

总量研究

疫情压制需求，CPI 低预期上行

——2022 年 7 月价格数据点评

要点

事件：

- 1) CPI 同比 2.7%，前值 2.5%，市场预期 2.9%；CPI 环比 0.5%，前值 0.0%；
- 2) 核心 CPI 同比 0.8%，前值 1.0%；
- 3) PPI 同比 4.2%，前值 6.1%，市场预期 4.7%；PPI 环比-1.3%，前值 0.0%。

核心观点：

7 月，CPI 上行、PPI 下行趋势延续，但 CPI 上行高度明显低于市场预期，主因在于 7 月以来国内疫情反复，明显压制服务业需求，导致核心 CPI 同比再度下探。

向前看，在低基数、猪价步入上行周期的背景下，CPI 仍处在上行通道，但鉴于原油缓慢回落、疫情反复压制服务业需求，预计 CPI 上行高度有限、持续时间或将低于预期，难以构成对货币政策的实质性约束。

CPI 同比延续上行，但核心 CPI 同比再度下探。

7 月 CPI 同比继续上行至 2.7%，低于市场预期的 2.9%。猪肉、鲜菜等食品价格上涨是本月 CPI 走高的主要推手，而疫情反复明显压制服务业价格，导致 CPI 同比上行速度放缓，这也是市场此前高估 CPI 的主要原因。从环比看，CPI 由上月持平转为上涨 0.5%。其中，食品价格由上月下降 1.6%转为上涨 3.0%，非食品价格由上月上涨 0.4%转为下降 0.1%。

国内外大宗商品普遍回落，PPI 同比加快下行。

7 月 PPI 同比自上月的 6.1%回落至 4.2%，环比自上月持平转为下降 1.3%。其中，生产资料价格环比回落显著，自上月的-0.1%回落至-1.7%，生活资料价格环比自上月的 0.3%回落至 0.2%。

PPI 生产资料价格下跌，与国际油价走低、国内投资需求疲弱有关。自 6 月中旬以来，海外持续交易衰退预期，国内建筑业投资需求疲弱，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。而 PPI 生活资料价格环比增速小幅回落，衣着、日用品价格环比增速回落明显，显示出上下游传导效应正在减弱。

下半年 CPI 走高难以掣肘货币政策。

向前看，PPI 方面，预计下半年同比将迎来快速回落，中枢回落至 1%-2%，企业成本压力将明显缓和。一则，随着海外刺激政策退出、美联储大步加息抑制通胀，海外经济增长动能将持续放缓，二则，受前期地产销售疲弱等因素影响，房地产投资恢复动能偏弱，预计年内反弹空间有限，建筑需求仍将承压。

CPI 方面，预计 8-9 月 CPI 同比将继续冲高，预计 8 月摸 3%，9 月破 3%，四季度小幅回落，12 月仍有破 3%风险，全年中枢为 2.3%-2.4%。考虑到三季度基数偏低、猪价仍处在上行周期，预计下半年 CPI 同比仍具备上行动能，但鉴于疫情压制服务业需求、叠加原油价格步入缓慢回落区间，CPI 上涨主要为供给不足带来的结构性行情，因此预计 CPI 上行高度有限、持续时间或将低于预期，难以构成对货币政策的实质性约束。

风险提示：俄乌冲突超预期；新冠肺炎本土疫情大范围扩散。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuxc@ebsecn.com

相关研报

海外供应链受阻，中国优势再次凸显——2022 年 7 月进出口数据点评（2022-08-08）

美国非农大超预期，货币紧缩势在必行——2022 年 7 月美国非农数据点评兼光大宏观周报（2022-08-06）

企业生产放缓，恢复基础尚需稳固——2022 年 7 月 PMI 点评兼光大宏观周报（2022-08-01）

统筹防疫与经济，力争最好结果——2022 年 7 月政治局会议精神学习体会（2022-07-29）

美联储如期加息，9 月或持续紧缩步伐——2022 年 7 月美联储议息会议点评（2022-07-28）

工业企业盈利恢复加快，结构持续改善——2022 年 6 月工业企业盈利数据点评（2022-07-27）

BA.5 侵袭，全球影响几何，国内如何应对？——《全球疫情疫苗追踪系列》第十一篇（2022-07-26）

磐战中期选举，民主党如何出牌？——《大国博弈》系列第二十七篇暨光大宏观周报（2022-07-24）

新一轮猪周期有哪些“新变化”？——《见微知著》第八篇（2022-07-20）

美国科技霸权：大国博弈的前沿阵地——《大国博弈》第二十六篇（2022-07-09）

美联储明确紧缩态度，剑指通胀——2022 年 6 月美联储议息会议纪要点评（2022-07-07）

如何看待美国滞胀和美股走势？——美联储观察系列九（2022-07-05）

目 录

一、	7 月 CPI 稳步上行, PPI 快速回落.....	3
二、	CPI 同比延续上行, 但核心 CPI 同比再度下探.....	3
三、	国内外大宗商品普遍回落, PPI 同比加快下行	5
四、	下半年 CPI 走高难以掣肘货币政策	6
五、	风险提示.....	7

