

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@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

通胀无忧，流动性宽松，利好股债双牛

2022年10月15日

- **国内整体通胀压力不大。**9月CPI同比继续回升是食品项带来的，背后主动力是猪周期驱动。9月猪肉价格继续上涨，背后有两个原因。一是猪肉消费需求季节性回升，二是看涨预期下部分养殖户压栏惜售。除了猪周期影响外，CPI上涨还受到食品项中鲜果鲜菜的价格驱动。而CPI涨幅不及市场预期既有国际油价回落因素，也有防疫对出行限制的影响。第一，国际油价回落拖累交通和通信项表现，9月交通和通信项CPI同比增速远低于其持平的季节性表现。第二，受疫情散发和国内防疫影响，服务消费与出行受限，核心CPI一直都比较疲弱。往后看，我们认为CPI破3风险大概率已经消退，国内通胀形势较为温和，整体压力不大。
- **国际油价下跌拖累PPI增速。**9月PPI增速延续下行趋势，除基数外，主要是受国际油价下跌的影响。分项上，生产资料和生活资料表现继续分化，且生活资料涨幅反超生产资料。生产资料价格增速进一步回落，或意味着下游企业的成本压力得到进一步缓解。分行业看，1) 国际油价继续下跌拖累原油产业链整体价格。2) 电力热力产业旺季带动水电供应业价格环比上涨，我们认为背后的原因有两个：一是受冬储潮和补仓需求影响，电用煤和非电用煤需求均提升；二是国内外煤价攀升，水电供应业价格因成本上升而上涨。3) 受基建投资项目落地的需求拉动，金属、水泥等行业价格的环比降幅均有收窄。
- **通胀无忧，流动性宽松，利好股债双牛。**在高基数的影响下，PPI增速或将转入负区间。往后看，受去年同期高基数因素影响，四季度PPI或将持续走低，并开始转入负区间。因为就PPI的基数而言，去年10月份PPI环比增长2.5%，是年内基数最高的月份。通胀升温风险较高时，政策调整空间可能受到制约。当前，与海外通胀形势不同，国内的通胀形势相对温和。通胀无忧表明后续我国国内的货币、财政政策有望继续保持宽松和积极。我们在《四季度，我们看股债双牛》报告中指出，流动性宽松对于债市的利好不容忽视。四季度流动性有望保持宽松，继续利好股债双牛。
- **风险因素：**国内疫情形势超预期，国际油价变化超预期等。

目录

一、国内整体通胀压力不大.....	3
二、国际油价下跌拖累 PPI 增速.....	6
三、通胀无忧，流动性继续宽松，利好股债双牛.....	7
风险因素.....	8

图目录

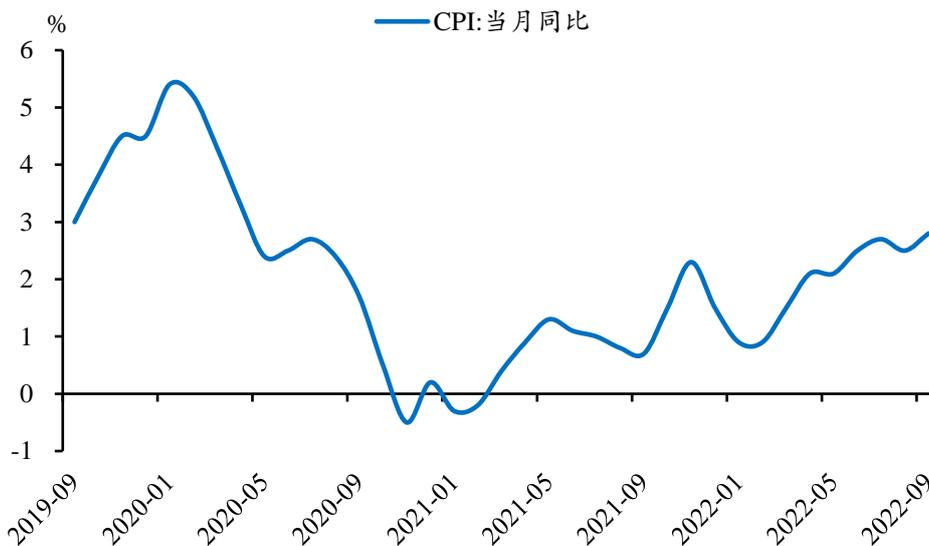
图 1: 9 月 CPI 同比增速继续回升至 2.8%.....	3
图 2: 9 月 CPI 涨幅回升主要受食品烟酒项影响.....	3
图 3: 9 月猪肉价格继续走高.....	4
图 4: 9 月食品烟酒项、交通和通信项 CPI 环比涨幅均不及季节性.....	5
图 5: 今年以来，我国的核心 CPI 一直都比较疲弱.....	5
图 6: 9 月消费品 CPI 增速继续走弱.....	6
图 7: 9 月生活资料 PPI 同比增速超过生产资料.....	7
图 8: 9 月中上游 PPI 环比涨幅收窄很多.....	7
图 9: PPI 增速或将转入负区间.....	8
图 10: 国内的通胀形势相对温和.....	8

