

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@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

走高的 CPI 和趋紧的货币政策

2022 年 7 月 9 日

摘要:

- **猪价上涨, 推动 CPI 同比涨幅扩大。**6 月 CPI 上涨 2.5%, 涨幅比上月扩大 0.4 个百分点。6 月末猪肉平均批发价环比上涨 13.6%, 一是前期产能去化成效显著, 生猪出栏量降低; 二是涨价预期升温, 部分养殖户压栏惜售或是二次育肥; 三是豆粕、菜籽粕、玉米等饲料价格上涨, 从成本端推升猪肉价格; 四是 6 月广东、广西等地洪涝灾害较为严重, 部分猪企受创。面对近期猪肉价格的持续上涨, 7 月 4 日至 5 日, 国家发改委多次释放抑制猪价过快上涨的信号, 并表示正研究启动投放中央猪肉储备。往后看, 由于猪肉供给过剩的局面正在逐渐得到改善, 我们认为猪肉价格或在小幅回调之后重回上行通道, 年内温和上涨。此外, 鲜菜、鸡蛋、鲜果等其他食品项环比下降, 对猪肉涨价形成对冲。
- **能源以外大宗商品价格走弱, PPI 同比继续回落。**PPI 同比上涨 6.1%, 涨幅比上月回落 0.3 个百分点。国内修复偏慢, 海外衰退预期升温, 黑色、非金属、有色等大宗商品价格走弱。能源价格对 PPI 形成较强支撑。其一, 国际油价高位震荡, 石油化工产业链价格上涨。其二, “迎峰度夏”备煤需求增加, 煤炭开采和洗选业价格上涨。
- **走高的 CPI 和趋紧的货币政策。**7 月 4 日至 7 月 8 日, 央行净回笼 3850 亿, 引起了市场对于流动性的忧虑。我们猜测, 此举的目的一是避免资金面过度宽松, 引发资金空转, 二是与央行对下半年通胀压力加剧, CPI 破 3% 的顾虑有关。央行通过“地量”逆回购释放货币政策向常态回归的信号。往后看, 受美联储加息与国内通胀上行约束, MLF 利率再难下调。在 6 月美联储宣布加息 75bp 之后, 7 月 8 日公布的美国非农新增就业人数超过预期, 失业率维持在 3.6% 不变, 表明劳动力市场持续强劲, 这使得美联储在本月再次加息 75 个基点的可能性进一步提高。市场预计年底基准利率将加到 3.5% 左右, 或推升人民币汇率贬值压力, 对央行降息形成硬约束。另一方面, 二季度央行调查问卷显示经济仍然面临较大的下行压力。我们认为在居民和企业信心不足, 经济、就业修复偏弱的环境下, 货币政策保持宽松的必要性依然很强, 转向言之尚早。未来一段时间货币发力可能主要依靠调降 LPR 和运用结构性货币政策工具。
- **风险因素:** 疫情变异导致疫苗失效; 国内政策超预期等。

