

2022年08月10日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

猪周期通胀与内生性通缩并存

事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠

执业证书编号：S1050521110001

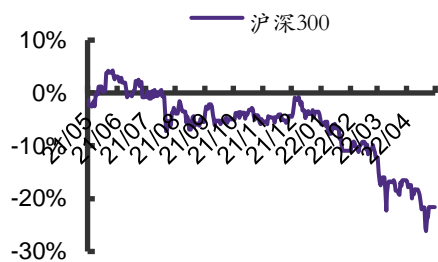
邮箱：zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《美国衰退：多远多深影响多大》

20220807

《新能源景气依旧，关注下游通胀》

20220804

《8月策略与十大金股》20220802

8月10日，国家统计局公布了7月通胀数据，CPI同比上涨2.7%，低于2.9%的预期；PPI同比上涨4.2%，低于4.8%的市场预期。

投资要点

■ 核心观点

1、CPI怎么看？CPI涨幅不及预期，核心CPI再度回落。7月CPI同比增长2.7%，不及市场预期的2.9%，主要贡献来自于猪肉和鲜菜等食品项。核心CPI短暂回升后再度回落，降至2021年4月以来的最低位，内需不足，内生性通缩压力凸显。

2、PPI怎么看？PPI大幅回落，大宗商品价格持续下行。7月PPI下行至4.2%，大超预期，主要是翘尾因素和海外衰退担忧带来上游大宗商品价格进一步下行。煤炭石油有色等行业出厂价格均出现回落。

3、PPI-CPI剪刀差怎么看？CPI上行，PPI下行，剪刀差持续收窄。推荐关注毛利率与CPI相关、受益于价格传导的行业，如农林牧渔、商贸零售、汽车、社服和食品饮料等。

4、货币政策会转向吗？油价震荡下行，猪价缺乏大幅上涨基础，猪油共振风险得以缓释。再加上经济弱复苏，总体通胀风险低于预期，海外输入通胀压力转小且核心通胀偏弱，均说明CPI整体温和可控，不会倒逼货币政策转向。

5、5年LPR还有调降空间吗？稳地产必要性和紧迫性提升，非对称降息依旧可期。不搞大水漫灌是下半年货币政策的主基调，但是在修复国内信贷结构，降低企业融资成本和稳房地产市场等多重需求下，5年期的LPR仍有调降空间。

■ 风险提示

(1) 通胀上行超预期

(2) 海外衰退加速实现

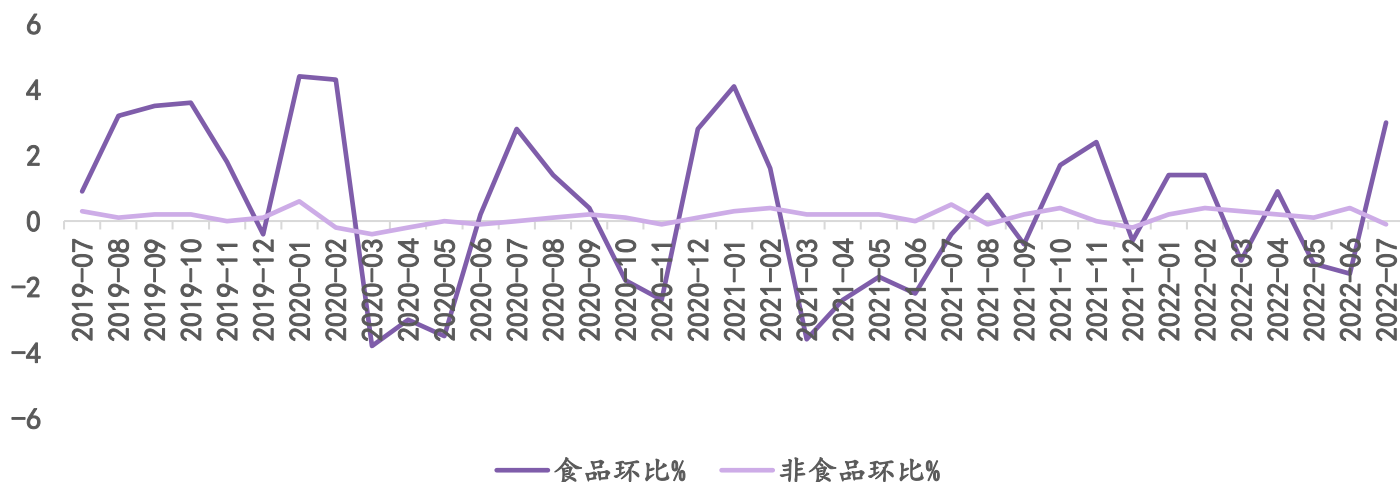
(3) 地缘政治风险再起

1、CPI涨幅低于预期，食品是贡献主力

7月CPI同比上涨2.7%，低于2.9%的市场预期。从主要的贡献因素来看，翘尾因素对于CPI的影响在逐渐减弱，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。