一、国内整体通胀压力不大

9月CPI继续上涨是食品项带来的，背后主要是受猪周期驱动，而涨幅不及市场预期源于油价回落和防疫影响。往后看，我们认为四季度国内通胀形势较为温和，整体压力不大。

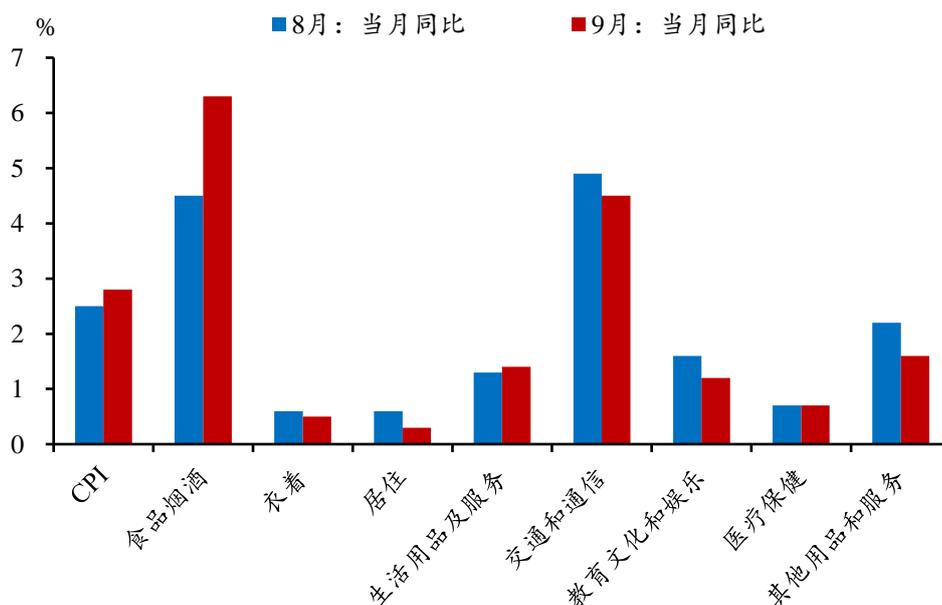
9月CPI同比继续回升是食品项带来的，背后主动力是猪周期驱动。9月CPI同比增速继续回升至2.8%，前值为2.5%。分项来看，CPI回升主要受食品烟酒项的影响，背后的主推手仍是猪周期。当前猪周期还处于上行阶段，猪肉价格继续走高。9月猪肉平均批发价为30.87元/公斤，较上月涨幅为5.97%，22个省市猪肉的平均价也涨了7.16%。9月猪肉价格继续上涨，背后有两个原因。一是猪肉消费需求季节性回升，二是看涨预期下部分养殖户压栏惜售。除了猪周期影响外，CPI上涨还受到食品项中鲜果鲜菜的价格驱动。受高温少雨的影响，鲜菜价格上涨了12.1%，而鲜果价格上涨了17.8%。

