

宏观点评报告

2022年9月13日

## 能源、需求带动通胀回落 货币政策掣肘消失

### 2022年8月通胀点评

#### 核心内容：

- **CPI 同比回落，核心 CPI 仍然低迷** CPI 环比下行，食品价格继续走高，非食品价格回落。8 月通胀环比下行主要是由于非食品价格带来的：(1) 原油价格走低，非食品价格主要受到能源价格下行影响；(2) 食品方面，食品涨价幅度趋缓。8 月份蔬菜、猪肉、粮油、鸡蛋价格小幅上行，仅水果价格下行。8 月份蔬菜价格上行速度减缓，8 月份猪肉价格仍然上行，但上行幅度减弱。8 月份原油价格震荡回落，供给逐步充足和需求的预期走弱使得原油价格处于回落状态。8 月份核心 CPI 环比平稳，终端需求仍然较为疲软。
- **9 月份通胀环比小幅波动，同比预计在 2.6%左右** 9 月份猪肉受到供给短缺的影响价格仍然震荡上行，同时 9 月蔬菜价格回落。非食品价格方面，燃料价格预计震荡，旅游价格上涨幅度减弱。
- **全年通胀预期缓慢上行** 全年通胀预期仍然可控，进入 2022 年下半年，通胀水平上升至 2.4%左右：(1) 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，猪肉价格回升；(3) 蔬菜价格已过最低点，下半年逐步回升。预计 3、4 季度可能达到 2.4%左右，全年 CPI 预计在 2.2%左右，预计 2023 年上半年通胀水平会惯性上行至 2.9%左右。
- **通胀仍然无忧** 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，高昂的原油价格出现变化，原油价格水平下半年可能继续回落；(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。
- **货币政策不受干扰** 央行的货币选择不会随着通胀起舞，我国通胀全球来看属于低水平，从自身来看，需求不畅导致核心通胀较低，央行并不担心通胀。现阶段央行面临的问题是宽信用渠道受阻，央行的货币宽松效果不及预期。
- **PPI 回落趋势已成** 8 月份 PPI 环比大幅回落，大宗商品价格均处于回落状态：(1) 国际原油受到供给稳定以及需求回落的影响，价格继续下挫；(2) 煤炭期货价格稍显平稳，但出厂价格大幅下行。下游投资继续疲软，钢材、水泥等行业需求相对较弱；(3) 下游需求疲软，相关出厂产品价格均下滑。

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，黑色系产品价格仍然不振；(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 9 月份 PPI 环比小幅波动，9 月份 PPI 水平在 1.1%左右。2022 年 PPI 前高后低，全年预计在 4.6%左右，受到基数影响，PPI 在 3 季度和 4 季度分别约为 2.6%和 0.4%。

#### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

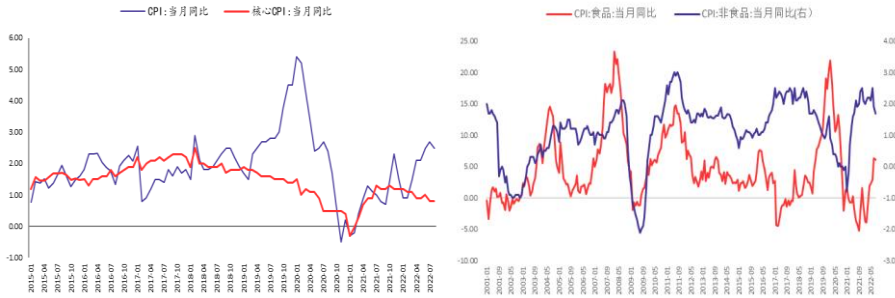
分析师登记编码：S0130515030003

## 一、CPI 同比回落，核心 CPI 仍然低迷

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比走低，核心 CPI 平稳，8 月份 CPI 同比下行。8 月份 CPI 同比增速 2.5%，比 7 月份下行 0.2 个百分点。8 月份 CPI 环比下行；其中食品价格环比上行 0.5%，非食品价格下行 0.3%。核心 CPI 同比增速 0.8%，环比保持平稳。

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

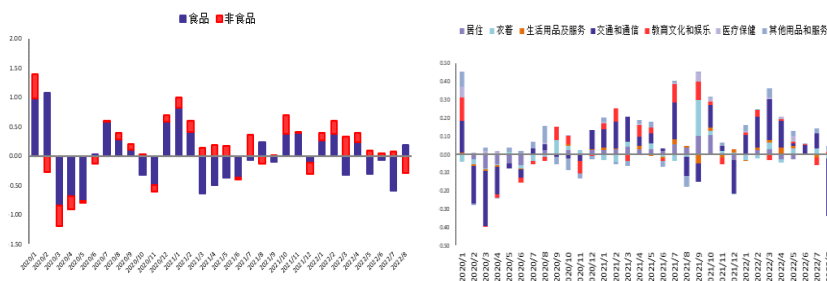
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 2.6%，比上个月上行。通胀环比下行，食品价格继续走高，非食品价格回落。8 月通胀环比下行主要是由于非食品价格带来的：(1) 非食品价格方面，原油价格走低，交通工具用燃料价格下行 4.7%，旅游价格下行 0.1%，家用器具价格下行 0.5%。非食品价格主要受到能源价格下行影响；(2) 食品方面，食品涨价幅度趋缓，蔬菜价格 8 月份上行 2.0%，蔬菜平均价格超出正常水平；8 月份猪肉价格上行 0.4%，猪肉价格大幅上行暂缓；其他食品方面，鸡蛋、食用油价格继续走高，仅有水果价格下行；

