

# 三分法看 CPI 走势

## 7月通胀数据点评

下半年 CPI 同比涨幅平均超过 3% 的概率不高。下游通胀压力被平稳消化的概率上升。

- 随着大宗价格多数见顶、甚至回落，PPI 涨幅逐步回落的趋势比较明确，目前通胀走势的焦点在 CPI。后续决定 CPI 的两个比较可能的趋势是：肉价带动食品价格涨幅反弹；能源价格触顶后涨幅收窄。
- 因此，当前更适合从“三分法”角度分析下半年 CPI 走势：将 CPI 分成核心 CPI、食品类 CPI 和 CPI 中的能源成分三大类进行分析。经过测算，核心 CPI、食品类 CPI 和能源成分三者占在 CPI 中所占的份额依次约为 70%、20% 和 10%。
- 核心 CPI 环比月率的中枢目前仍在下行态势中。尽管 6 月核心 CPI 涨幅一度反弹，但预计下半年核心 CPI 同比涨幅超过去年 7 月的 1.3% 的概率不高。我们即使将 1.3% 作为下半年核心 CPI 同比涨幅均值的基准预测，结合 70% 权重，其对下半年 CPI 同比涨幅均值的拉动也只有大约 0.9 个百分点。
- CPI 中的能源成分通常与国内油价高度相关，虽然近期从油价向 CPI 的传导效率有所提高。但在美欧衰退风险，以及欧元汇率重挫的扰动下，国际油价已显现触顶迹象，国内油价随之触顶的概率较高。
- 在下半年柴油基准价平均保持在 8500 元/吨的假设下，对应平均涨幅接近 20%。历史上类似油价涨幅下，CPI 同比涨幅的能源成分处于 0.3%-0.8% 之间，我们取较高的 0.8%，作为对下半年能源成分同比涨幅均值的基准预测。
- 综上所述，核心 CPI 和能源成分合计对下半年 CPI 同比涨幅均值的拉动约为 1.7 个百分点，以政府工作报告提出的 3% 为目标，平均还有 1.3 个百分点的空间，可以留给食品 CPI 的上涨。结合食品 CPI 的权重 20%，对应的同比涨幅约为 6.5%。2010 年以来，食品 CPI 同比涨幅只在两个时间段持续超过 6.5%，而猪肉、粮食等主要食品项目下半年并不具备与这两个时段相似的涨价基础。
- 总的来说，下半年平均来看，CPI 同比涨幅有超过 3% 的可能性，但概率不高。如我们曾在 3 月和 5 月的通胀数据点评中指出的，在核心通胀下行的趋势下，下游通胀压力被平稳消化的概率更高。叠加上半年通胀很低，全年 CPI 涨幅大概率明显低于 3%。当前国内 CPI 的驱动因素是“高位震荡的原油+猪周期见底”，属于结构性通胀范畴，央行大概率“关注但不反应”，因此通胀并非当前债市主要矛盾。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

### 相关研究报告

- 《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》 20210617
- 《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》 20210809
- 《跨周期的“两阶段宽信用”》 20210825
- 《单向度的宽信用并不容易》 20210908
- 《跨周期的长债收益率分析》 20210930
- 《如何看待“宽松预期落空”》 20211021
- 《货币条件率先启动》 20211111
- 《降息的宽信用作用——MLF 降息点评》 20220117
- 《宽信用趋势进一步明确——LPR 降息点评》 20220120
- 《通胀压力或被平缓消化——3 月通胀数据点评》 20220411
- 《上游价格盘整、下游传导不畅——5 月通胀数据点评》 20220613
- 《货币财政配合与长债利率》 20220627

