

7 月通胀点评

服务消费季节性走强

7 月 CPI 同比增速略高于万得一致预期，PPI 同比增速低于万得一致预期；7 月国际能源价格持续扰动通胀增速，“反内卷”政策也对 CPI 和 PPI 的相关分项价格产生了一定止跌企稳影响。

- 7 月 CPI 环比上升 0.4%，同比持平，核心 CPI 同比增长 0.8%，服务价格同比增长 0.5%，消费品价格同比下降 0.4%。从分项看，7 月同比增速增长的是其他用品和服务（8.0%）、衣着（1.7%）、生活用品及服务（1.2%）、教育文化娱乐（0.9%）、医疗保健（0.5%）和居住（0.1%），同比负增长的仅有食品烟酒（-0.8%），同比增速较 6 月上升的有交通通信、生活用品及服务、衣着和医疗保健。
- 从同比看，食品价格影响 CPI 同比下降约 0.29 个百分点，金饰品和铂金饰品价格合计影响 CPI 同比上涨约 0.22 个百分点，服务价格影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点；从环比看，服务价格影响 CPI 环比上涨约 0.26 个百分点，占 CPI 总涨幅六成多，工业消费品价格影响 CPI 环比上涨约 0.17 个百分点。
- 7 月 CPI 同比增速仍偏低，但环比增速有所回暖。对 7 月 CPI 同比增速产生下拉影响的主要是食品价格中的鲜菜和鲜果，对 CPI 环比增速产生上行提振的主要是受暑期出行旺季影响的服务价格，以及工业消费品中的能源价格环比上涨和汽车价格环比止跌。我们维持此前观点，认为在去年同期低基数的影响下，今年下半年 CPI 同比增速有望维持低斜率上行趋势，但同时也提示下半年各分项价格的波动，可能受季节性和政策性因素的影响：一是受暑期服务消费的季节性因素影响，7 月相关价格环比强劲的走势可能出现拐点，二是受 8 月初 OPEC+增产决定影响，国际油价可能出现下行波动，三是受“七下八上”汛期等天气因素影响，食品价格短期存在波动的可能性，四是受提振消费政策带动，汽车等耐用消费品价格走稳的趋势仍需观察。
- 7 月 PPI 环比下降 0.2%，同比下降 3.6%，PPIRM 同比下降 4.5%。
- PPI 环比降幅比上月收窄 0.2 个百分点，为 3 月份以来环比降幅首次收窄。本月 PPI 环比变动的主要原因：一是季节性因素叠加国际贸易环境不确定性影响部分行业价格下降。非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、电力热力生产和供应业、计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、电气机械和器材制造业和通用设备制造业 8 个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.24 个百分点。二是国内市场竞争秩序持续优化带动相关行业价格降幅收窄。全国统一大市场建设纵深推进，煤炭、钢材、光伏、水泥和锂电等行业市场竞争秩序持续优化，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业、光伏设备及元器件制造、水泥制造、锂离子电池制造合计对 PPI 环比的下拉影响比上月减少 0.14 个百分点。
- 下半年 PPI 同比增速降幅仍有望收窄。7 月宏观政策持续发力、适时加力，部分行业供需关系有所改善，价格呈现积极变化。一是传统产业改造升级和重点产业产能治理逐步推进，新兴产业快速成长壮大，产业转型升级带动相关行业价格同比回升，二是提振消费专项行动深入实施，内需潜力持续释放拉动部分行业价格同比上涨。但从目前的国内外环境来看，影响 PPI 同比增速走势的不仅是低基数，还有国内的“反内卷”和提振消费政策、国际贸易的不确定性、国际地区局势复杂多变等因素，我们仍维持 PPI 同比增速降幅收窄的观点。
- 风险提示：**全球通胀二次上行的风险；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《资产配置及 A 股风格月报》20250808
《1-7 月进出口数据点评》20250808
《策略点评报告》20250808

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359
Qibing.Zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