目录

一、猪价上涨，推动 CPI 同比涨幅扩大	3
二、能源以外大宗商品价格走弱，PPI 同比继续回落	4
三、走高的 CPI 和趋紧的货币政策	6
风险因素	8

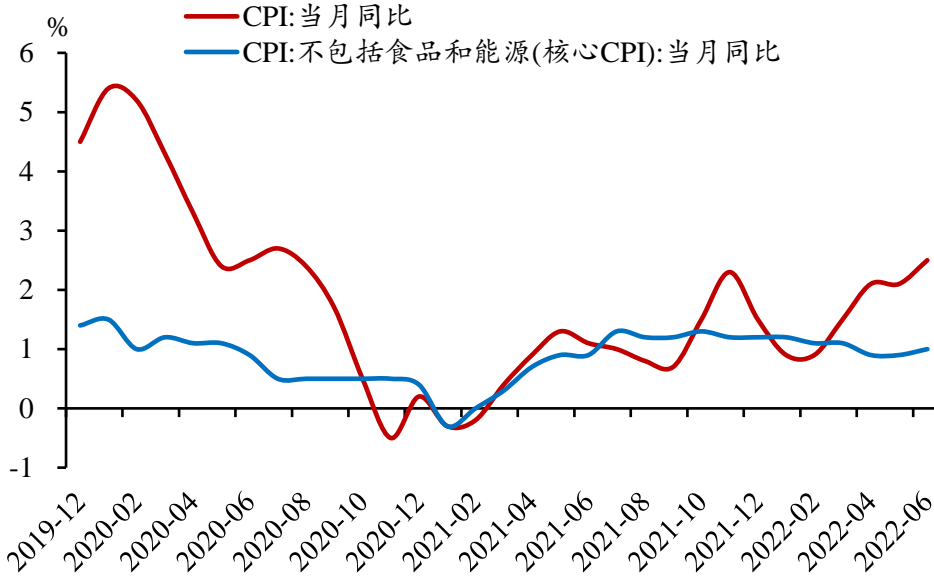
图目录

图 1: CPI 涨幅扩大，核心 CPI 小幅回升	3
图 2: 6 月猪肉平均批发价格大幅走高	4
图 3: PPI 同比延续下降趋势	4
图 4: 6 月螺纹钢开工率明显弱于往年同期	5
图 5: 6 月水泥发运率偏低	5
图 6: 中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅	6
图 7: 下半年 CPI 大概率“破 3”	6
图 8: 5 月以来 DR007 利率持续低于 OMO 利率	7
图 9: 6 月美国非农就业市场展现出较强韧性	7
表 1: 二季度央行调查问卷显示经济仍然面临较大的下行压力	8

一、猪价上涨，推动 CPI 同比涨幅扩大

CPI 同比涨幅扩大。6月CPI上涨2.5%，涨幅比上月扩大0.4个百分点。去年价格变动的翘尾影响约为1.2个百分点，新涨价影响约为1.3个百分点，5月翘尾和新涨价影响分别为0.8、1.3个百分点，可见本期CPI同比涨幅扩大与翘尾因素增大有关。从环比看，CPI由上月下降0.2%转为持平。