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 固定收益

证券分析师: 肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060005

证券分析师: 张鹏

peng.zhang\_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090001

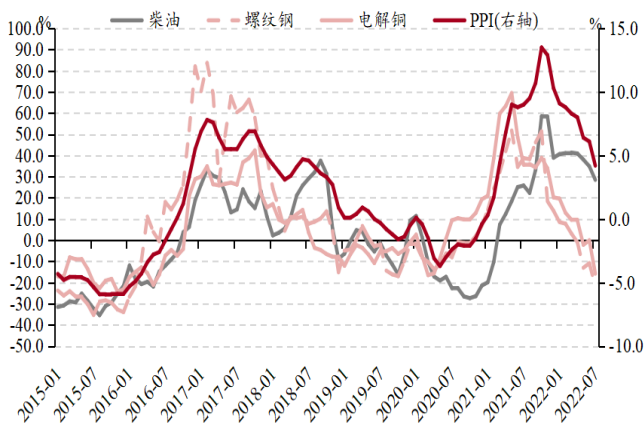
**事件：**国家统计局8月10日发布2022年7月份通胀数据。全国居民消费价格CPI同比上涨2.7%。其中，城市上涨2.6%，农村上涨3.0%；食品价格上涨6.3%，非食品价格上涨1.9%；消费品价格上涨4.0%，服务价格上涨0.7%。1—7月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨1.8%。环比看，全国居民消费价格环比上涨0.5%。其中，城市上涨0.4%，农村上涨0.5%；食品价格上涨3.0%，非食品价格下降0.1%；消费品价格上涨0.6%，服务价格上涨0.3%。

全国工业生产者出厂价格PPI同比上涨4.2%，环比下降1.3%；工业生产者购进价格同比上涨6.5%，环比下降0.9%。1—7月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨7.2%，工业生产者购进价格上涨9.8%。

**点评：**随着近期国际大宗商品价格多数见顶、甚至回落，PPI涨幅回落的趋势比较明确，目前通胀走势的焦点在CPI。7月份，国内柴油价格同比涨幅较上月有一定回落，电解铜和螺纹钢等工业品价格均较去年同期明显下降，分别下降15.8%和21.8%。而从国际大宗价格来看，原油、伦铜等代表性工业燃料、原料价格均呈现触顶回落。上游工业品输入性涨价压力缓解，国内PPI涨幅回落趋势比较明确。

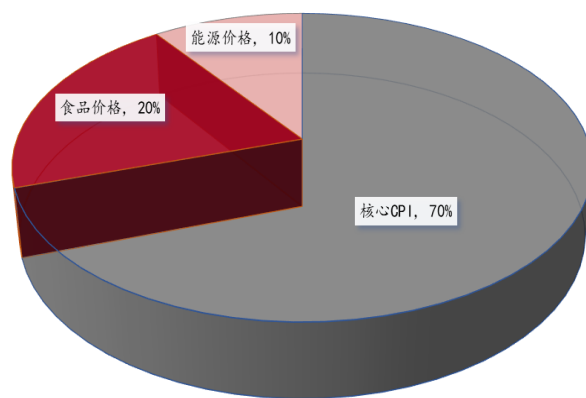
**后续决定CPI的两个比较可能的趋势是：猪肉价带动食品价格涨幅反弹；能源价格触顶后涨幅收窄。**因此，当前更适合从“三分法”角度分析下半年CPI走势：将CPI分成核心CPI、食品类CPI和CPI中的能源成分三大类进行分析。经测算，核心CPI、食品类CPI和能源成分三者在CPI中所占的份额依次约为70%、20%和10%。