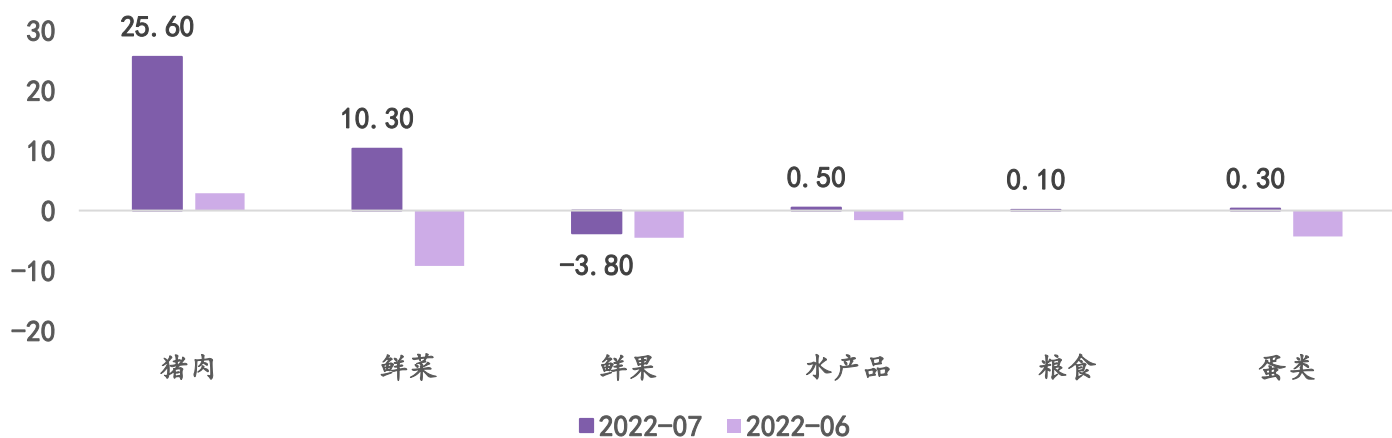
从分项来看，食品项是这次通胀的主要贡献项，食品烟酒同比增速4.7%，较上月上行2.2个百分点，环比增速由6月份的负增长转为1.9%，猪肉价格上涨是食品项上行的主要影响因素，受能繁母猪去化效应的影响，猪肉价格由6月份的同比减少6%转为7月份的同比增长20.2%。同时受极端天气影响，鲜菜价格也出现了超季节的增长，环比增速由负转正，上行10.3个百分点，同比增速也较上月上行9.2个百分点。

图表 1：食品项是主要的通胀助推因素



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 2：猪肉和鲜菜是食品项中的主要贡献项（环比%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

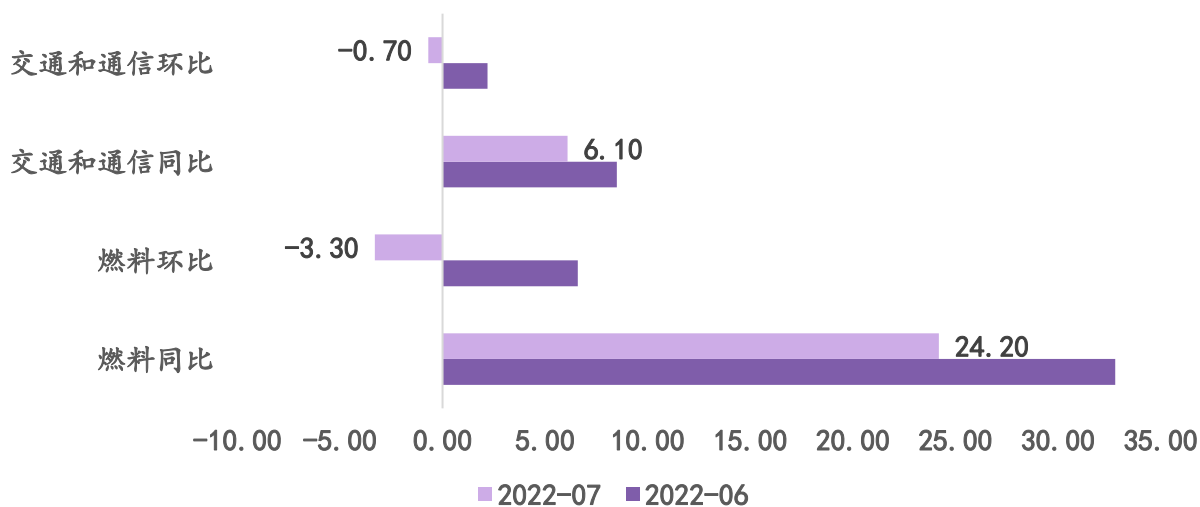
2、猪油共振风险缓释，但猪价上行动力仍存

非食品项中，由于海外能源价格下行，交通通信对于CPI的贡献逐渐降低。7月交通通信同比增速较上月减少2.4%来到6.1%，燃料项出现了年内的首次环比负增长（-3.3%），同比增速下行8.6个百分点。

猪油共振的风险得以缓释，猪肉价格走势成为后续通胀的主要关注项。从猪肉的供给来看，能繁母猪和生猪存栏数连续上行，猪肉市场的供需格局有所缓解，因此生猪价格在七月底出现了一定的回调。

