

宏观点评报告

2022年7月13日

结构性因素致使通胀上行 暂不影响货币政策

2022年6月通胀点评

核心内容:

分析师

许冬石
☎: (8610) 8357 4134
✉: xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码: S0130515030003

- **CPI 缓慢上行, 核心 CPI 仍然低迷** 通胀环比平稳, 食品价格下行, 非食品价格上涨。6月份CPI环比平稳, 非食品价格带动了CPI的上行。食品价格方面, 6月份水果、蔬菜、水产品价格下行, 但猪肉、鸡蛋、粮油价格上行。6月份蔬菜价格继续下滑, 但预计到达低点。6月份生猪出栏下行, 猪肉需求上行, 猪肉价格走高。6月份原油价格震荡走高, 其他价格相对平稳。6月份核心CPI环比小幅上行, 同比上行0.1个百分点, 终端需求仍然较为疲软。
- **全年通胀预期缓慢上行** 7月份翘尾水平稍有回落, 但仍然高于2%。食品价格方面, 7月份猪肉受到供给短缺的影响价格继续上行, 同时7月蔬菜价格走高。非食品价格方面, 燃料价格预计下行, 旅游价格继续回升。7月份预计CPI环比仍然小幅上行。全年通胀预期上行, 进入2022年下半年, 通胀水平上升至2.4%左右, 全年CPI预计在2.1%左右, 预计2023年上半年通胀水平会惯性上行至2.8%左右: (1) 物流阻断仍然存在, 新时期疫情控制状态下, 物价上行可以预期, 物流和人员阻断下对价格的影响仍在观察; (2) 猪肉供给陷入短缺, 下半年猪肉需求逐步上行, 猪肉价格回升; (3) 蔬菜价格已过最低点, 下半年逐步回升
- **通胀仍然无忧** 通胀水平在下半年走高, 但暂时仍然无需担忧: (1) 全球衰退正在上演, 高昂的原油价格可能会出现变化, 原油价格水平下半年可能回落; (2) 全球需求回落和中国需求疲软可能共振, 终端需求的疲软拉低物价水平。
- **货币政策暂时不受干扰** 央行的货币选择显得尤为艰难, 宽信用渠道受阻的情况下, 央行的货币宽松效果不及预期。而美联储等外围市场收紧的条件下, 央行的货币宽松也有所谨慎。央行在下半年通胀上行的过程中仍然会以经济增长和美联储选择为主, 并不会因为通胀上行而使得货币政策有所变化。首先, 通胀上行是蔬菜、猪肉、原油带来的, 属于货币不可控因素。通胀水平虽然在下半年上行, 但除个别月份, CPI水平很难超过3%。参考2019年4季度CPI上行至5%, 央行货币政策也仅是保持了观望。其次, 稳增长措施仍在实施过程, 稳增长效果处于观察期, 经济增长是主线, 在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。
- **PPI 回落趋势已成** 6月份PPI环比涨幅平稳, 上游价格虽然有所上行, 但是中下游产品价格有所回落: (1) 国际原油价格高位震荡国内石油及相关产业价格处于高位; (2) 动力煤需求上行, 迎峰度夏备煤需求增加。下游投资继续疲软, 钢材、水泥等行业需求相对较弱; (3) 消费类行业继续回升。

下半年PPI基数水平继续下滑, PPI同比持续走低: (1) 能源价格高位回落会带动PPI下滑; (2) 下游开工虽然稍有好转, 但是速度较慢, 带来了黑色系产品价格回落; (3) 物流阻塞好转, 反映大宗商品运输为主的BDI下行, 预示着未来PPI环比仍然下滑。

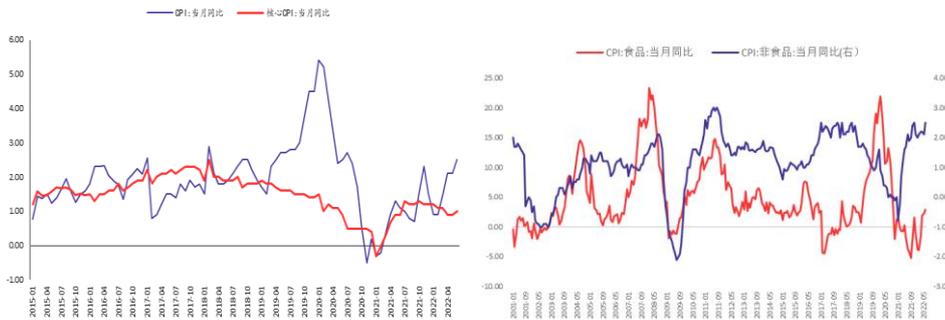
预计7月份PPI环比下行, 7月份PPI水平在5.5%左右。2022年PPI前高后低, 全年预计在5.5%左右, 受到基数影响, PPI在3季度和4季度分别约为4.7%和2.2%。