图 1：9月CPI同比增速继续回升至2.8%



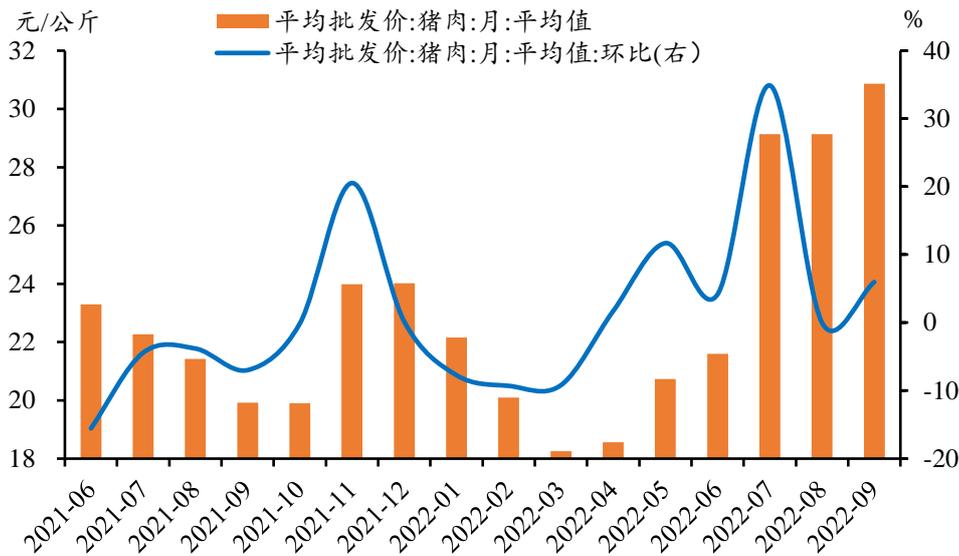
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：9月CPI涨幅回升主要受食品烟酒项影响



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：9 月猪肉价格继续走高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

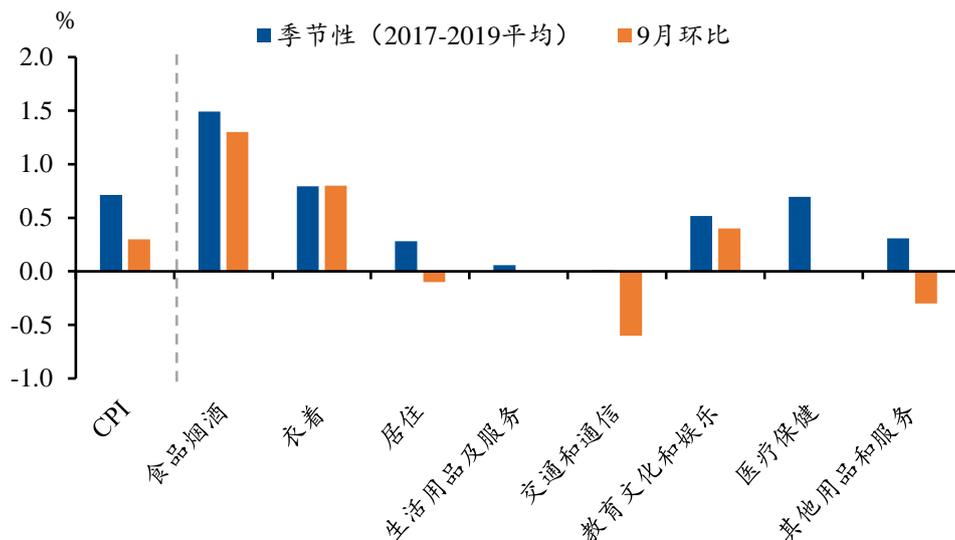
CPI 涨幅不及市场预期既有国际油价回落因素，也有防疫对出行限制的影响。

第一，国际油价回落拖累交通和通信项表现。9 月布伦特原油价格回落到 90.10 美元/桶，同比增速也由 8 月的 41.16% 回落到 20.51%。受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别环比下降 1.2% 和 1.3%。油价回落拖累了交通和通信项 CPI 的表现，9 月交通和通信项 CPI 环比增速为 -0.6%，远低于其持平的季节性表现。