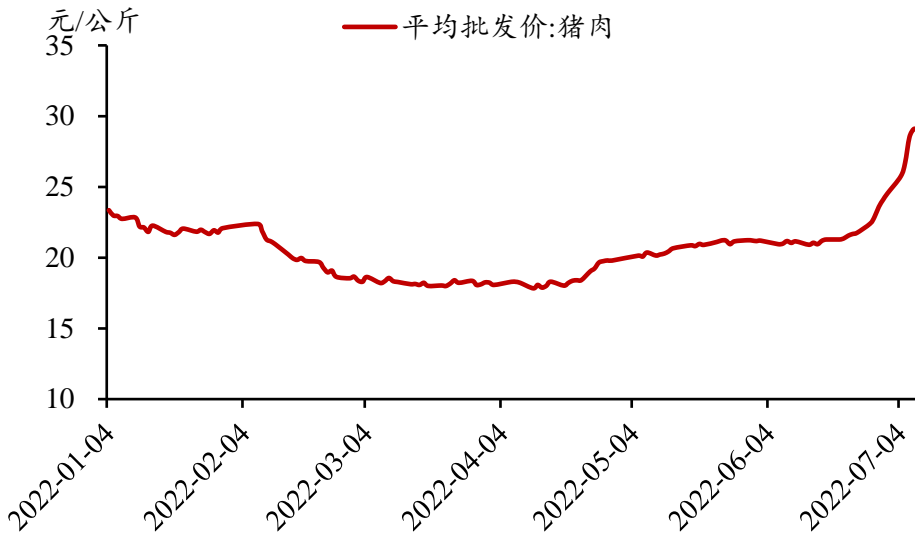
图 1: CPI 涨幅扩大，核心 CPI 小幅回升



资料来源:万得, 信达证券研发中心

猪肉价格上涨是 CPI 走高的核心原因，预计猪价将在年内温和上行。6月末猪肉平均批发价环比上涨13.6%，一是前期产能去化成效显著，生猪出栏量降低；二是涨价预期升温，部分养殖户压栏惜售或是二次育肥；三是豆粕、菜籽粕、玉米等饲料价格上涨，从成本端推升猪肉价格；四是6月广东、广西等地洪涝灾害较为严重，部分猪企受创。在猪肉价格上涨的带动下，7月初生猪自繁自养利润小幅转正。面对近期猪肉价格的持续上涨，7月4日至5日，国家发改委多次释放抑制猪价过快上涨的信号，并表示正研究启动投放中央猪肉储备。往后看，由于猪肉供给过剩的局面正在逐渐得到改善，我们认为猪肉价格或在小幅回调之后重回上行通道，年内温和上涨。

鲜菜、鸡蛋、鲜果等其他食品项环比下降，对猪肉涨价形成对冲。食品价格下降1.6%，降幅比上月扩大0.3个百分点，影响CPI下降约0.30个百分点。受供应增加、物流好转和囤货需求减少等因素影响，鲜菜、鸡蛋、鲜果和水产品价格分别下降9.2%、5.0%、4.5%和1.6%。

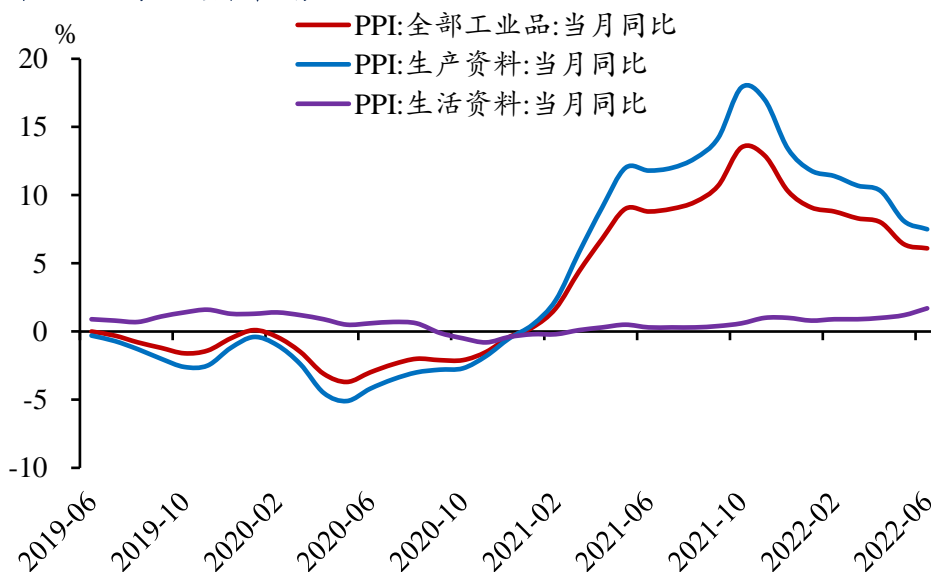
图 2：6 月猪肉平均批发价格大幅走高


资料来源:万得, 信达证券研发中心

能源价格上涨和服务恢复共致非食品价格环比回升。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点。非食品中，受国际油价上涨影响，国内汽油和柴油价格分别上涨 6.7% 和 7.2%，涨幅比上月分别扩大 6.1 和 6.6 个百分点。6 月全国疫情形势好转，服务消费有所恢复，飞机票和旅游价格分别上涨 19.2% 和 1.2%，涨幅比上月分别扩大 15.0 和 0.8 个百分点，宾馆住宿价格由上月下降 0.7% 转为上涨 0.3%。