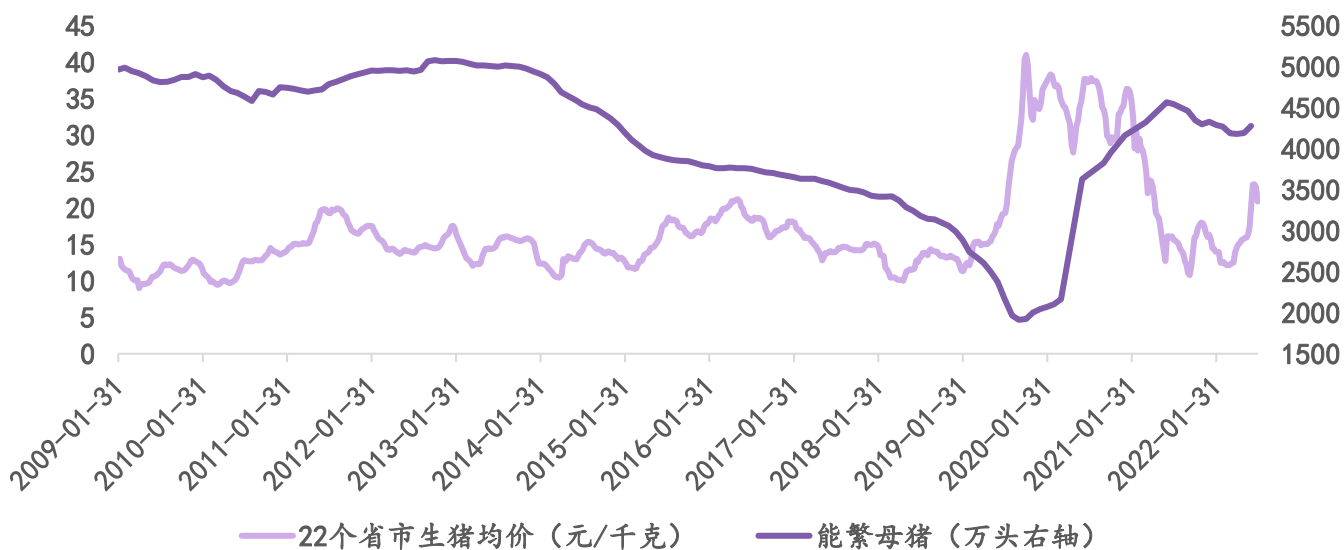
但是与2019年不同的是，当前猪肉价格的影响因素除了供给还有成本。玉米和豆粕等作为养猪的主要饲料虽然近期价格出现了一定的下行，但是仍处在相对的高位且远高于2019年同期。22城市猪粮价比在七月份触“8”之后就开始连续两周下行，猪农盈利空间进一步缩小。后续随着气温回落，猪肉需求回升，猪肉价格还有上行动能，仍会给通胀带来上行压力。

图表 3：燃料价格带动交通通信价格下行（%）



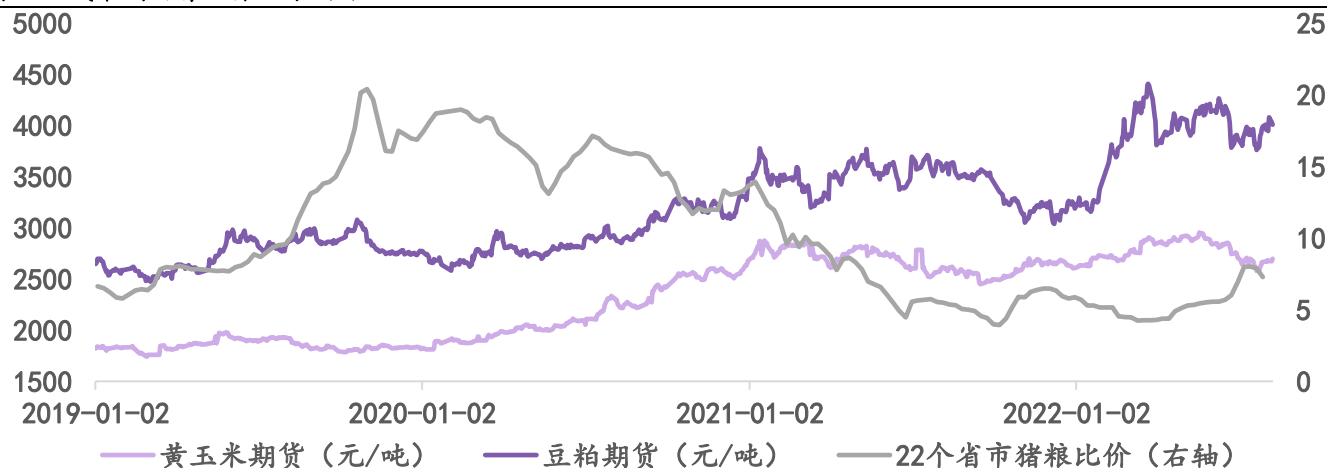
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 4: 猪肉供需得到一定缓解



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 5: 成本端仍有上行压力 (%)



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

3、核心CPI再度下行，内需不足是主因

去除粮食和能源以外的核心通胀则是出现了一定的下行，较上月下行了0.2个百分点录得0.8%，来到了2021年4月份以来的最低值。核心通胀的下行，一方面，显示出了通胀本身的内生性动能比较弱。另一方面，也显示出了国内消费需求依然有待恢复。

服务业CPI同比增速较上月下行0.3个百分点来到0.7%，7月份作为暑假季节是旅游的黄金时期，但是从旅游同比增速上来说并不及2021年7月，在疫情的扰动下国内经济和居民消费需求仍处在弱复苏过程中，依然需要货币财政政策的持续发力稳固经济的恢