第二，受疫情散发和国内防疫影响，服务消费与出行受限。今年以来，我国的核心 CPI 一直都比较疲弱，反映我国的消费需求仍受压制，这可能和国内严格的防疫措施有关。9 月服务 CPI 同比增速继续走弱，由 8 月的 0.7% 继续下滑到 0.5%。我们认为这背后可能是因为受疫情散发和国内防疫影响，服务与出行受限，从而影响核心 CPI。

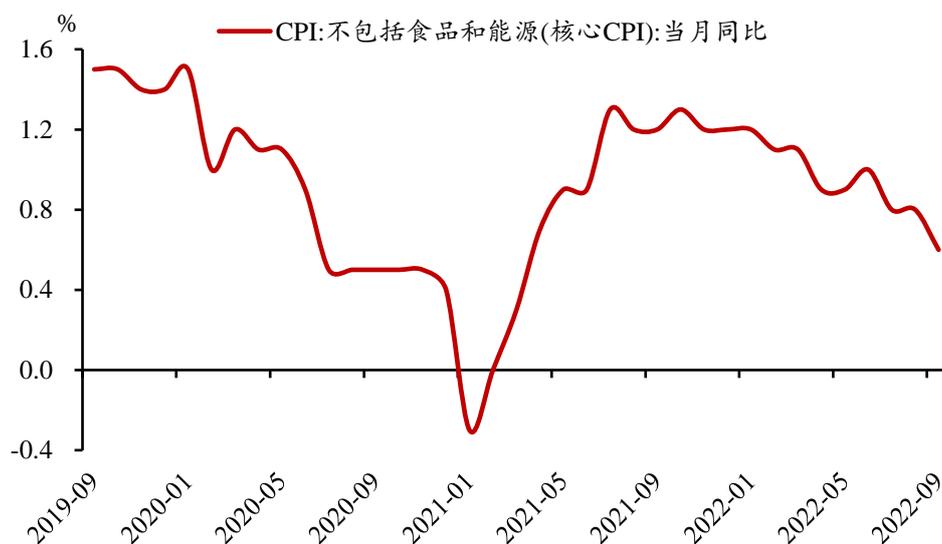
往后看，CPI 破 3 风险大概率已经消退，国内通胀形势较为温和，整体压力不大。10 月 1 日-13 日，10 月猪肉平均批发价为 33.3 元/公斤，我们预计 10 月猪肉价格同比涨幅扩大势头还会延续，但是在中央储备猪肉投放等措施作用下，上涨空间可能有限。此外，随着去年同期 CPI 基数走高，我们认为 CPI 增速可能先回落再继续回升，但整体压力不大。