图表 1. 重要工业品价格与 PPI 同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

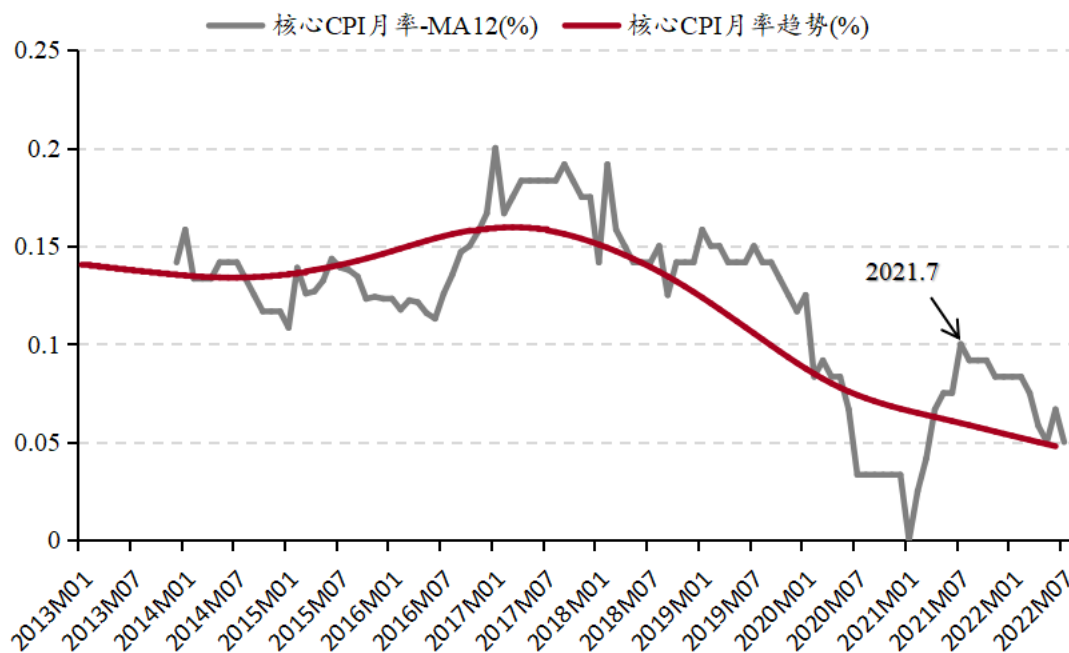
图表 2. CPI 的三分法份额结构



资料来源：万得，中银证券。

在三分法中，核心CPI所占的份额最大，但波动性较小、趋势性较强。我们用HP滤波方法得到核心CPI环比月率的中枢（即滤波后的趋势项），如下图所示。可以看到，核心CPI中枢目前仍处于下行态势中；从12个月移动平均的角度来看，核心CPI的环比涨幅也仍在下行态势中。去年7月核心CPI同比涨幅达到1.3%，为疫情冲击以后核心CPI涨幅的高点。当时处于疫情后外贸和内需的加速修复阶段。尽管6月核心CPI涨幅一度反弹，但是预计下半年核心CPI同比涨幅平均超过去年7月水平的概率不高。我们即使将1.3%作为下半年核心CPI同比涨幅均值的基准预测。结合70%的权重，其对下半年CPI同比涨幅均值的拉动也只有大约0.9个百分点。

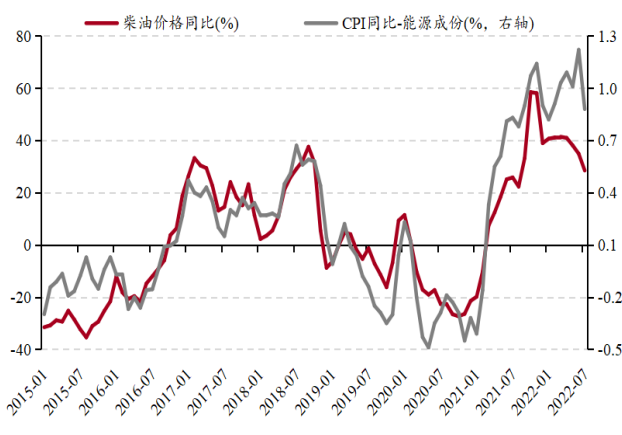
图表3.核心CPI环比月率趋势



资料来源：万得，中银证券。

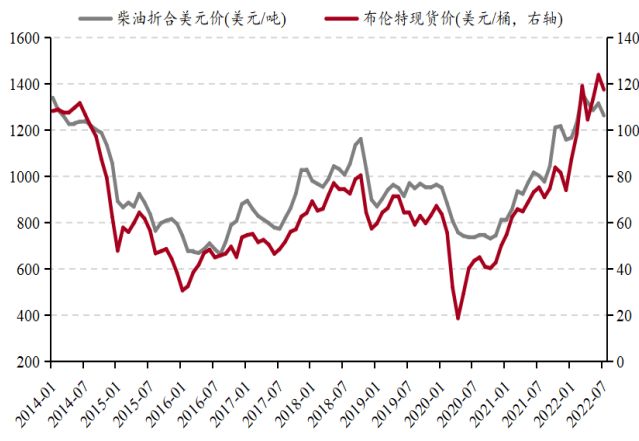
从能源价格来看，国内油价通常与CPI的能源成分高度相关。我们从CPI同比涨幅中，剔除核心CPI涨幅和食品类CPI涨幅后，得到CPI同比涨幅的能源成分。可以发现，能源成分的同比涨幅，通常与油价高度相关，如下图所示。