复动能。

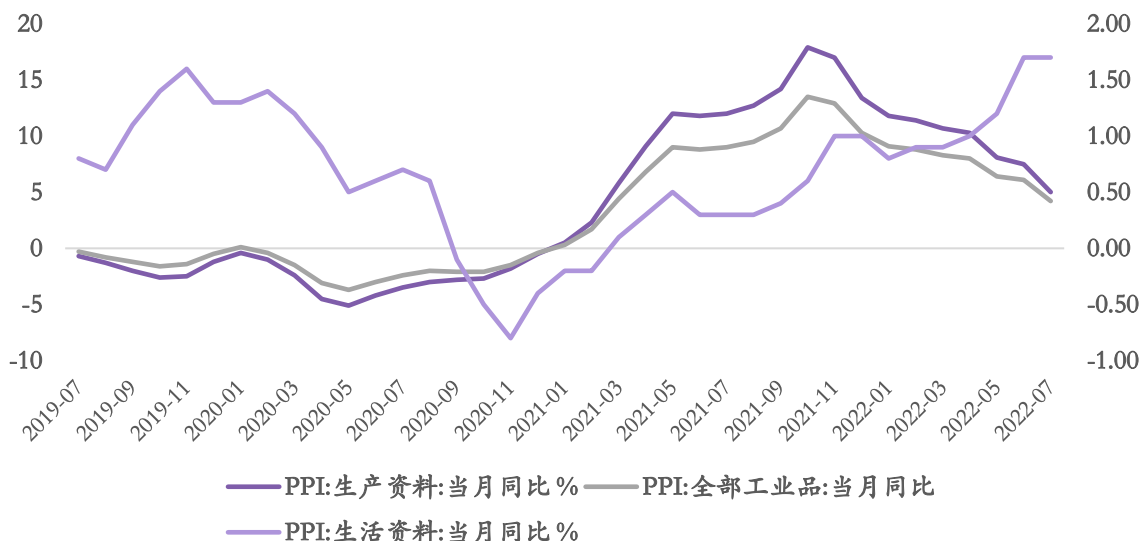
4、铜油铝价格回落，PPI加速下行

PPI在翘尾因素以及国际大宗商品价格回落的影响下继续下行，7月份PPI同比增速超预期下行来到了4.2%的低位。生产资料同比涨幅已经连续10个月回落，环比降幅则进一步扩大至1.7%。

分行业来看，受到国际能源价格震荡下行的影响，石油天然气开采，煤炭开采洗选以及石油煤炭及其他加工业同比涨幅均有不同程度的下行，分别回落了10.5、10.7和6.1个百分点。7月份的铜价和铝价也出现了回落，带动了有色金属冶炼同比下行了6.3个百分点。

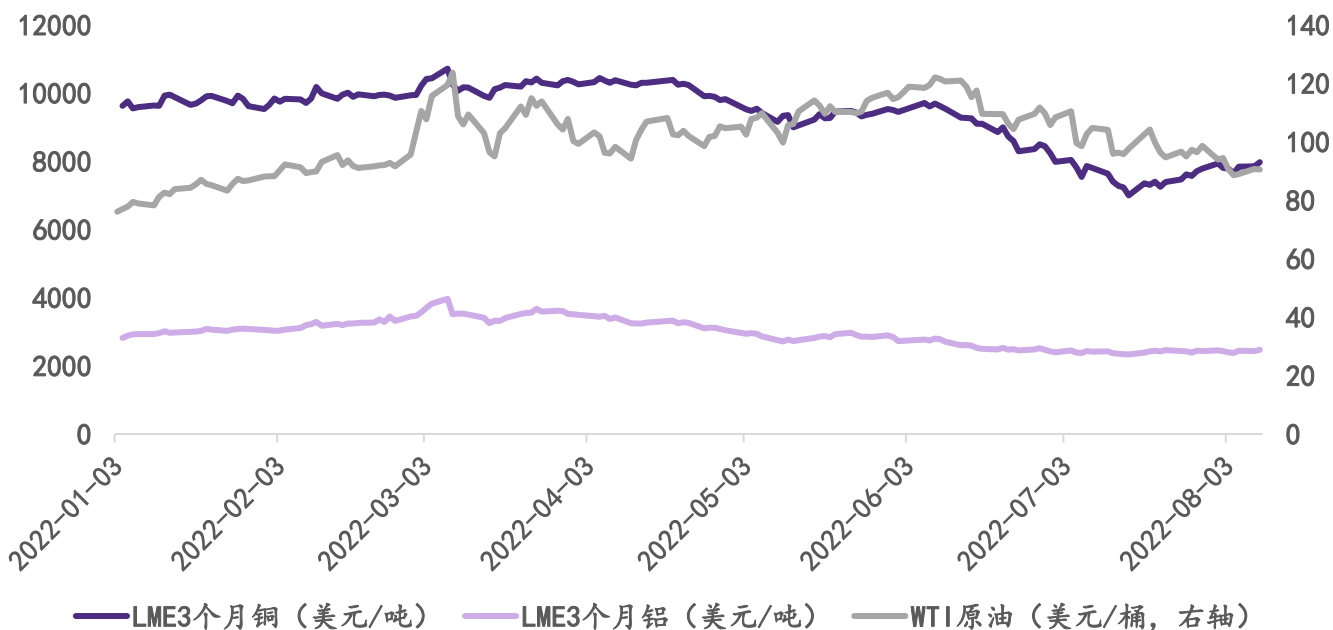
但是在7月底和8月初，铜价出现了一定的超跌反弹，LME3月铜重回了8000美元/吨的价格，将对后来的有色金属行业的出厂价格形成一定支撑。

