和环比两个角度，6 月生产资料价格整体向下拐点正在形成。目前 7 月生产资料价格走势情况符合这一判断。

图表 8：7 月生产资料价格同比增速继续下降



图表 9：7 月生产资料三个分项同比均出现一定程度下降



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_45079