二、能源以外大宗商品价格走弱，PPI 同比继续回落

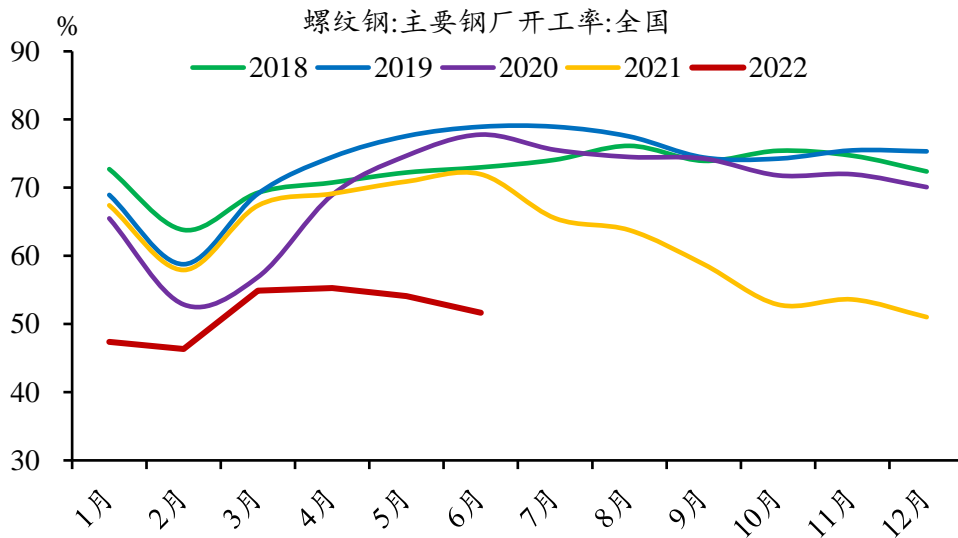
PPI 同比继续回落。PPI 同比上涨 6.1%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，主要是去年基数走高的影响，今年以来已连续 6 个月回落；其中，生产资料价格上涨 7.5%，涨幅回落 0.6 个百分点；生活资料价格上涨 1.7%，涨幅扩大 0.5 个百分点。从环比看，PPI 由上月上涨 0.1% 转为持平，生产资料价格由上涨 0.1% 转为下降 0.1%；生活资料价格上涨 0.3%，涨幅与上月相同。

图 3：PPI 同比延续下降趋势


资料来源:万得, 信达证券研发中心

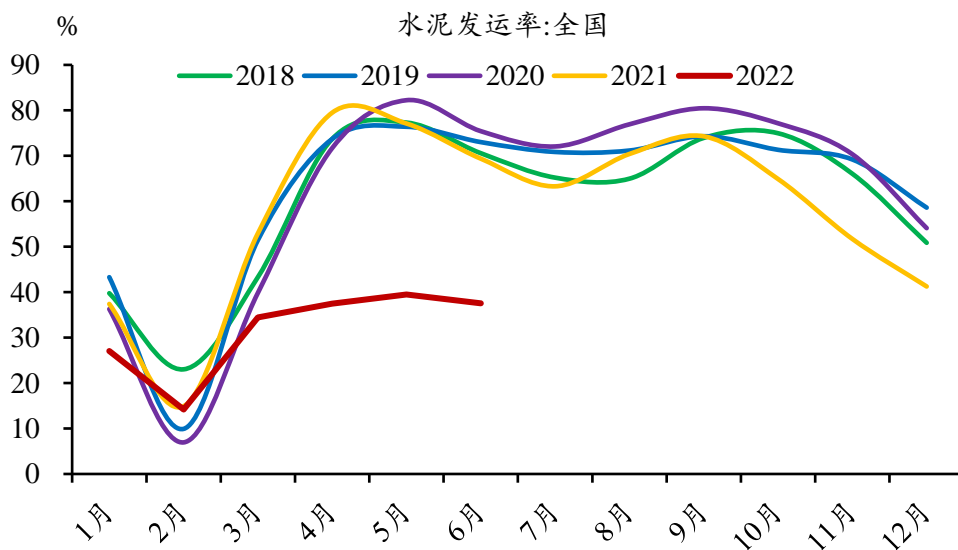
国内修复偏慢，海外衰退预期升温，黑色、非金属、有色等大宗商品价格走弱。受投资增速放缓等因素影响，钢材、水泥等行业需求相对较弱。从高频指标来看，6月螺纹钢开工率与水泥发运率均明显低于往年同期水平。另外，海外制造业景气度下滑，国际定价的有色金属价格大幅下跌，6月末LME铜、铝的收盘价较5月末分别下降13.2%、14.9%。