从食品价格来看，猪肉需求上升幅度较弱，猪肉供给受阻，继续带动猪肉价格上行，但现阶段猪肉价格供给需求趋向平衡。8 月份猪肉价格继续震荡走高，但上行幅度减缓。仍然需要注意，猪肉的消费旺季即将到来，猪肉价格在 4 季度仍然上行。蔬菜价格受到物流缓解和天气炎热影响继续回升，天气因素仍然主导市场价格变化。

从非食品价格来看，除车用燃料和旅游价格外，其他商品和服务类价格总体保持平稳。原油价格下行，车用燃料价格随之走低。

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 年猪周期已经结束，生猪价格底部回升，新一轮猪周期开启。能繁母猪存栏同比稍有回升，近期母猪存栏环比回升稍有停滞。生猪产能受到饲料价格的影响，产能增加较为谨慎。

8 月份猪肉供给减少，需求虽然仍然较弱，但供给减少的速度更快，价格仍然上行，预计下半年生猪价格以上升为主。8 月份由于是消费淡季，价格出现仍然小幅上行，显示生猪供应紧张，这种紧张可能持续至年末。预计本轮猪周期的价格高度可能在 2018-2022 年度的 50% 左右。

图 4：母猪存栏增速（%）

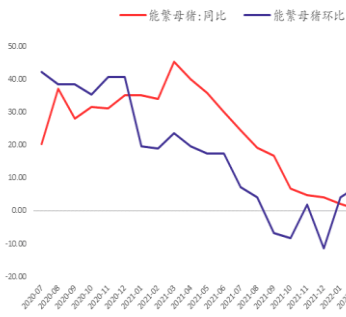
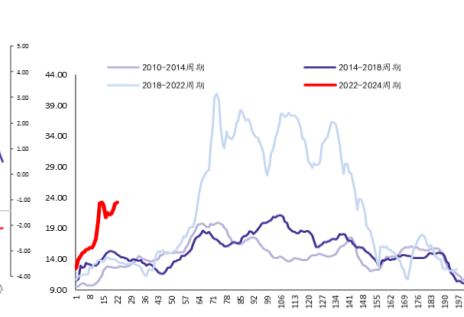


图 5：猪周期生猪价格对比（元/公斤）

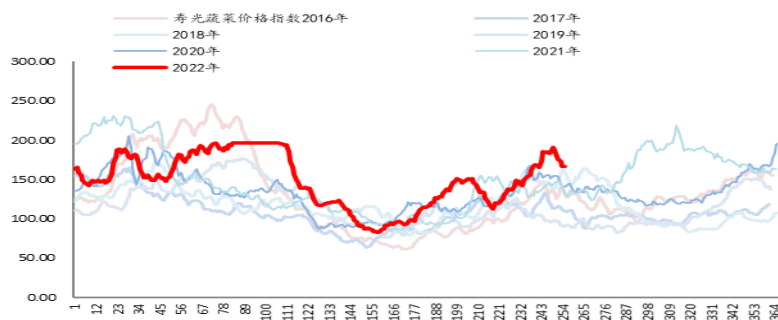


资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

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，物流对蔬菜价格的影响减弱。蔬菜价格在 7 月份大幅上行后，8 月份上行幅度减弱，蔬菜生产运输仍然受到高温和雨水天气影响，7-8 月蔬菜价格是季节性回升。9 月份下旬蔬菜价格回落，蔬菜价格回归正常价格区间。9 月前 10 天蔬菜价格走低，9 月份蔬菜价格回落，10 月份小幅波动，而 11 月份进入季节性低点。

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、全年通胀预期温和

8 月份 CPI 环比上行，非食品价格带动了 CPI 回落。8 月份蔬菜、猪肉、粮油、鸡蛋价格小幅上行，仅水果价格下行。8 月份蔬菜价格上行速度减缓，8 月份猪肉价格仍然上行，上行

幅度减弱。8 月份原油价格震荡回落，供给逐步充足和需求的预期走弱使得原油价格处于回落状态。8 月份核心 CPI 环比平稳，终端需求仍然较为疲软。

9 月份翘尾水平小幅回落，达到 2.5%。食品价格方面，9 月份猪肉受到供给短缺的影响价格仍然震荡上行，同时 9 月蔬菜价格回落。非食品价格方面，燃料价格预计震荡，旅游价格上涨幅度减弱。9 月份预计 CPI 环比仍然小幅上行。