图 4：9 月食品烟酒项、交通和通信项 CPI 环比涨幅均不及季节性

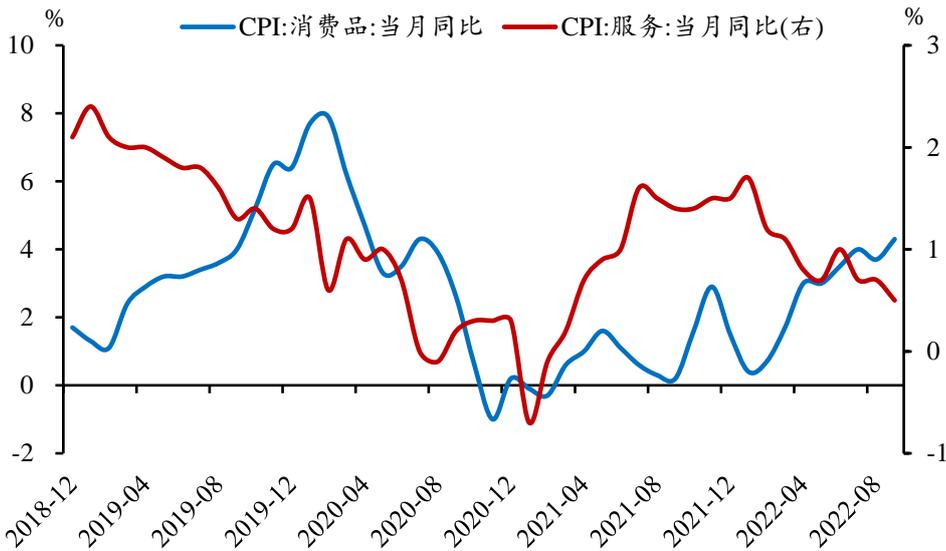


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：今年以来，我国的核心 CPI 一直都比较疲弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：9 月消费品 CPI 增速继续走弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