图目录

图 1:	7 月食品价格明显走高, 非食品价格回落.....	4
图 2:	7 月猪价、菜价均高于季节性水平.....	4
图 3:	7 月核心 CPI 环比回落, 明显低于季节性水平	4
图 4:	7 月非食品价格分项普遍低于季节性水平.....	4
图 5:	7 月以来, 国内本土疫情多点多面散发	5
图 6:	7 月以来, 国内本土单日新增新冠病例明显反弹.....	5
图 7:	7 月 PPI 环比增速回落, 同比增速延续下行.....	5
图 8:	7 月 PPI 生产资料环比转负, 生活资料环比增速回落	5
图 9:	7 月 PPI 上下游价格环比同步转负	6
图 10:	7 月中游黑色、有色价格跌幅显著.....	6
图 11:	7 月 PPI 生活资料同比增速走平	6
图 12:	7 月 PPI 生活资料中, 日用品、衣着价格环比转弱.....	6
图 13:	预计下半年 PPI 同比中枢回落至 1%-2%, 全年为 4%-5%.....	7
图 14:	预计三季度 CPI 冲高破 3%, 四季度小幅回落	7

表目录

表 1:	7 月 CPI 同比稳步上行, PPI 同比快速回落	3
------	----------------------------------	---

一、7月CPI稳步上行，PPI快速回落

事件：

- 1) CPI 同比 2.7%，前值 2.5%，市场预期 2.9%；CPI 环比 0.5%，前值 0.0%；
- 2) 核心 CPI 同比 0.8%，前值 1.0%；
- 3) PPI 同比 4.2%，前值 6.1%，市场预期 4.7%；PPI 环比-1.3%，前值 0.0%。

核心观点：

7月，CPI 上行、PPI 下行趋势延续，但 CPI 上行高度明显低于市场预期，主因在于 7 月以来国内疫情反复，明显压制服务业需求，导致核心 CPI 同比再度下探。

向前看，在低基数、猪价步入上行周期的背景下，CPI 仍处在上行通道，但鉴于原油缓慢回落、疫情反复压制服务业需求，预计 CPI 上行高度有限、持续时间或将低于预期，难以构成对货币政策的实质性约束。

表 1：7 月 CPI 同比稳步上行，PPI 同比快速回落

月份（2022 年）	CPI 同比	CPI 环比	核心 CPI 同比	PPI 同比	PPI 环比
1 月 实际值	0.9%	0.4%	1.2%	9.1%	-0.2%
2 月 实际值	0.9%	0.6%	1.1%	8.8%	0.5%
3 月 实际值	1.5%	0.0%	1.1%	8.3%	1.1%
4 月 实际值	2.1%	0.4%	0.9%	8.0%	0.6%
5 月 实际值	2.1%	-0.2%	0.9%	6.4%	0.1%
6 月 实际值	2.5%	0.0%	1.0%	6.1%	0.0%
7 月 实际值	2.7%	0.5%	0.8%	4.2%	-1.3%
7 月 市场预期	2.9%			4.7%	

资料来源：Wind，光大证券研究所

二、CPI 同比延续上行，但核心 CPI 同比再度下探

7 月 CPI 同比继续上行至 2.7%，低于市场预期的 2.9%。食品价格上涨是本月 CPI 上行的主要推手，而疫情反复明显压制服务业价格，导致 CPI 同比上行速度放缓，这也是市场此前高估 CPI 的主要原因。从环比看，CPI 由上月持平转为上涨 0.5%。其中，食品价格由上月下降 1.6% 转为上涨 3.0%，影响 CPI 上涨约 0.53 个百分点。非食品价格由上月上涨 0.4% 转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点。