图表 6: 大宗商品价格下行带动 PPI 回落



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 7: 大宗商品价格下行带动 PPI 回落

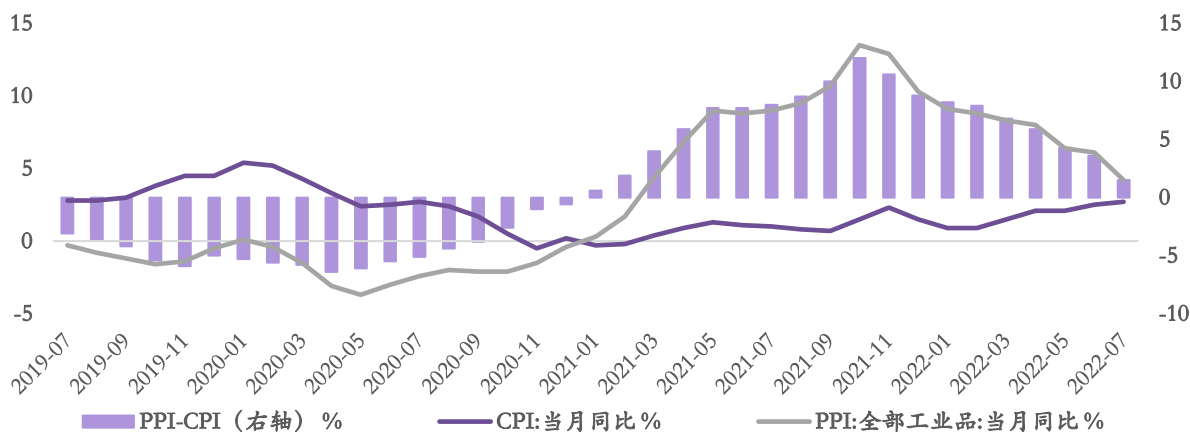


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

5、PPI-CPI 剪刀差进一步收窄，关注受益行业

PPI-CPI 剪刀差进一步缩小，主要是 PPI 加速下行。从 PPI-CPI 的剪刀差与各行业毛利率的相关性来看，农林牧渔、汽车、家电和社服行业，将受益于成本下行带来的毛利率改善。7 月 CPI 涨幅虽然不及预期，但是从后续来看，猪周期还在发力，上行的通道依旧存在，因此我们推荐关注毛利率与 CPI 相关，受益于价格传导的行业，如农林牧渔、商贸零售、汽车、社服和食品饮料等

图表 8: PPI 助力剪刀差的进一步收窄

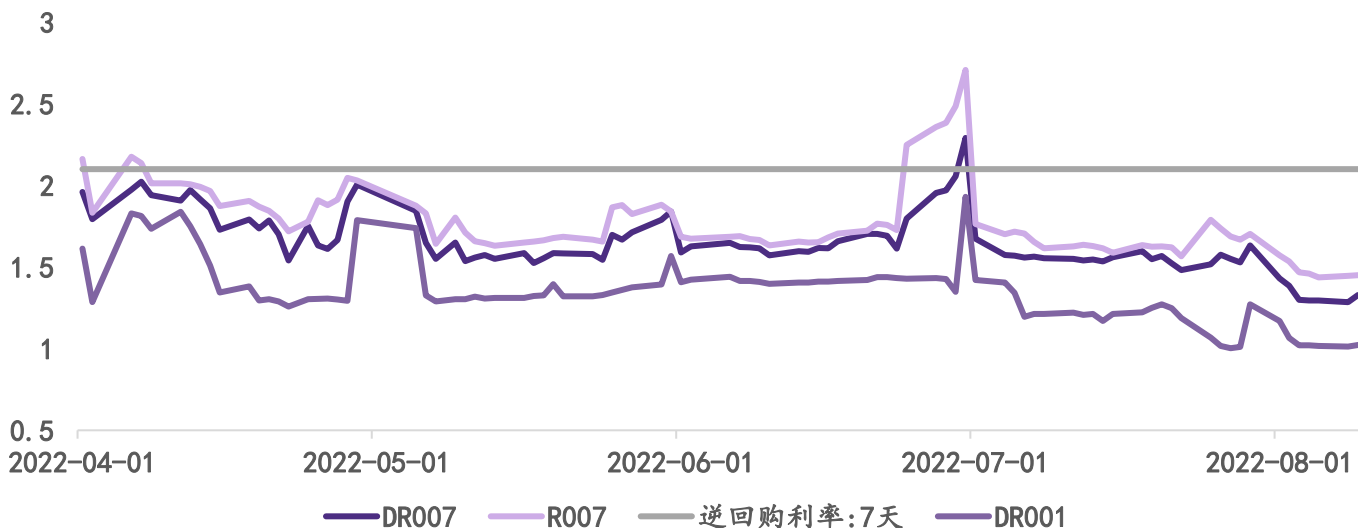


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

6、通胀整体可控，货币政策转向为时尚早

7月CPI不及预期，但正在上行通道，越来越逼近3%的政策目标。但参考历史经验我们认为现阶段国内通胀整体温和可控，货币政策不具备转向的条件。当前银行间流动性较为充裕，DR007始终在1.6%附近低位震荡，并于8月3日进一步下行至1.3%，DR001更是几近破1%，资金面较为宽松。