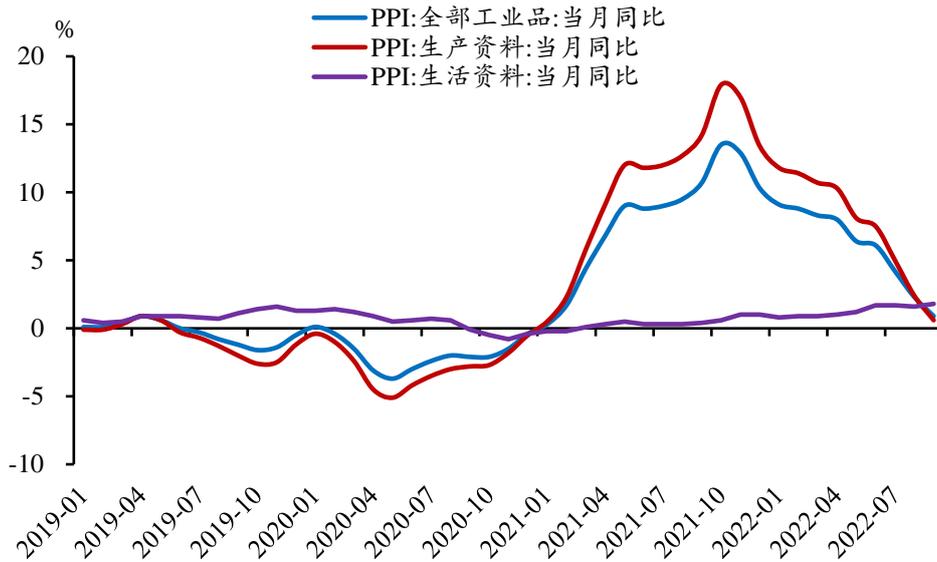
二、国际油价下跌拖累 PPI 增速

9 月 PPI 增速延续下行趋势，除基数外，主要是受国际油价下跌的影响。分项上，生活资料涨幅已反超生产资料。

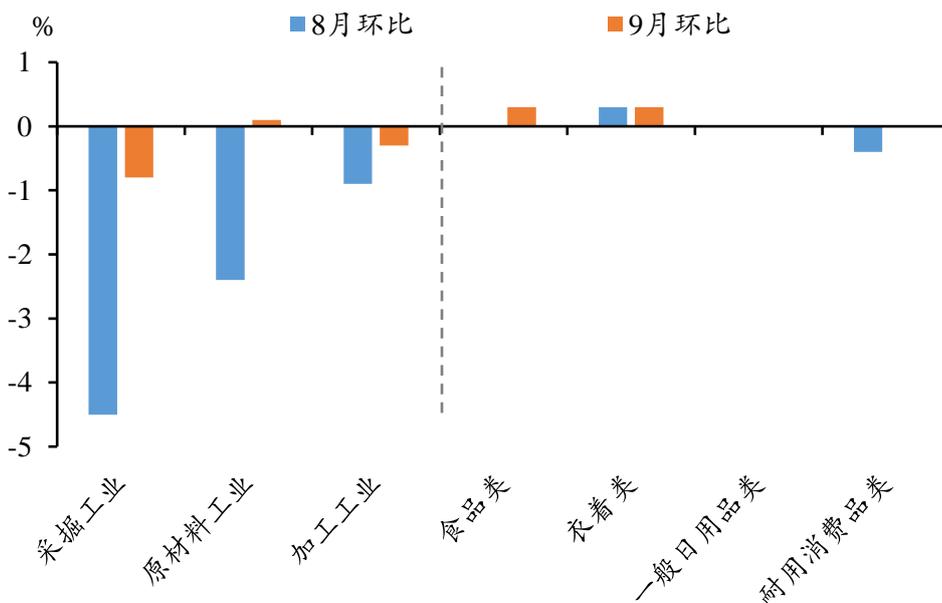
生活资料涨幅反超生产资料，下游企业的成本压力进一步缓解。9 月 PPI 同比上涨 0.9%，涨幅继续回落，比 8 月回落 1.4 个百分点。生产资料和生活资料表现继续分化，且生活资料涨幅反超生产资料。生产资料 PPI 同比涨幅继续回落至 0.65%，生活资料 PPI 同比涨幅小幅回升至 1.8%。生产资料价格增速进一步回落，或意味着下游企业的成本压力得到进一步缓解。从环比上看，1) 生产资料价格环比下降 0.2%，降幅收窄 1.4 个百分点。其中，采掘工业、加工工业降幅明显收窄，分别环比下降 0.8%和 0.3%。2) 生活资料价格由跌转涨，由下降 0.1%转为上涨 0.1%。其中，食品类和衣着类均环比上涨 0.3%，一般日用品类和耐用消费品类与上月持平。

国际油价继续下跌拖累原油产业链价格，电力热力产业旺季则带动水电供应业价格环比上涨。9 月国际原油价格持续下跌，带动原油产业链整体价格环比涨幅下降明显。其中，石油和天然气开采业价格环比下降 3.8%，化学原料和化学制品制造业价格环比下降 1.5%，化学纤维制造业价格环比下降 0.4%。9 月煤价持续上涨，带动煤炭开采和洗选业价格环比由下降 4.3%转为上涨 0.5%。电力热力生产和供应业价格环比也上涨 1.3%，涨幅扩大 1.0 个百分点。我们认为背后的原因有两个：一是受冬储潮和补仓需求影响，电用煤和非电用煤需求均提升；二是国内外煤价攀升，水电供应业价格因成本上升而上涨。

受基建投资项目落地的需求拉动，金属、水泥等行业价格的环比降幅均有收窄。9 月生产 PMI 表现强劲，传统施工旺季叠加基建投资持续加码。随着基础投资项目落地实施，需求回升对金属、水泥等相关行业价格形成支撑，价格环比降幅有所收窄。其中，黑色金属冶炼和有色金属冶炼加工的价格环比下降，但环比降幅分别收窄了 2.4 和 1.9 个百分点，非金属矿物制品业价格环比降幅收窄了 0.6 个百分点。