一、CPI 缓慢上行，核心 CPI 仍然低迷

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比平稳，核心 CPI 小幅上行，6 月份 CPI 同比上行。6 月份 CPI 同比增速 2.9%，比 5 月份上行 0.6 个百分点。6 月份 CPI 环比平稳；其中食品价格环比下行 1.6%，非食品价格平稳。核心 CPI 同比增速 1.0%，环比小幅上行 0.1 个百分点。

图 1: CPI 同比持平 (%)

图 2: 食品和非食品价格变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

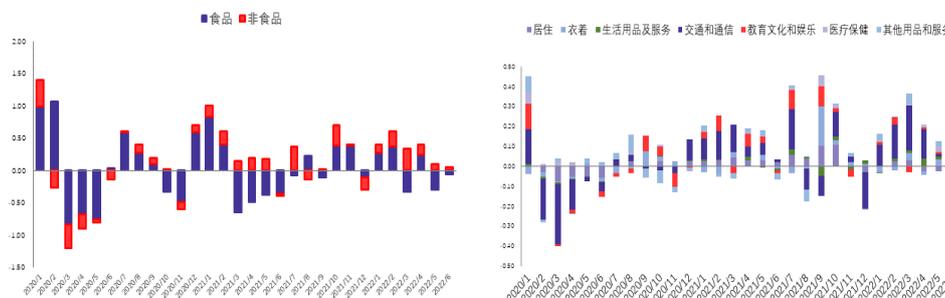
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 2.5%，比上个月上行。通胀环比平稳，食品价格下行，非食品价格上涨。6 月份天气晴好，蔬菜价格继续下行，原油价格再次上行：(1) 食品方面，6 月份蔬菜价格下行 9.2%，蔬菜平均价格回归常态水平，6 月份天气晴好以及疫情管控的放松，蔬菜价格回归常态；6 月份猪肉零售价格上行 2.9%，供给下滑使得猪肉价格回升；其他食品方面，水产品、鲜果、鸡蛋价格下行，食用油、鸡蛋价格上行；(2) 非食品价格方面，原油价格走高，交通工具用燃料价格上行 6.6%，其他非食品价格小幅变动。

从食品价格来看，猪肉需求小幅回升，猪肉供给受阻，带动了价格的上行。中央储备冷冻储备 7 月份开始投放，对猪肉市场稍有抑制。6 月份猪肉价格震荡走高。蔬菜价格受到物流缓解和天气变暖影响 6 月份继续下跌，蔬菜价格回归历史同期位置。

从非食品价格来看，除车用燃料价格外，其他商品和服务类价格总体保持平稳。原油价格继续上行，车用燃料价格走高。下半年通胀能源价格可能回落，但猪肉价格可能走高，通胀总体水平平稳。

图 3: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、猪肉和蔬菜价格未来走高

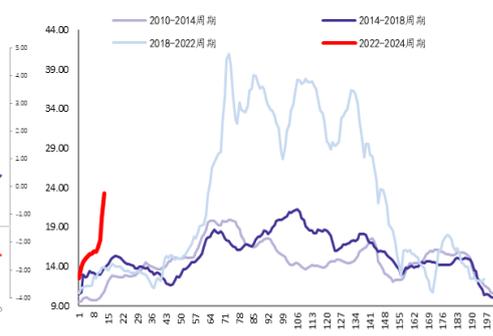
2018-2022 年猪周期已经运行接近尾声，生猪价格底部回升，新一轮猪周期开启。能繁母猪存栏同比下行，但近期母猪存栏环比有小幅回升。生猪去产能继续，随着去产能的进行，生猪价格逐步震荡回升。