图表 9: 银行间流动性极其充裕

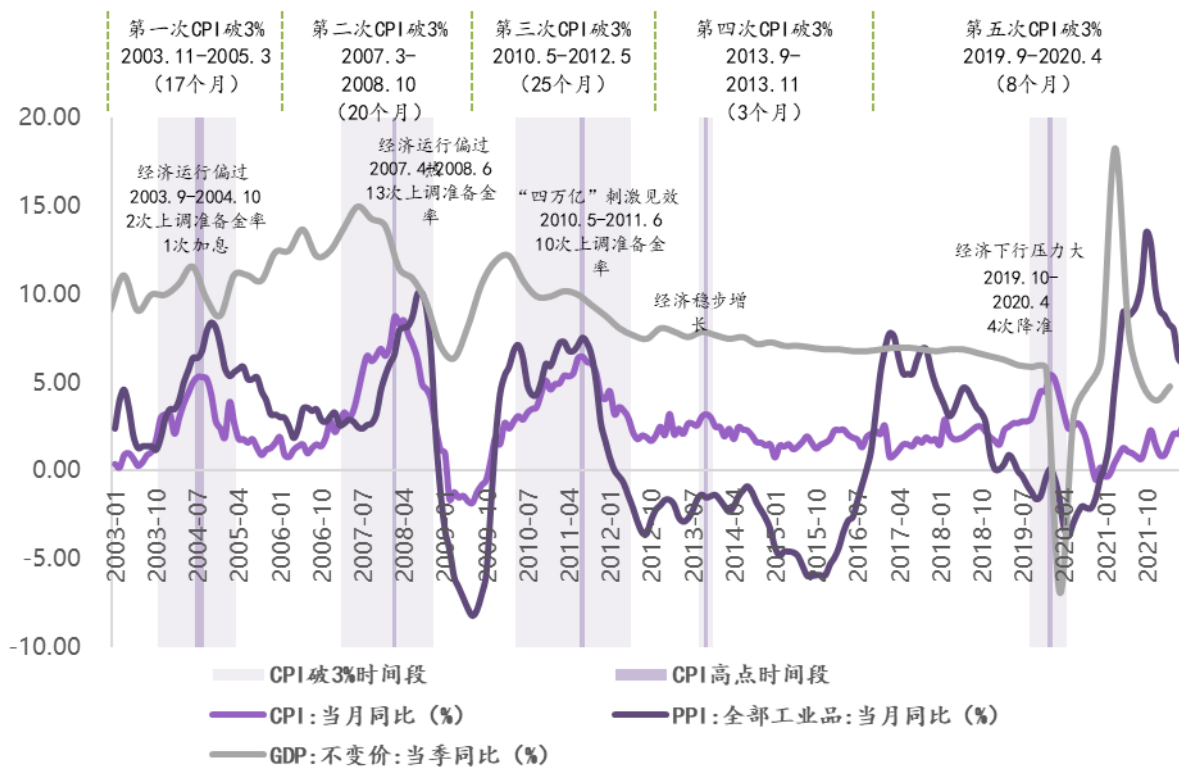


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

复盘发现，2003年以来，我国共经历过五次CPI破3期，分别是2003年11月至2005年3月（17个月）、2007年3月至2008年10月（20个月）、2010年5月至2012年5月（25个月）、2013年9月至2013年11月（3个月）、2019年9月至2020年4月（8个月）。

根据结合当时的宏观环境、CPI走势和货币政策变化，具体来看，CPI破3倒逼货币政策收紧至少要满足三个条件：（1）宏观经济运行偏热；（2）CPI表现出短期内无法逆转的快速上涨趋势；（3）核心CPI抬升至历史高位。

图表 10：复盘五轮 CPI 破 3 后的货币政策选择



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

前三次破3正是这一规律的生动演绎：2004、2008、2011年的破3均处于经济运行偏过热期间（GDP同比在10%上下浮动），具备调控资金面的必要性和经济基础。因此当CPI同比冲破3%且2-3个月未见回落时，央行的升准加息便接踵而至；

而第四次破3并未出现经济运行过热的现象（GDP同比在7.8%左右），且CPI在冲破3%的第二个月就拐头向下，并未形成通胀持续恶化的预期，所以货币政策并没有进行相应调整。

第五轮破3的情况则更为特殊：一方面，当时正处疫情冲击下的“低谷期”，经济稳增长的阶段性要求决定了货币政策不具备转向的条件。另一方面，尽管CPI持续了8个月高位运行，核心CPI却稳中有降，表明内需不足。因此，即便2019年底CPI冲破3%并呈现出持续上行的趋势，货币政策也没有应声收紧，反而持续放宽。

结合当前的处境来看，从条件一来看，现阶段“弱复苏”环境显然不满足货币政策收紧的经济基础；从条件二来看，本次CPI跳升主要是由于猪价超预期上涨所致。鉴于中央已出面加强生猪产能调控，防止价格大起大落，预计后续猪价进一步上涨的空间有限；此外，欧美各国加息缩表背景下，经济衰退预期将对海外大宗商品价格起到抑制作用，预计输入性通胀压力将有所缓解，猪油共振风险缓释。因此后续CPI持续快速大幅上涨的概率不大；从条件三来看，7月核心CPI再度下降，进一步显示出了通胀的内生性