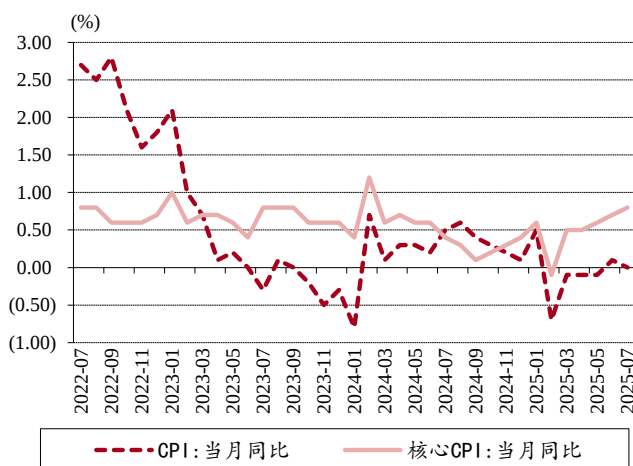
7月CPI同比增速略高于万得一致预期，增速较6月小幅下降。7月CPI环比上升0.4%，增速较6月上升0.5个百分点。从分项看，7月环比上行的包括交通通信（1.5%）、教育文化娱乐（1.3%）、其他用品及服务（0.9%）、生活用品及服务（0.8%）、医疗保健（0.2%）和居住（0.1%），环比下降的有衣着（-0.3%）和食品烟酒（-0.1%）；7月分项中较6月环比增速上升较多的有交通通信、教育文化娱乐和生活用品及服务，环比增速下降的仅有衣着。7月CPI同比持平，较6月增速下降0.1个百分点，核心CPI同比增长0.8%，较6月上升0.1个百分点，服务价格同比增长0.5%，连续三个月增速持平，消费品价格同比下降0.4%，较6月下降0.2个百分点。从分项看，7月同比增速增长的是其他用品及服务（8.0%）、衣着（1.7%）、生活用品及服务（1.2%）、教育文化娱乐（0.9%）、医疗保健（0.5%）和居住（0.1%），同比负增长的仅有食品烟酒（-0.8%），同比增速较6月上升的有交通通信、生活用品及服务、衣着和医疗保健。

CPI同比持平，主要受食品价格较低影响。受上年同期价格基数较高影响，食品价格同比下降1.6%，降幅比上月扩大1.3个百分点，影响CPI同比下降约0.29个百分点，对CPI同比的下拉影响比上月增加约0.24个百分点。其中，鲜菜价格同比下降7.6%，降幅比上月扩大7.2个百分点，鲜果价格同比上涨2.8%，涨幅比上月回落3.3个百分点，二者对CPI同比的下拉影响合计比上月增加约0.21个百分点，是带动CPI同比由涨转平的主因。

CPI环比上涨主要受服务和工业消费品价格上涨带动。从环比看，服务价格环比上涨0.6%，影响CPI环比上涨约0.26个百分点，占CPI总涨幅六成多，其中，受暑期出游旺季影响，飞机票、旅游、宾馆住宿和交通工具租赁费价格环比涨幅均高于季节性水平，合计影响CPI环比上涨约0.21个百分点；工业消费品价格环比上涨0.5%，影响CPI环比上涨约0.17个百分点，其中，受国际油价变动等影响，能源价格影响CPI环比上涨约0.12个百分点；提振消费政策带动需求持续回暖，叠加“618”促销活动结束，扣除能源的工业消费品价格上涨0.2%，其中燃油小汽车和新能源小汽车价格均由连续5个月以上的下降转为持平。从同比看，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.8%，涨幅继续比上月扩大0.1个百分点，为2024年3月以来最高。其中金饰品和铂金饰品价格同比分别上涨37.1%和27.3%，合计影响CPI同比上涨约0.22个百分点；服务价格同比上涨0.5%，影响CPI上涨约0.19个百分点。