图表4. CPI能源成分和柴油价格同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

图表5. 布伦特油价与国内柴油价格

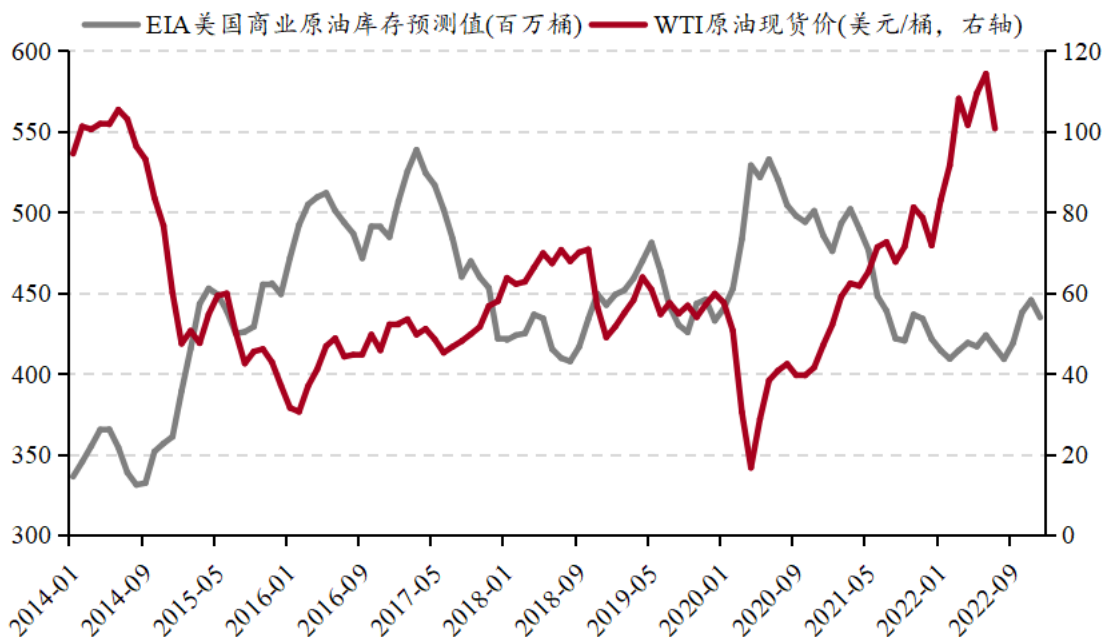


资料来源：万得，中银证券。

不难发现，近期从油价涨幅到CPI涨幅的传导效率有所提高，这可能与油价上涨趋势明确有关。但在美欧衰退风险，以及欧元汇率重挫的扰动下，国际油价已显现触顶迹象。我们曾在4月初的高频数据周报《汇率也在影响全球购买力》(20220403)提出，欧洲、日本等依赖资源进口的经济体出现本币贬值，实际上会消化这些经济体以美元计量的购买力，这可能是结束上游价格飙升的一种方式。

另外，按照美国能源信息署EIA的预测，美国商业原油库存将在今年3季度末触底回升，而美国陷入经济衰退使这种情景出现的概率进一步上升。根据库存与油价之间的关系，原油库存见底回升很可能意味着油价面临更大的压力。