动能较弱，整体温和可控。央行发言人也多次公开表示“中国通胀较低，预期保持稳定”。综合以上四重因素，现阶段CPI跳升难成货币政策掣肘。

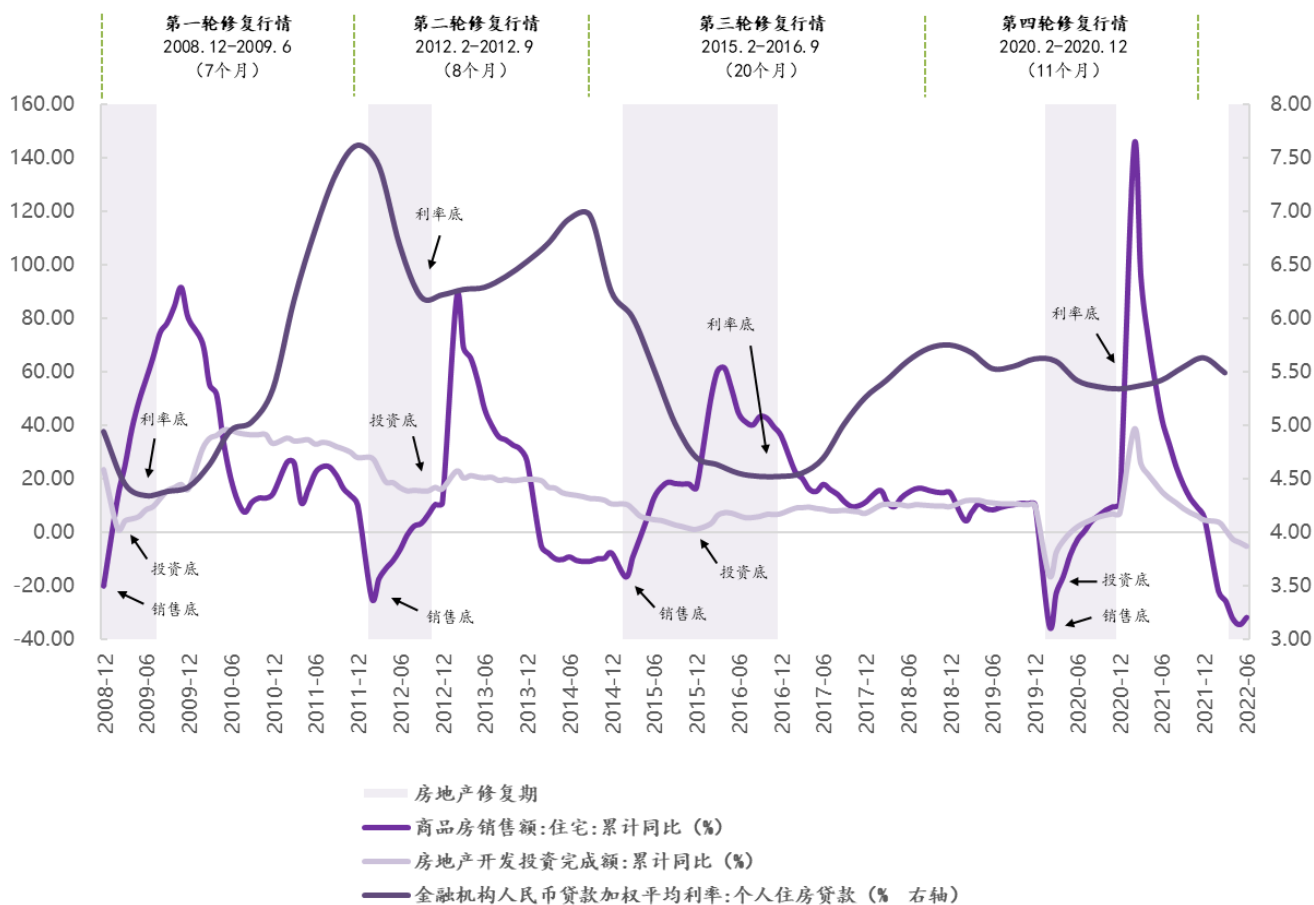
7、稳地产成当务之急，5年LPR仍有调降空间

李克强总理在出席世界经济论坛全球企业家视频特别对话会时指出“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来，坚决不搞大水漫灌”。因此从货币政策的角度来说下半年大规模降准降息的可能性不大。

但5年期LPR仍存在调降空间：一方面，国内信贷修复的基础尚不稳固，央行有意通过继续释放LPR改革效能推动实际融资成本降低，刺激社会需求恢复；另一方面，企业中长期贷款规模增加有利于信贷结构优化，下调5年期LPR能促进中长期贷款需求，从而助力实现改善信贷结构，实现有效投资的政策目标。此外，考虑到近期地产信用风险事件带来的冲击，从稳定房地产市场，满足住房刚需，促进居民部门加杠杆意愿修复的角度出发，5年期LPR也存在下调的可能。

复盘四轮地产修复行情：均存在“销售底——投资底——利率底”的传导路径，在房地产销售、投资双双回暖之前，政策环境维持宽松，房贷利率稳中有降，利率底晚于销售底与投资底；当前地产销售底还未确认，投资底也尚未出现，后续房贷利率还有调降空间，这意味着年内还会有5年期LPR的非对称式降息。从销售底到利率底通常需要3-4个季度，据此规律，宽松的利率下行大概率将延续至2023年。