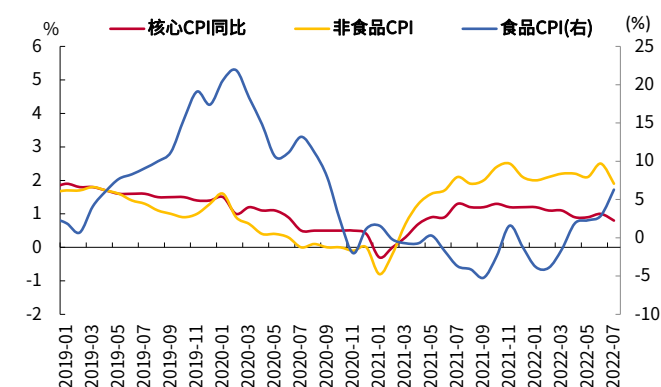
食品方面，猪周期开启后，猪价迎来快速上涨、高温天气明显推升菜价。7 月，食品 CPI 环比上行至 3.0%，上月为-1.6%。猪价方面，5 月以来，随着前期生猪产能效应的逐步兑现，猪价开启上行通道，6 月末至 7 月上旬，受养殖户压栏惜售等因素影响，猪肉价格快速上涨，7 月环比上涨 25.6%，明显高于 6 月环比 2.9%。随着国家发改委表态维稳猪价，7 月中下旬猪价小幅回落，但仍处在较高水平。此外，受多地持续高温天气影响，鲜菜价格由上月环比下降 9.2% 转为环比上涨 10.3%，涨幅高于季节性；鲜果大量上市，价格环比下降 3.8%。

非食品方面，油价回落带动非食品 CPI 环比转负，明显低于季节性水平。7 月非食品 CPI 环比自上月的 0.4% 回落至 -0.1%，低于 0.3% 的季节性水平（使用 2017-2021 年同期均值，下同）。其中，交通通信价格环比自上月的 2.2% 回落至 -0.7%，核心 CPI 环比持平于上月的 0.1%，低于 0.26% 的季节性水平。

原油方面，6 月中旬以来，美联储大幅加息背景下，原油金融属性的削弱、市场对未来需求预期的担忧、叠加地缘风险溢价的缓和，带动布伦特原油价格自 120 美元/桶回落至 100 美元/桶下方，7 月国内汽油和柴油价格环比分别下降 3.4% 和 3.6%。

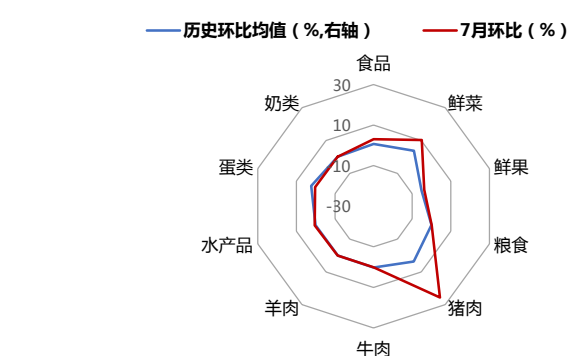
核心 CPI 方面，7 月以来国内疫情反复，明显压制服务业需求，导致核心 CPI 同比回落至 0.8%，为 2021 年 5 月以来最低值。此前在 6 月，受各地疫情解封影响，居民出行强度逐步恢复，服务类消费需求开始回暖，核心 CPI 呈现低位回升，同比自 5 月的 0.9% 上行至 1.0%。但进入 7 月后，国内多地检测出 BA.5 变异株，并引发本土聚集性疫情。7 月国内“本土确诊+无症状”日均为 496 例，明显高于 6 月的 76 例。7 月底政治局会议明确表态“算政治账”，短期来看，“动态清零”是现阶段疫情防控的最佳选择。在较为严格的防疫体系下，疫情反复仍将持续压制服务业需求，进而抑制下半年 CPI 上行高度。

图 1：7 月食品价格明显走高，非食品价格回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

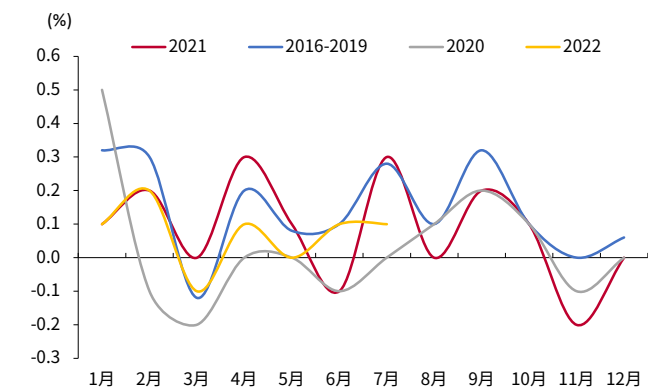
图 2：7 月猪价、菜价均高于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