图表 6. 美国商业原油库存预期与油价



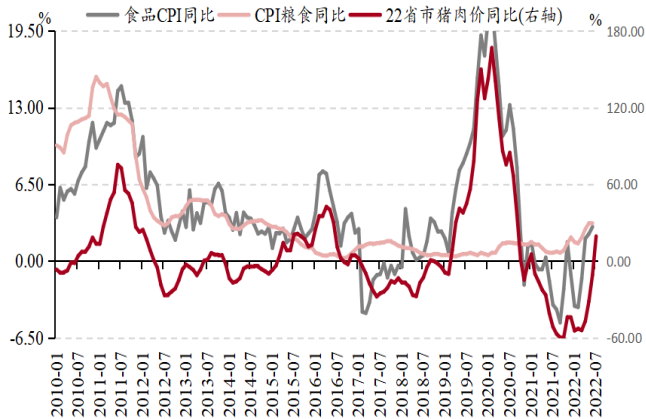
资料来源：万得，中银证券。

随着国际油价触顶，国内油价随之触顶的概率较高。假设下半年国内油价触顶、柴油基准价保持在 8500 元/吨左右，则对应的平均涨幅接近 20%。历史上类似油价涨幅下，CPI 同比涨幅的能源成分处于 0.3%-0.8% 之间。考虑到近期油价涨幅向 CPI 涨幅传导的效果较高，我们取较高的 0.8% 作为下半年能源成分同比涨幅均值的基准预测。

综合以上两点，核心 CPI 和能源成分合计对下半年 CPI 同比涨幅均值的拉动约为 1.7 个百分点，以政府工作报告提出的 3% 为目标，平均还有 1.3 个百分点的空间，可以留给食品 CPI 的上涨。按照食品 CPI 的权重 20%，对应的同比涨幅约为 6.5%。

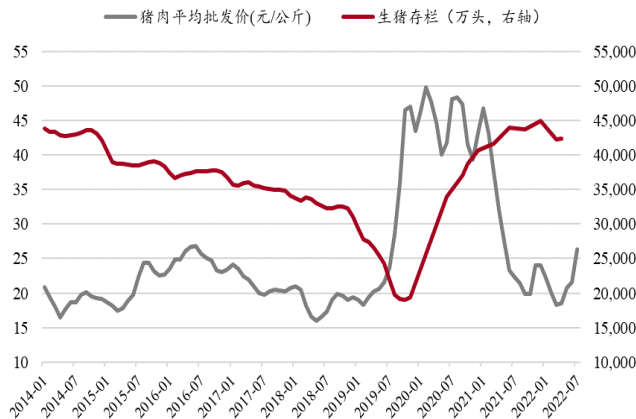
2010 年以来，食品 CPI 同比涨幅只在两个阶段持续超过 6.5%，分别为 2010 年 7 月至 2012 年 4 月、以及 2019 年 5 月至 2020 年 9 月：前一个阶段，猪肉价格涨幅较高，而且占食品 CPI 权重最大的粮食价格也有相对明显的上涨。而后一个阶段是“非洲猪瘟”影响造成严重的猪肉供给不足。而当前猪肉、粮食等主要食品项目下半年并不具备与这两个时段相似的涨价基础。下半年在我国农业生产稳定、夏粮丰收，同时生猪存栏也处于高位的条件下，食品 CPI 出现大幅上涨还是小概率事件。

图表 7. 2010 年以来食品 CPI 大幅上涨的先例



资料来源：万得，中银证券。

图表 8. 生猪存栏与猪肉价格



资料来源：万得，中银证券。

综合对前述 CPI 三大成分的分析，我们预计下半年 CPI 同比涨幅平均超过 3% 的概率不高。如我们在前期报告《通胀压力或被平缓消化——3 月通胀数据点评》(20220411)和《上游价格盘整、下游传导不畅——5 月通胀数据点评》(20220613)中指出的，在核心通胀下行的趋势下，下游通胀压力被平稳消化的概率更高。而且由于上半年平均的通胀水平偏低，全年完成政府工作报告“居民消费价格上涨 3% 左右”的目标压力较低。当前国内 CPI 的驱动因素是“高位震荡的原油+猪周期见底”，属于结构性通胀范畴，央行大概率“关注但不反应”，因此通胀并非当前债市主要矛盾

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

## 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士，或将此报告全部或部分公开发表。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