图 4：6月螺纹钢开工率明显弱于往年同期



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 5：6月水泥发运率偏低



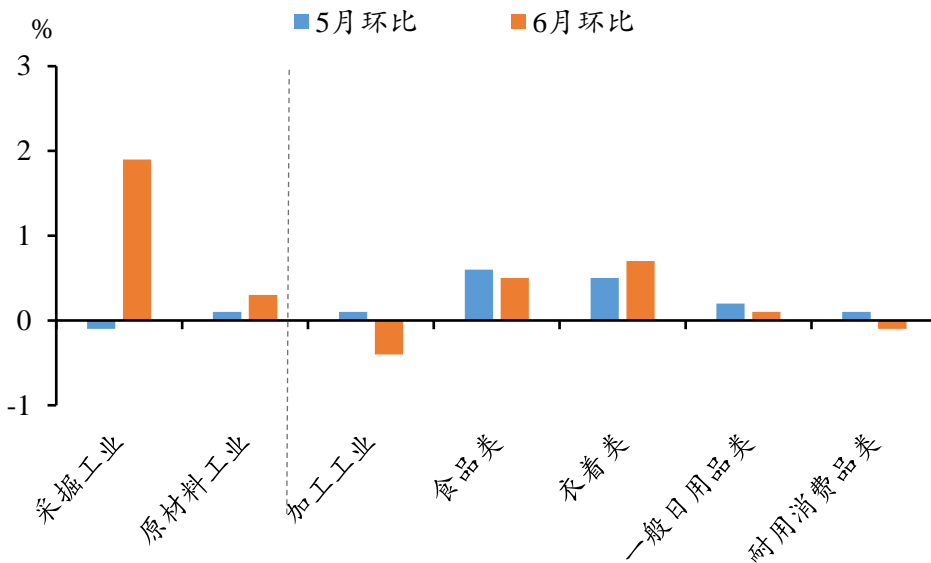
资料来源:万得, 信达证券研发中心

能源价格对 PPI 形成较强支撑。其一，国际油价高位震荡，石油化工产业链价格上涨。石油和天然气开采业价格上涨 7.0%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 3.6%，化学纤维制造业价格上涨 2.2%。其二，“迎峰度夏”备煤需求增加，煤炭开采和洗选业价格上涨 0.8%。

下游价格的传导作用有所增加。代表下游制造业的 PPI 加工工业环比下降 0.4%，上月为上涨 0.1%。下游消费品价格分化。食品类、衣着类与一般日用品类价格环比分别上涨 0.5%、0.7%、0.1%。而耐用消费品价格环比下降