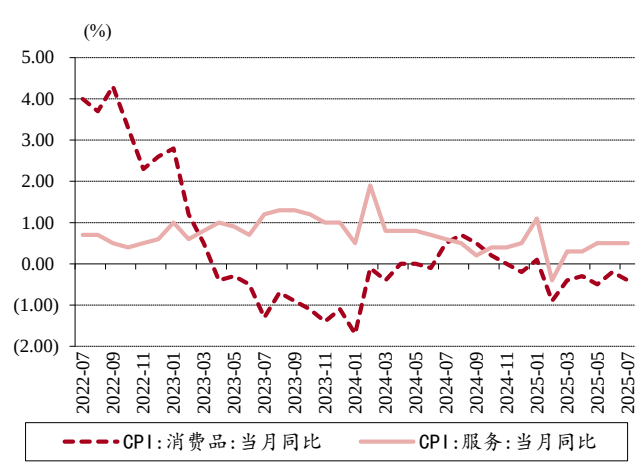
7月CPI同比增速仍偏低，但环比增速有所回暖。对7月CPI同比增速产生下拉影响的主要是食品价格中的鲜菜和鲜果，对CPI环比增速产生上行提振的主要是受暑期出行旺季影响的服务价格，以及工业消费品中的能源价格环比上涨和汽车价格环比止跌。我们维持此前观点，认为在去年同期低基数的影响下，今年下半年CPI同比增速有望维持低斜率上行趋势，但同时也提示下半年各分项价格的波动，可能受季节性和政策性因素的影响：一是受暑期服务消费的季节性因素影响，7月相关价格环比强劲的走势可能出现拐点，二是受8月初OPEC+增产决定影响，国际油价可能出现下行波动，三是受“七下八上”汛期等天气因素影响，食品价格短期存在波动的可能性，四是受提振消费政策带动，汽车等耐用消费品价格走稳的趋势仍需观察。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



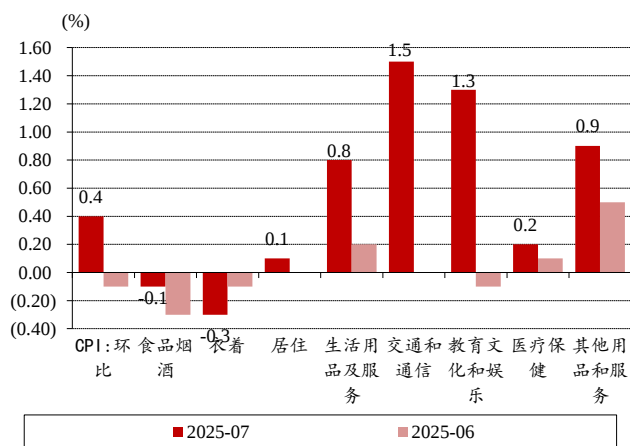
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



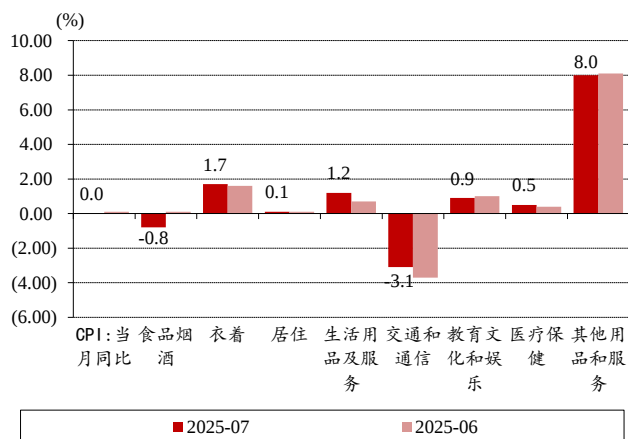
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



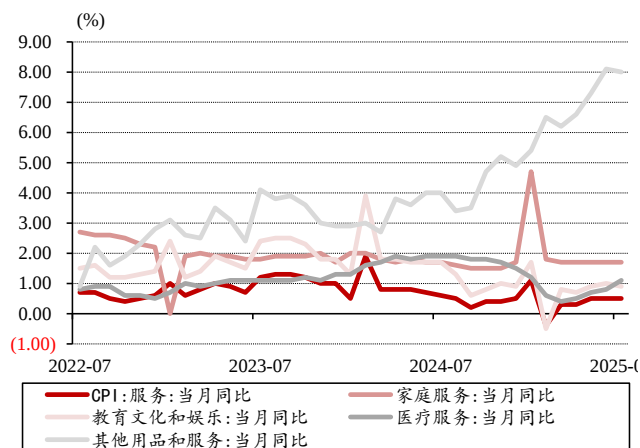
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