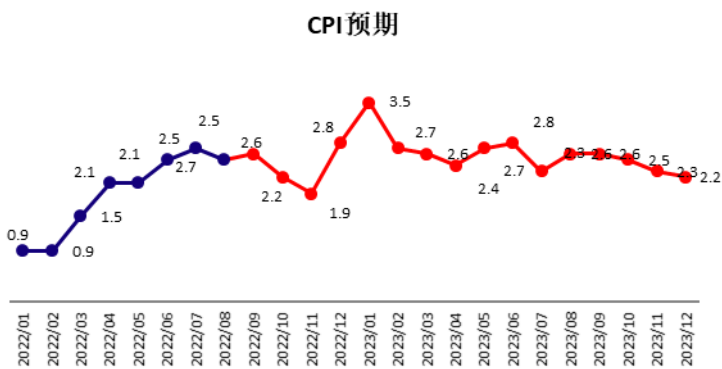
全年通胀预期仍然可控，进入 2022 年下半年，通胀水平上升至 2.4%左右：(1) 新时期疫情控制状态下，物价上行可以预期，物流和人员阻断下对价格的影响仍然在观察；(2) 猪肉供给陷入短缺，下半年猪肉需求逐步上行，猪肉价格回升；(3) 蔬菜价格已过最低点，下半年逐步回升。

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，高昂的原油价格出现变化，原油价格水平下半年可能继续回落；(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 2.2%左右，预计 2023 年上半年通胀水平会惯性上行至 2.9%左右。

央行的货币选择不会随着通胀起舞，我国通胀全球来看属于低水平，从自身来看，需求不畅导致核心通胀较低，央行并不担心通胀。现阶段央行面临的问题是宽信用渠道受阻，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 回落速度加快

工业生产者价格 (PPI) 同比涨幅缩小，生产资料环比下行。8 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比 2.3%，环比下行 1.2%。2022 年翘尾水平预计 4.5%左右，翘尾水平逐步走低。

上游能源价格回落，PPI 环比下行，7 月份 PPI 环比走低后，8 月份再次大幅下行。2022 年 PPI 水平预计在 4.6% 左右。

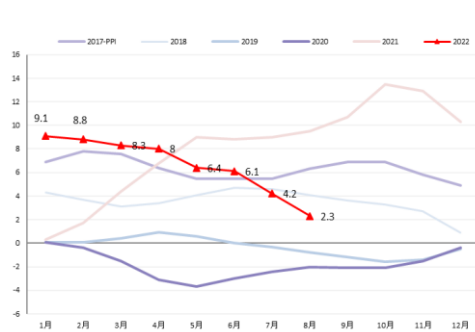
8 月份 PPI 环比大幅回落，大宗商品价格均处于回落状态：（1）国际原油受到供给稳定以及需求回落的影响，价格继续下挫；布伦特和 WTI 原油期货价格月份分别下行 7.0% 和 8.4%；石油和天然气开采业价格下跌 7.3%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下行 4.8%，化学原料和化学制品价格下跌 3.7%；（2）煤炭期货价格稍显平稳，但出厂价格大幅下行。煤炭开采和洗选业价格下行 4.3%。8 月份焦煤期货价格下行 0.3%，焦炭价格上行 1.5%，动力煤价格平稳。下游投资继续疲软，钢材、水泥等行业需求相对较弱，黑色金属采矿业下降 6.8%，黑色金属冶炼和压延加工和有色金属延压业价格分别下降 4.1% 和 2.0%；（3）下游需求疲软，相关出厂产品价格均下滑。医药制造业价格下滑 0.3%，纺织下滑 0.9%，造纸下滑 0.4%，食品制造业和农副食品加工价格分别下行 0.2%。

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，黑色系产品价格仍然不振；（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 9 月份 PPI 环比小幅波动，9 月份 PPI 水平在 1.1% 左右。2022 年 PPI 前高后低，全年预计在 4.6% 左右，受到基数影响，PPI 在 3 季度和 4 季度分别约为 2.6% 和 0.4%。

图 8：7 月份 PPI 同比回落 (%)

图 9：原油期货价格 (美元/桶)

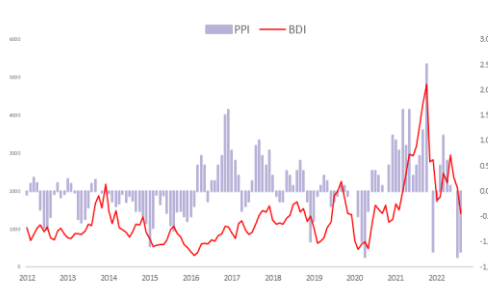


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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，并不构成对客户投资咨询建议，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