0.1%。可以看到，食品、衣着产业链上游涨价对下游的传导作用有所增强。

图 6：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅

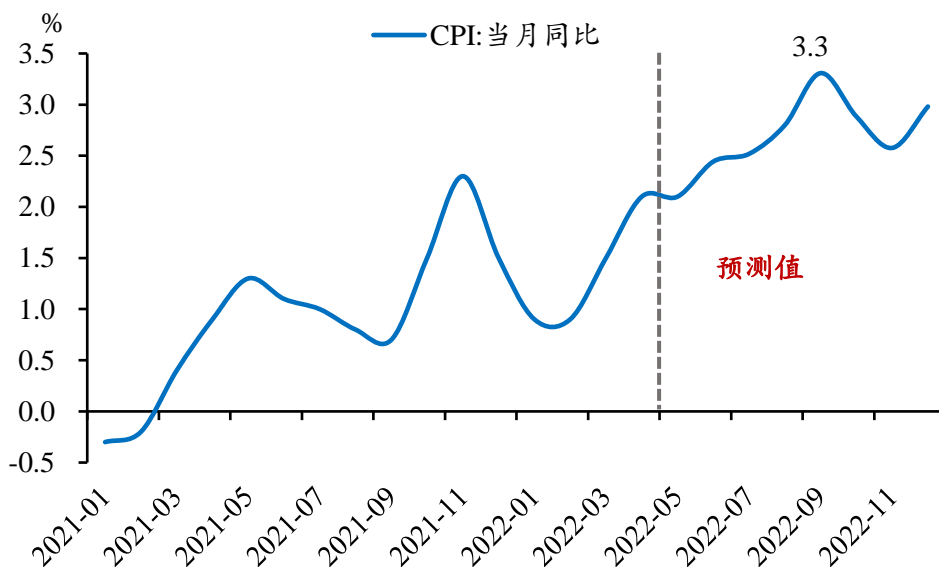


资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、走高的 CPI 和趋紧的货币政策

在“猪粮油”共振之下，下半年 CPI 大概率“破 3”。(1) 猪肉供需格局持续改善，猪肉价格预计在三季度进入上行通道。(2) 国际粮食价格高位运行，下半年或将沿产业链传导至食品加工工业、养殖业等下游行业。(3) 在地缘政治冲突、需求收缩不及预期等一系列不确定性因素的影响下，油价仍然存在宽幅波动甚至进一步上行的风险。综合来看，下半年通胀压力或将明显加剧，CPI 大概率破 3%。节奏上，9 月或出现 CPI 第一个高点，约为 3.3%，小幅回落后年末再度逼近 3%。测算过程在前期报告《货币政策还有多少发力空间？——暨下半年通胀展望》中有详细描述。

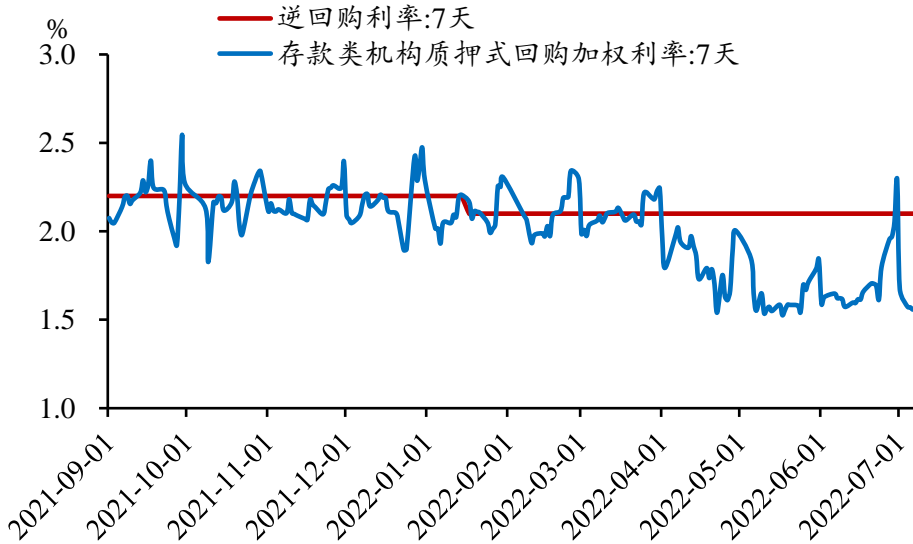
图 7：下半年 CPI 大概率“破 3”



资料来源:万得, 信达证券研发中心

7月4日至7月8日，央行净回笼3850亿，货币政策释放向常态回归的信号。5月以来资金面维持宽松状态，DR007利率一度降至1.5-1.6%附近，低于央行的政策利率OMO利率约50bp。本周央行逆回购规模骤减，引起了市场对于流动性的忧虑。我们猜测，此举的目的可能在于避免资金面过度宽松，引发资金空转，二是与央行对下半年通胀压力加剧，CPI破3%的顾虑有关。央行通过“地量”逆回购释放货币政策向常态回归的信号。