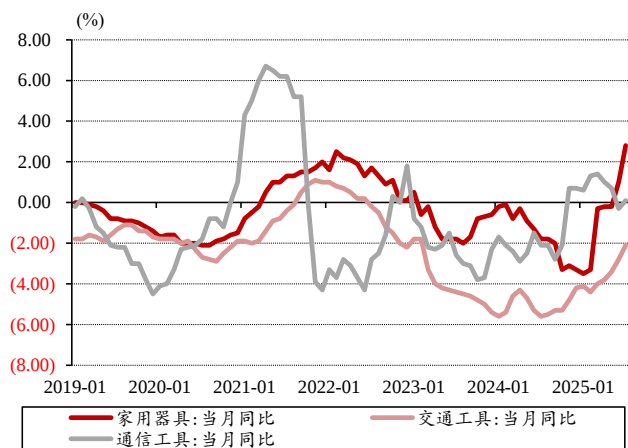
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 主要服务业分项 CPI 同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 主要耐用消费品价格同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

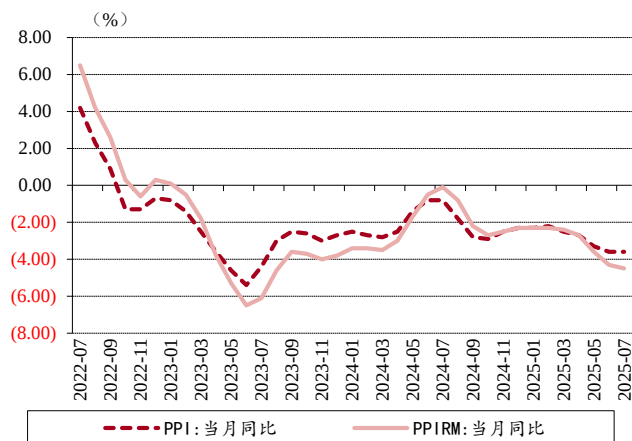
PPI

PPI 环比增速连续八个月下降。7 月 PPI 环比下降 0.2%，其中生产资料环比下降 0.2%，生活资料环比下降 0.2%。7 月 PPI 同比下降 3.6%，较 6 月增速持平，其中生产资料同比下降 4.3%，较 6 月上升 0.1 个百分点，生活资料同比下降 1.6%，较 6 月下降 0.2 个百分点。PPIRM 同比下降 4.5%，较 6 月下降 0.2 个百分点，从构成来看，7 月同比增速仍以下降为主，同比增速下降较多的是燃料动力（-10.8%），黑色金属（-8.0%）、化工原料（-6.5%）和农副产品（-4.6%），同比增速上升的是有色金属（2.8%）；同比增速较 6 月下降较多的品类有建筑材料、燃料动力、农副产品和化工原料，增速较 6 月上升的仅有有色金属和木材纸浆。

PPI 环比降幅比上月收窄 0.2 个百分点，为 3 月份以来环比降幅首次收窄。7 月生产资料价格中，采掘业环比下降 0.2%，原材料业环比下降 0.1%，加工业环比下降 0.3%。本月 PPI 环比变动的主要原因：一是季节性因素叠加国际贸易环境不确定性影响部分行业价格下降。非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、电力热力生产和供应业、计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、电气机械和器材制造业和通用设备制造业 8 个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.24 个百分点。二是国内市场竞争秩序持续优化带动相关行业价格降幅收窄。全国统一大市场建设纵深推进，煤炭、钢材、光伏、水泥和锂电等行业市场竞争秩序持续优化，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业、光伏设备及元器件制造、水泥制造、锂离子电池制造合计对 PPI 环比的下拉影响比上月减少 0.14 个百分点。

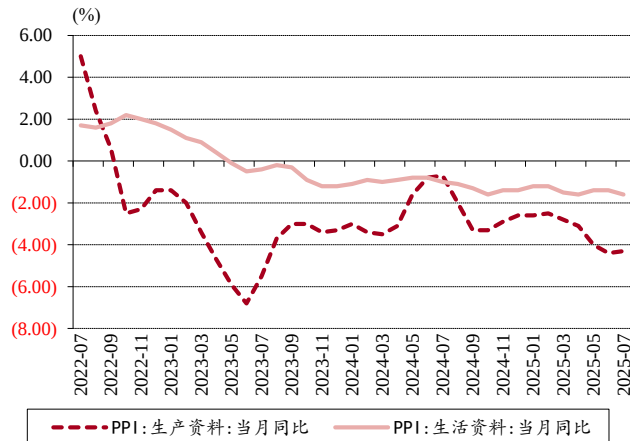
下半年 PPI 同比增速降幅仍有望收窄。7 月宏观政策持续发力、适时加力，部分行业供需关系有所改善，价格呈现积极变化。一是传统产业改造升级和重点产业产能治理逐步推进，新兴产业快速成长壮大，产业转型升级带动相关行业价格同比回升，二是提振消费专项行动深入实施，内需潜力持续释放拉动部分行业价格同比上涨。但从目前的国内外环境来看，影响 PPI 同比增速走势的不仅是低基数，还有国内的“反内卷”和提振消费政策、国际贸易的不确定性、国际地区局势复杂多变等因素，我们仍维持 PPI 同比增速降幅收窄的观点。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