图表 11：四轮地产修复行情复盘：从销售底到利率底通常需要 3-4 个季度，房贷利率还有调降空间

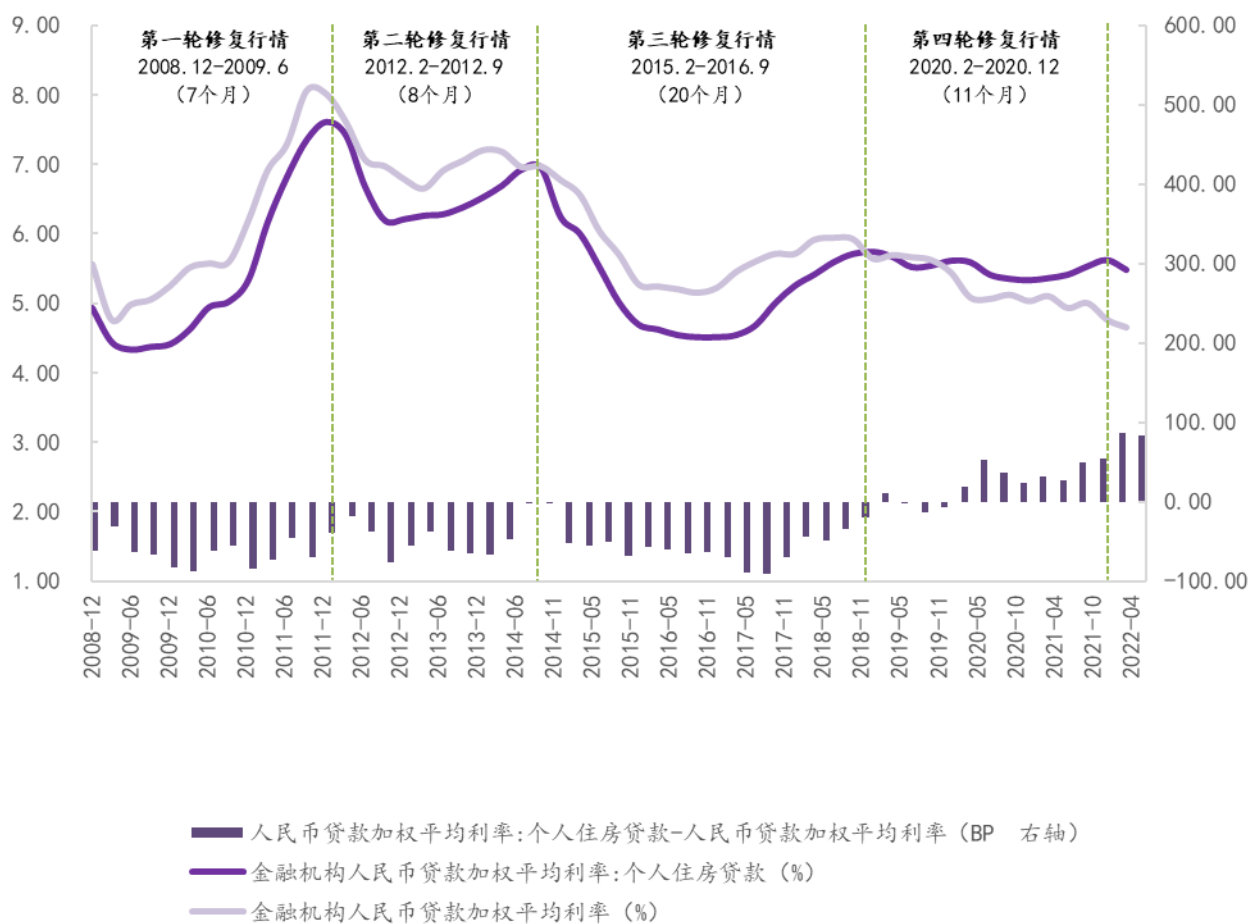


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

而且当前房贷利率所处的历史分位，与贷款平均利率的差值也暗示了房贷利率下调的空间犹存。历史数据显示，当前房贷利率位于2008年以来的中部偏低水平，仅次于第二轮修复行情的最低值，而相比第一、第三、第四轮行情仍处较高水平，意味着利率底大概率尚未出现；另一方面，虽然当前房贷利率相较2011年已大幅下调，但与贷款平均利率的相对位置却不降反升：2018年前，房贷利率普遍低于贷款平均利率约60BP，这一利差自2019年起逐步收窄，并于2020年出现倒挂后不断走阔。

背后的原因在于：相比其他贷款利率，定价基准下行对房贷利率的影响正逐步减弱，这从贷款基准利率与二者走势的相关性也可看出。最新数据显示，当前房贷利率高出贷款平均利率84BP，仅次于2021年底的最高值，同样提示房贷利率还有调降空间。

图表 12: 四轮地产修复行情复盘: 房贷利率高出贷款平均利率 84BP, 相对差值处于较高水平



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 13: 7 月 CPI 数据一览

	较上月变动	当月同比			当月环比	
		2022年7月	2022年6月	2022年5月	2022年7月	2022年6月
CPI	▲	2.7	2.5	2.1	0.5	0
核心CPI	▼	0.8	1	0.9	0.1	0.1
消费品	▲	4	3.5	3	0.6	-0.1
服务	▼	0.7	1	0.7	0.3	0.2
食品	▲	6.3	2.9	2.3	3	-1.6
猪肉	▲	20.2	-6	-21.1	25.6	2.9
鲜菜	▲	12.9	3.7	11.6	10.3	-9.2
鲜果	▼	16.9	19	19	-3.8	-4.5
水产品	▲	-2.9	-3.3	-1.6	0.5	-1.6
粮食	▲	3.4	3.2	3.2	0.1	0
蛋类	▼	5.9	6.5	10.6	0.3	-4.3
非食品	▼	1.9	2.5	2.1	-0.1	0.4
衣着	▲	0.7	0.6	0.5	-0.4	-0.1
居住	▼	0.7	0.8	1	0	0
生活用品及服务	▼	1.4	1.5	1.4	0.3	-0.2
交通和通信	▼	6.1	8.5	6.2	-0.7	2.2
教育文化和娱乐	▼	1.5	2.1	1.8	0.5	0.1
医疗保健	—	0.7	0.7	0.7	0	0
其他用品和服务	▼	0.9	1.7	1.8	-0.7	0.1
PPI	▼	4.2	6.1	6.4	-1.3	0
生产资料	▼	5	7.5	8.1	-1.7	-0.1
采掘工业	▼	18.8	27.3	29.7	-1.9	1.9
原材料工业	▼	11.4	15.2	15.1	-2.5	0.3
加工工业	▼	0.9	2.4	3.2	-1.3	-0.4
生活资料	—	1.7	1.7	1.2	0.2	0.3
食品类	▲	3.7	3.2	2.2	0.6	0.5
衣着类	▼	2.1	2.3	1.2	0.1	0.7
一般日用品类	▼	1.5	1.9	1.5	-0.3	0.1
耐用消费品类	▼	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	-0.1
PPI-CPI剪刀差	▼	1.5	3.6	4.3	—	—

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

8、风险提示

- (1) 通胀上行超预期
- (2) 海外衰退加速实现
- (3) 地缘政治风险再起

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究和微观流动性追踪。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。