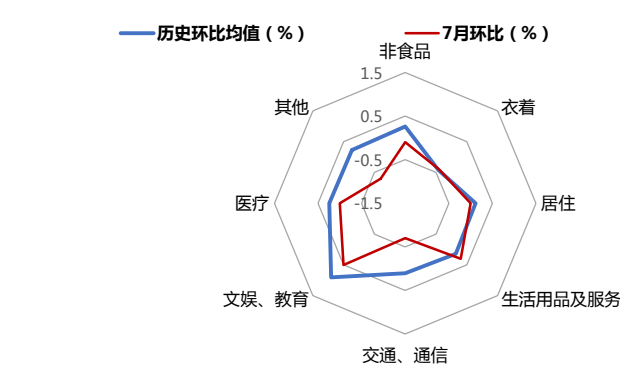
注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 7 月环比均值

图 3：7 月核心 CPI 环比回落，明显低于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

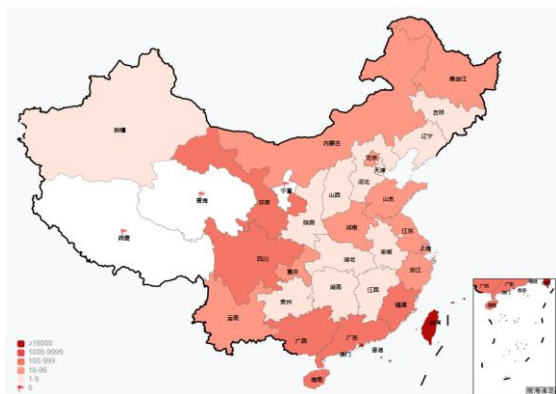
图 4：7 月非食品价格分项普遍低于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

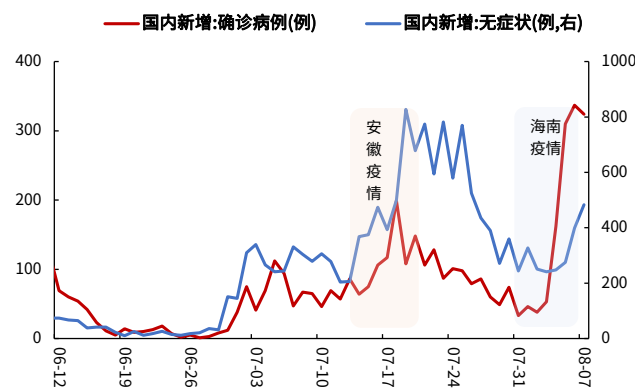
注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 7 月环比均值

图 5：7 月以来，国内本土疫情多点多面散发



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据截至 2022 年 8 月 7 日；指标为现有确诊人数，单位为人

图 6：7 月以来，国内本土单日新增新冠病例明显反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所注：数据截至 2022 年 8 月 7 日

三、国内外大宗商品普遍回落，PPI 同比加快下行

7 月 PPI 环比转负，同比回落速度加快。7 月 PPI 同比自上月的 6.1% 回落至 4.2%，环比自上月持平转为下降 1.3%。其中，生产资料价格环比回落显著，自上月的 -0.1% 回落至 -1.7%，生活资料价格环比自上月的 0.3% 回落至 0.2%。

PPI 生产资料价格下跌，与国际油价走低、国内投资需求疲弱有关。自 6 月中旬以来，海外持续交易衰退预期，国内建筑业投资需求疲弱，国内外大宗商品价格普遍回落，7 月下旬后，市场情绪有所修复，商品价格开启低位反弹。具体来看，上游煤炭、石油价格环比转负，煤炭开采和洗选业价格环比由上月上涨 0.8% 转为下降 2.1%，石油和天然气开采业价格环比下降 1.3%；中游钢铁、有色、水泥价格跌幅加深，化工价格环比同步转负，其中，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 6.2%，有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 6.0%，非金属矿物制品业价格环比下降 1.9%，化学原料和化学制品制造业价格环比下降 2.1%。

PPI 生活资料价格环比增速小幅回落，显示出上下游传导效应正在减弱。7 月 PPI 生活资料中，衣着类价格环比自上月的 0.7% 回落至 0.1%，一般日用品类价格环比自上月的 0.1% 回落至 -0.3%；但食品类价格环比自上月的 0.5% 上行至 0.6%，耐用消费品类价格环比自上月的 -0.1% 上行至 0.2%。

图 7：7 月 PPI 环比增速回落，同比增速延续下行

图 8：7 月 PPI 生产资料环比转负，生活资料环比增速回落

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_45088