6 月份猪肉供给增加并不明显，需求回升，价格快速上行，预计下半年生猪价格下半年持续走高。6 月份由于是消费淡季，价格出现上行，显示生猪供应暂时紧张。

图 4：母猪存栏增速（%）



图 5：猪周期生猪价格对比（元/公斤）

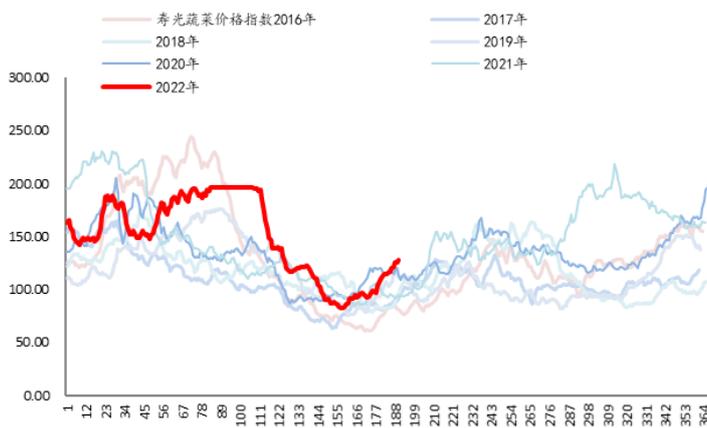


资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大，同时也受到物流的影响。蔬菜价格在 6 月份到达低点，7 月蔬菜价格是季节性回升，回归正常价格区间。7 月前 9 天蔬菜价格上行，阴雨天持续带来了蔬菜价格的走高。

图 6：蔬菜价格指数（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

三、全年通胀预期上行

6 月份 CPI 环比平稳，非食品价格带动了 CPI 的上行。食品价格方面，6 月份水果、蔬菜、水产品价格下行，但猪肉、鸡蛋、粮油价格上行。6 月份蔬菜价格继续下滑，但预计到达低点。

6 月份生猪出栏下行，猪肉需求上行，猪肉价格走高。6 月份原油价格震荡走高，其他价格相对平稳。6 月份核心 CPI 环比小幅上行，同比上行 0.1 个百分点，终端需求仍然较为疲软。

7 月份翘尾水平稍有回落，但仍然高于 2%。食品价格方面，7 月份猪肉受到供给短缺的影响价格继续上行，同时 7 月蔬菜价格走高。非食品价格方面，燃料价格预计下行，旅游价格继续回升。7 月份预计 CPI 环比仍然小幅上行。

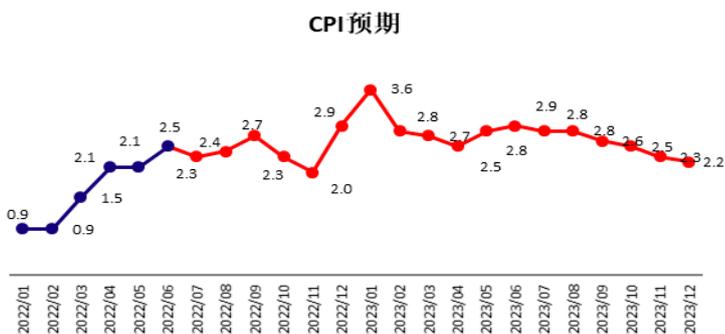
全年通胀预期上行，进入 2022 年下半年，通胀水平上升至 2.4% 左右：（1）物流阻断仍然存在，新时期疫情控制状态下，物价上行可以预期，物流和人员阻断下对价格的影响仍然在观察；（2）猪肉供给陷入短缺，下半年猪肉需求逐步上行下，猪肉价格回升；（3）蔬菜价格已过最低点，下半年逐步回升。

尽管通胀水平在下半年走高，但暂时仍然无需担忧：（1）全球衰退正在上演，高昂的原油价格可能会出现变化，原油价格水平下半年可能回落；（2）全球需求回落和中国需求疲软可能共振，终端需求的疲软拉低物价水平。

现阶段我国通胀仍然处于可控阶段，下半年翘尾水平上行，猪肉、蔬菜价格回升，预计 3、4 季度可能达到 2.4% 左右，全年 CPI 预计在 2.1% 左右，预计 2023 年上半年通胀水平会惯性上行至 2.8% 左右，带来更大的压力。