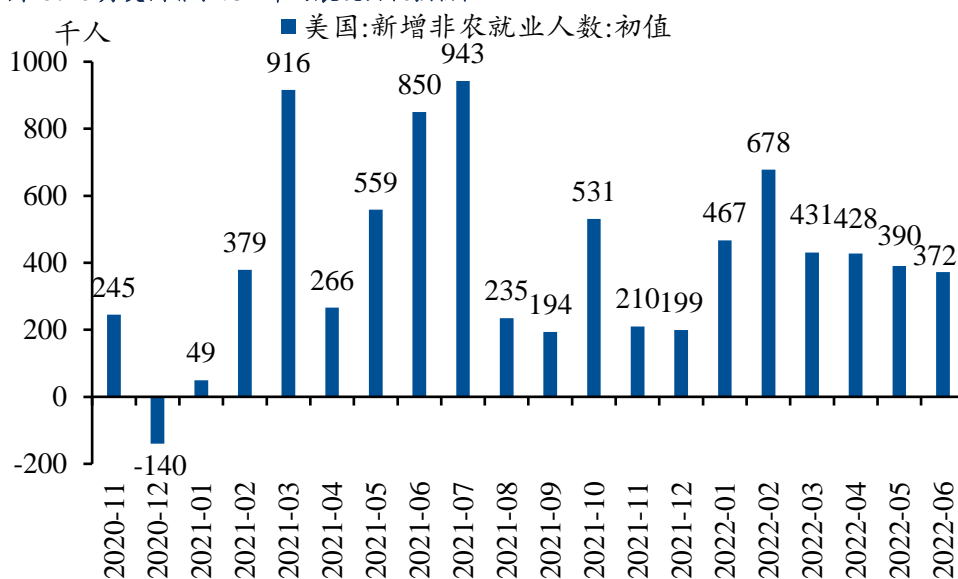
图 8：5月以来 DR007 利率持续低于 OMO 利率



资料来源:万得, 信达证券研发中心

往后看，受美联储加息与国内通胀上行约束，MLF利率再难下调。除了前文提到的物价升高，美联储加息也会对政策利率下调形成约束。历史上的美联储加息期，中国央行从未降低政策利率。自3月份美联储开启加息以来，中美利差迅速收窄并发生倒挂，加剧了境内资本尤其是债券市场的资本外流。在6月美联储宣布加息75bp之后，7月8日公布的美国非农新增就业人数超过预期，失业率维持在3.6%不变，表明劳动力市场持续强劲，这使得美联储在本月再次加息75个基点的可能性进一步提高。市场预计年底基准利率将加到3.5%左右，或推升人民币汇率贬值压力，对央行再降息形成硬约束。

图 9：6月美国非农就业市场展现出较强韧性



资料来源:万得, 信达证券研发中心

另一方面，我们认为在经济恢复偏弱的情况下，货币政策保持宽松的必要性依然很强，转向言之尚早。二季度央行调查问卷显示经济仍然面临较大的下行压力。居民更多储蓄占比录得有数据以来的新高，未来收入信心指数录得有数据以来的新低，未来就业预期指数环比大幅下降；企业经营景气指数和国内订单指数分别降至2020年Q2、2020年Q1以来的新低。在居民和企业信心不足，经济、就业修复偏弱的情况下，货币政策转向言之尚早。未来一段时间货币发力可能主要依靠调降LPR和运用结构性货币政策工具。

表 1：二季度央行调查问卷显示经济仍然面临较大的下行压力

指标		本期值(%)	环比(%)	同比(%)	历史情况
居民	未来就业预期指数	44.5	-6.0	-7.7	2009Q1以来新低
	未来收入信心指数	45.7	-4.3	-5.3	有记录以来新低
	更多储蓄占比	58.3	3.6	8.9	有记录以来新高
	更多投资占比	17.9	-3.7	-7.6	有记录以来新低
	更多消费占比	23.8	0.1	-1.3	较2022Q1小幅回升
企业	宏观经济热度	26.5	-9.2	-15.6	2020Q3以来新低
	国内订单指数	40.9	-0.5	-15.1	2020Q2以来新低
	经营景气指数	48.7	-4.6	-10.9	2020Q3以来新低
银行	贷款需求指数	56.6	-15.7	-13.9	2016Q4以来新低
	贷款需求指数:制造业	59.7	-10.6	-9.0	2020Q3以来新低
	贷款需求指数:基础设施	58.5	-8.8	-6.6	2018Q4以来新低

资料来源:万得, 信达证券研发中心

风险因素

疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。