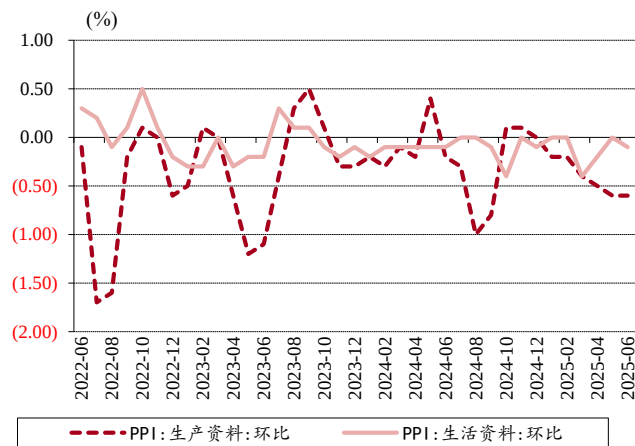
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



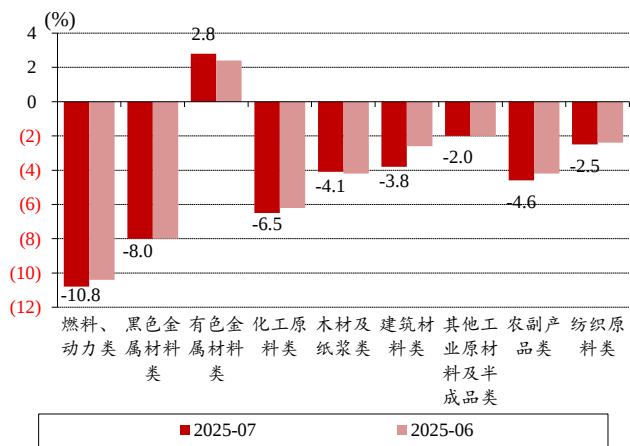
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



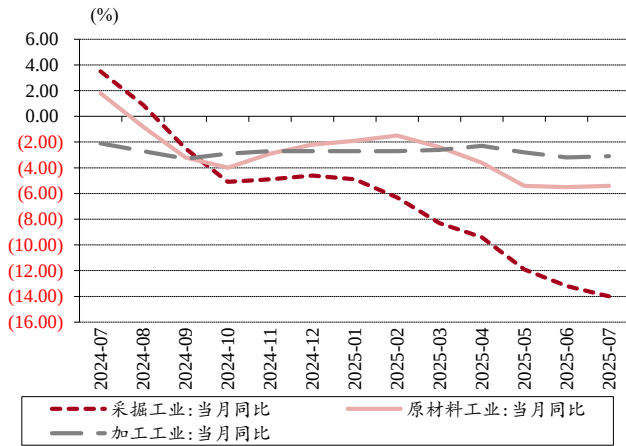
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



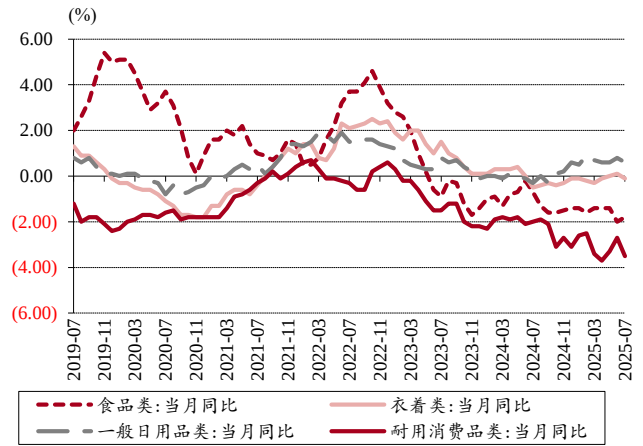
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀二次上行的风险; 欧美经济回落速度偏快; 国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371