图 7：9 月生活资料 PPI 同比增速超过生产资料


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

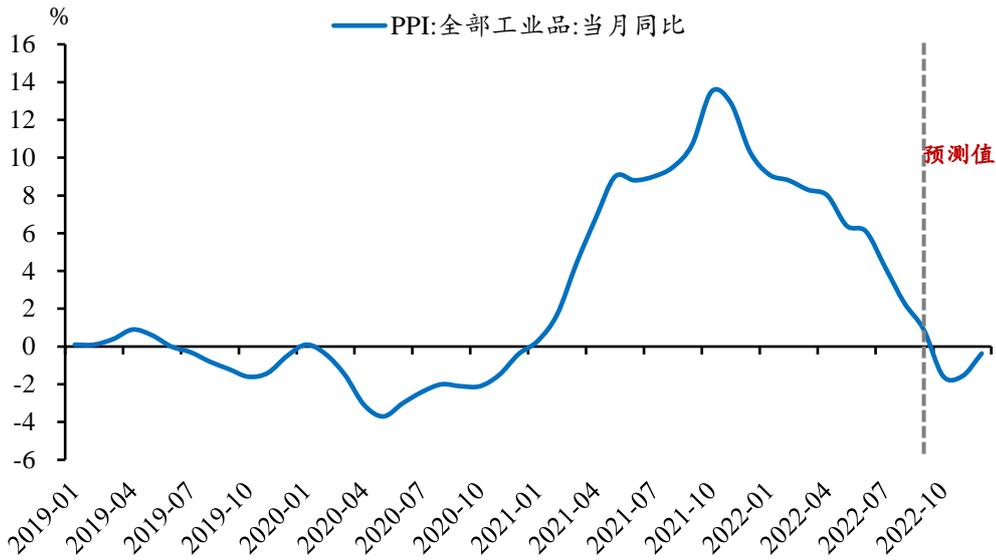
图 8：9 月中上游 PPI 环比涨幅收窄很多


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

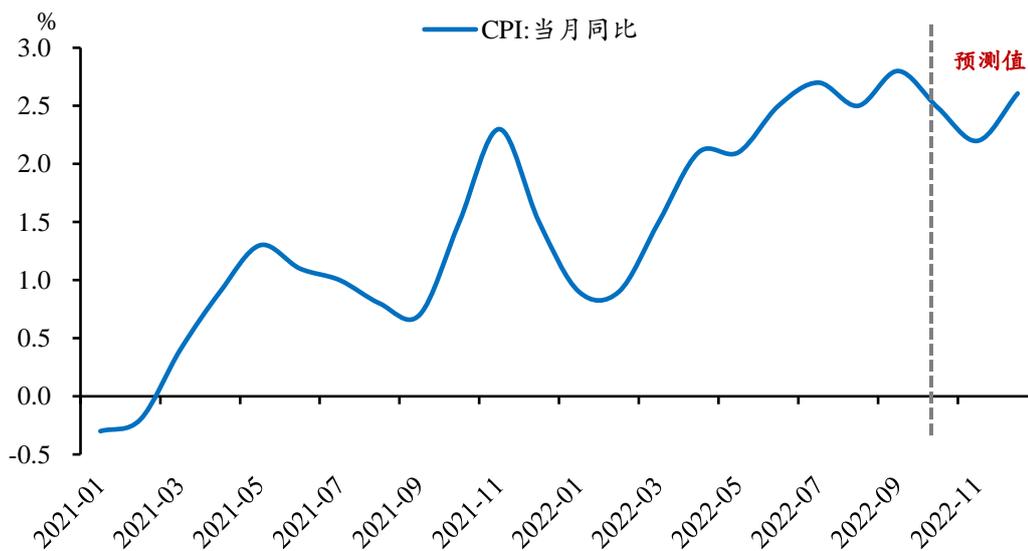
三、通胀无忧，流动性宽松，利好股债双牛

在高基数的影响下，PPI 增速或将转入负区间。往后看，受去年同期高基数因素影响，四季度 PPI 或将持续走低，并开始转入负区间。因为就 PPI 的基数而言，去年 10 月份 PPI 环比增长 2.5%，是年内基数最高的月份。

国内通胀温和为国内货币、财政政策的灵活调整打开空间。通胀升温风险较高时，政策调整空间可能受到制约。当前，与海外通胀形势不同，国内的通胀形势相对温和。通胀无忧表明后续我国国内的货币、财政政策有望继续保持宽松和积极。我们在《四季度，我们看股债双牛》报告中指出，流动性宽松对于债市的利好不容忽视。四季度流动性有望保持宽松，继续利好股债双牛。

图 9：PPI 增速或将转入负区间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：国内的通胀形势相对温和


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

国内疫情形势超预期，国际油价变化超预期等。

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。

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
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@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
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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理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。