央行的货币选择显得尤为艰难，宽信用渠道受阻的情况下，央行的货币宽松效果不及预期。而美联储等外围市场收紧的条件下，央行的货币宽松也有所谨慎。央行在下半年通胀上行的过程中仍然会以经济增长和美联储选择为主，并不会因为通胀上行而使得货币政策有所变化。首先，通胀上行是蔬菜、猪肉、原油带来的，属于货币不可控因素。通胀水平虽然在下半年上行，但除个别月份，CPI 水平很难超过 3%。参考 2019 年 4 季度 CPI 上行至 5%，央行货币政策也仅是保持了观望。其次，稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，经济增长是主线，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。

图 7：2022-2023 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、PPI 回落态势已成

工业生产者价格（PPI）同比涨幅缩小，生产资料环比小幅上行。6 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比 6.1%，环比保持平稳。2022 年翘尾水平预计 6.3% 左右，翘尾水平逐步走低。上游能源总体处于高位，但 PPI 环比上行速度减弱。2022 年 PPI 水平预计在 5.8% 左右。

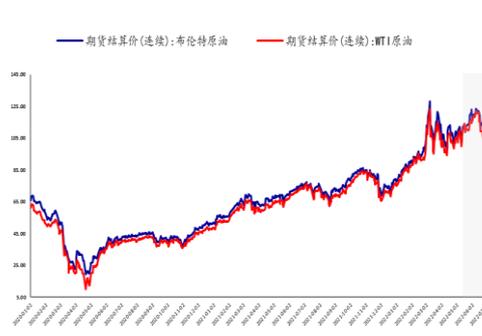
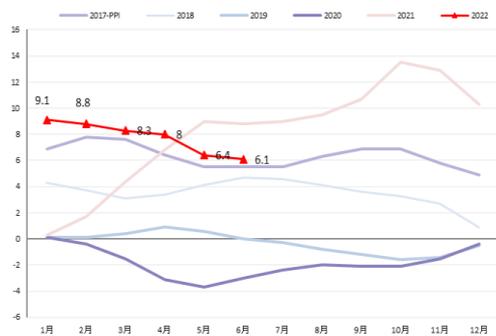
6 月份 PPI 环比涨幅平稳，上游价格虽然有所上行，但是中下游产品价格有所回落：(1) 国际原油价格高位震荡国内石油及相关产业价格处于高位；布伦特和 WTI 原油期货价格 6 月份分别上行不 4.9%和 4.2%；石油和天然气开采业价格上涨 7.0%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 3.6%，化学纤维制造业价格上涨 2.2%；(2) 动力煤需求上行，迎峰度夏备煤需求增加，煤炭开采和洗选业价格上涨 0.8%。6 月份焦煤期货价格下行 0.2%，焦炭价格下行 0.9%，但动力煤仍然稍显紧张，上行 1.2%。下游投资继续疲软，钢材、水泥等行业需求相对较弱，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 3.1%，非金属矿物制品业价格下降 1.5%；(3) 消费类行业继续回升，农副食品加工价格上行 1.0%，纺织服装服饰价格上行 0.6%。

下半年 PPI 基数水平继续下滑，PPI 同比持续走低：(1) 能源价格高位回落会带动 PPI 下滑；(2) 下游开工虽然稍有好转，但是速度较慢，带来了黑色系产品价格回落；(3) 物流阻塞好转，反映大宗商品运输为主的 BDI 下行，预示着未来 PPI 环比仍然下滑。

预计 7 月份 PPI 环比下行，7 月份 PPI 水平在 5.5%左右。2022 年 PPI 前高后低，全年预计在 5.5%左右，受到基数影响，PPI 在 3 季度和 4 季度分别约为 4.7%和 2.2%。

图 8：6 月份 PPI 同比回落 (%)

图 9：原油期货价格 (美元/桶)

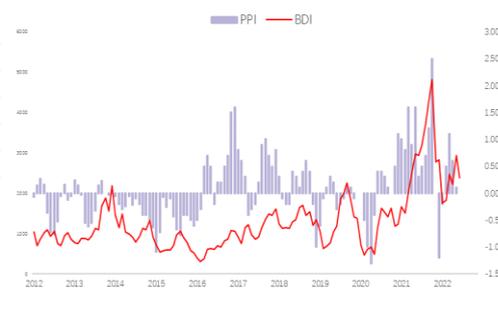


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)

图 11：物流指数回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn