

2022 年 08 月 10 日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqianq@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

商品服务需求温和恢复 ,CPI 低于预期

——CPI、PPI 简析 (22.07)

主要内容：

- 7 月 CPI 同比上行 0.2 个百分点至 2.7%，低于预期，特别是核心 CPI 再度出现回落，在食品涨幅较高的背景下凸显出居民商品和服务消费恢复路径相对温和。7 月 PPI 同比大幅回落 1.9 个百分点至 4.2%，亦稍低于我们预期（4.5%），主要反映国内煤炭增产保供所带来的能源价格回落效应、以及钢铁降价去库存过程。
- **短期供给偏紧推动猪肉价格 7 月快速上涨，食品 CPI 涨幅超预期，但进一步上行动能减弱。** 7 月食品 CPI 环比 3.0% 较我们的预期高 0.5 个百分点，主因 7 月猪肉 CPI 大幅环涨 25.6% 猪肉价格这一轮快速上涨始自 6 月中下旬，一方面源于 2-4 月生猪存栏走低，另一方面部分养殖企业压栏惜售、二次育肥，导致 7 月供给紧张加剧。但展望后续月份，一方面生猪存栏 5 月以来重新开始增加，另一方面发改委、农业部近期屡次督导提示养殖企业压栏惜售可能导致未来集中供给增加，带来新的肉类价格下行风险；加之近期其他肉类也并未跟随猪肉价格大幅上涨，也显示肉类供给整体仍然充足，从而后续食品价格很难持续超预期。
- **油价明显下跌传导至成品油，加上居民商品和服务消费需求恢复路径较为温和，非食品 CPI 各项涨幅均偏低。** 近期全球原油供给稍好于此前市场担忧的收缩程度，7 月 CPI 中的交通工具用燃料项结束了今年以来逐月环涨的态势、转而环跌-3.3%。但更重要的是，国内商品消费需求恢复路径整体较为温和，弱于工业生产恢复强度，叠加上中游大宗价格 6 月以来快速下行，消费品中除食品、能源以外的工业消费品 CPI 单月大幅环跌 0.6%，同比大幅下行 0.7 个百分点至 1.3%。此外 7 月各地散发疫情亦导致租房房租环比（0.1%）、其他服务环比（0.4%）涨幅明显弱于季节性特征，核心 CPI 回落 0.2 个百分点至 0.8%。
- **国内煤炭供给持续显著增加，国际原油产出压力有所缓和，PPI 同比大幅回落。** 我国 PPI 由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，7 月 PPI 同比大幅回落主因国内煤炭供给持续显著增加，尽管持续高温带动电力需求增长，但当前电厂存煤也达到历史同期新高水平，煤炭价格仍得以出现一定的回落。此外 7 月下旬油价开始快速回落，已经小幅体现在 7 月 PPI 之中，有色金属价格的普遍回落反映出市场对海外货币紧缩可能带来未来需求大幅降温的担忧。国内中游钢铁等工业品库存高位被动降价。
- **短期通胀压力相对可控，更值得关注的是背后消费需求偏弱症结待解。** 短期来看，PPI 方面，在欧盟制裁俄罗斯海运原油的 6 个月过渡期内（至年底），俄罗斯原油出口仍将维持相对旺盛水平，这也意味着全球能源供给压力并不会如市场此前预期般偏紧，加之伊核协议谈判仍在进行、利比亚国内原油产量持续恢复、发达经济体衰退预期持续强化，国际油价难以再贡献大幅上涨。与此同时，国内保障能源安全的政策持续加码落实，煤炭供给持续大幅增加，缓和煤炭——冶金产业链 PPI 通胀压力的措施见到积极效果，**后续整体 PPI 预计进入方向确定的较快下行通道。** CPI 方面，虽然猪肉价格单月快速上涨引发市场对后续 CPI 冲高的预期强化，但一方面猪肉供给领先指标显示已在改善、7 月下旬以来猪肉价格已在回落，且本轮猪肉价格上行未带动其他肉类普涨、猪肉 CPI 权重也明显降低，后续单靠猪肉一项难以拉动 CPI 大幅上涨。**且更重要的是，PPI 的持续回落将传导至工业消费品 CPI 降温，且国内消费需求仍弱，核心 CPI 预计持续维持低位，整体 CPI 预计难以大幅冲高。**相较于通胀压力，更值得关注的是背后消费需求偏弱的问题，而这一问题除了疫情影响以外，更多系于居民收入预期仍然偏冷、地产竣工拉动趋弱。维持 CPI 同比 9 月达到高点 3.4% 之后即明显回落的判断不变，年内货币政策不会因通胀而采取紧缩操作。

7 月 CPI 同比上行 0.2 个百分点至 2.7%，低于预期，特别是核心 CPI 再度出现回落，在食品涨幅较高的背景下凸显出居民商品和服务消费恢复路径相对温和。7 月 PPI 同比大幅回落 1.9 个百分点至 4.2%，亦稍低于我们预期（4.5%），主要反映国内煤炭增产保供所带来的能源价格回落效应、以及钢铁降价去库存过程。

一、短期供给偏紧推动猪肉价格集中快速上涨，食品 CPI 涨幅超预期，但后续拉动 CPI 继续上涨的动能已在弱化

7 月食品 CPI 环比 3.0%，较我们的预期高 0.5 个百分点，同比大幅上行 3.4 个百分点至 6.3%，主因 7 月猪肉 CPI 大幅环涨 25.6% 所致，而根据我们修正后的生猪存栏数据，历史上生猪存栏领先猪肉价格 3 个月变化，猪肉价格这一轮自 6 月中下旬以来的快速上涨，一方面源于 2-4 月生猪存栏走低、导致当前猪肉供给偏紧，同时部分养殖户压栏惜售、加剧供给偏紧压力。6 月规模猪场 5 月龄以上的中大猪存栏量同比增长 8%，高于整体生猪存栏同比（-1.9%）近 10 个百分点。但后续猪肉价格继续拉动 CPI 大幅上涨的动能已在弱化。一方面生猪存栏 5 月以来已在快速改善，同比已由 4 月 0.4% 恢复至 6 月 1.3%，另一方面发改委、农业部近期屡次督导提示养殖企业压栏惜售可能导致未来集中供给增加，带来新的肉类价格下行风险；加之近期其他肉类也并未跟随猪肉价格大幅上涨，也显示肉类供给整体仍然充足，从而后续食品价格很难持续超预期。而 7 月鲜菜 CPI（环涨 10.3%）受极端天气冲击环涨幅度则符合我们预期。

图 1：生猪存栏增速领先猪肉价格变化约 1 个季度，前期供给收缩叠加压栏令 7 月猪价飙升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：猪肉 CPI 权重持续偏低

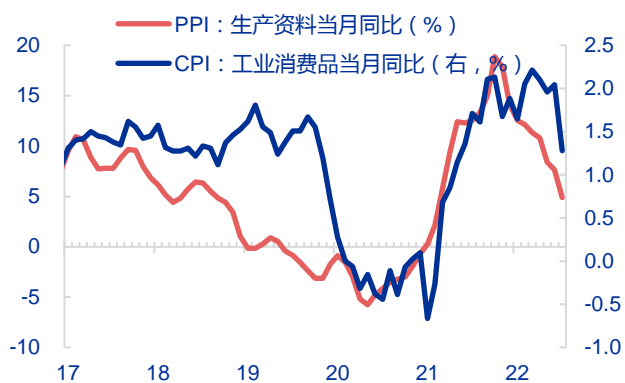


资料来源：CEIC，统计局，申万宏源研究

二、油价明显下跌传导至成品油，加上居民商品和服务消费需求恢复路径较为温和，非食品 CPI 各项涨幅均偏低。

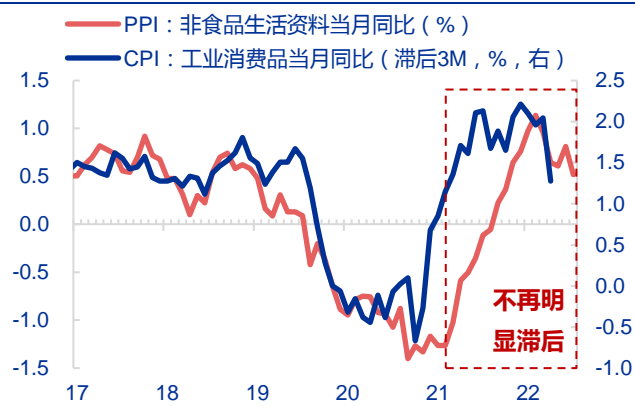
近期全球原油供给稍好于此前市场担忧的收缩程度，7 月 CPI 中的交通工具用燃料项结束了今年以来逐月环涨的态势、转而环跌-3.3%。但更重要的是，国内商品消费需求恢复路径整体较为温和，弱于工业生产恢复强度，叠加上中游大宗价格 6 月以来快速下行，消费品中除食品、能源以外的工业消费品 CPI 单月大幅环跌 0.6%，同比大幅下行 0.7 个百分点至 1.3%。此外 7 月各地散发疫情亦导致租房房租环比（0.1%）、其他服务环比（0.4%）涨幅明显弱于季节性特征，核心 CPI 回落 0.2 个百分点至 0.8%。

图 3：工业消费品 CPI 与生产资料 PPI



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 4：工业消费品 CPI 与非食品生活资料 PPI



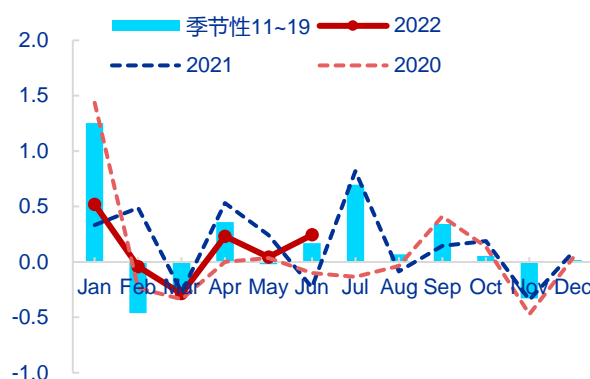
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：租赁房房租 CPI 环比与季节性 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究，注：1-3 月季节性为往年春节在 1 月的环比均值

图 6：其他服务 CPI 环比与季节性 (%)

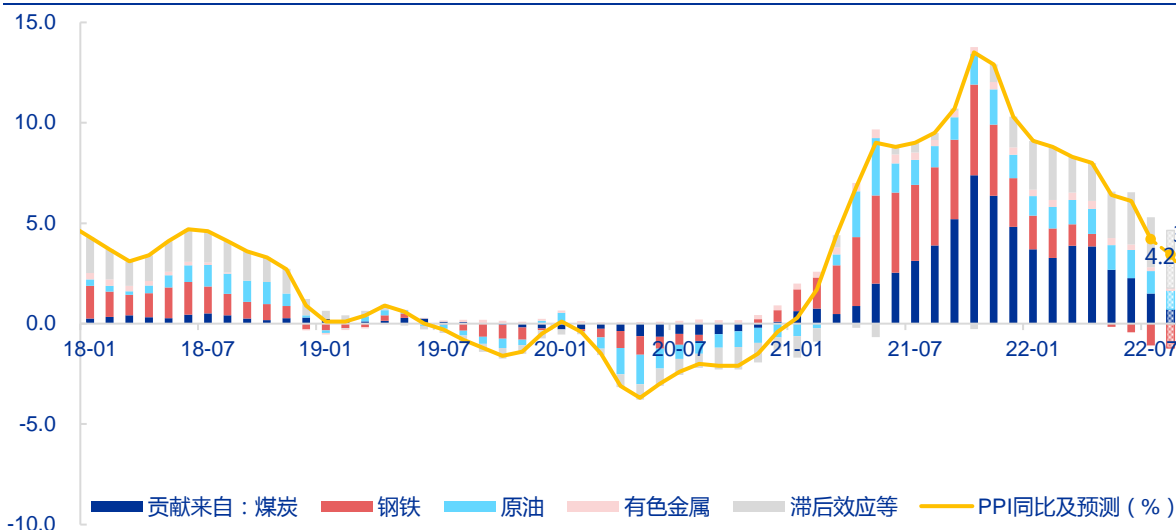


资料来源：CEIC，申万宏源研究，注：1-3 月季节性为往年春节在 1 月的环比均值

三、国内煤炭供给持续显著增加，国际原油产出压力有所缓和，PPI 同比大幅回落。

我国 PPI 由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，7 月 PPI 同比大幅回落主因国内煤炭供给持续显著增加，尽管持续高温带动电力需求增长，但当前电厂存煤也达到历史同期新高水平，煤炭价格仍得以出现一定的回落。煤炭开采业 CPI 环跌 2.1%。此外 7 月下旬油价开始快速回落，已经小幅体现在 7 月 PPI 之中，油气开采（-1.3%）、石油加工（-2%）等石化产业链 PPI 环比均下跌。有色金属价格的普遍回落反映出市场对海外货币紧缩可能带来未来需求大幅降温的担忧。国内中游钢铁等工业品库存高位被动降价。黑色金属（-6.2%）、水泥（-1.2%）明显环跌。

图 7：PPI 同比、敏感度结构及预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

四、短期通胀压力相对可控，更值得关注的是背后消费需求偏弱症结待解

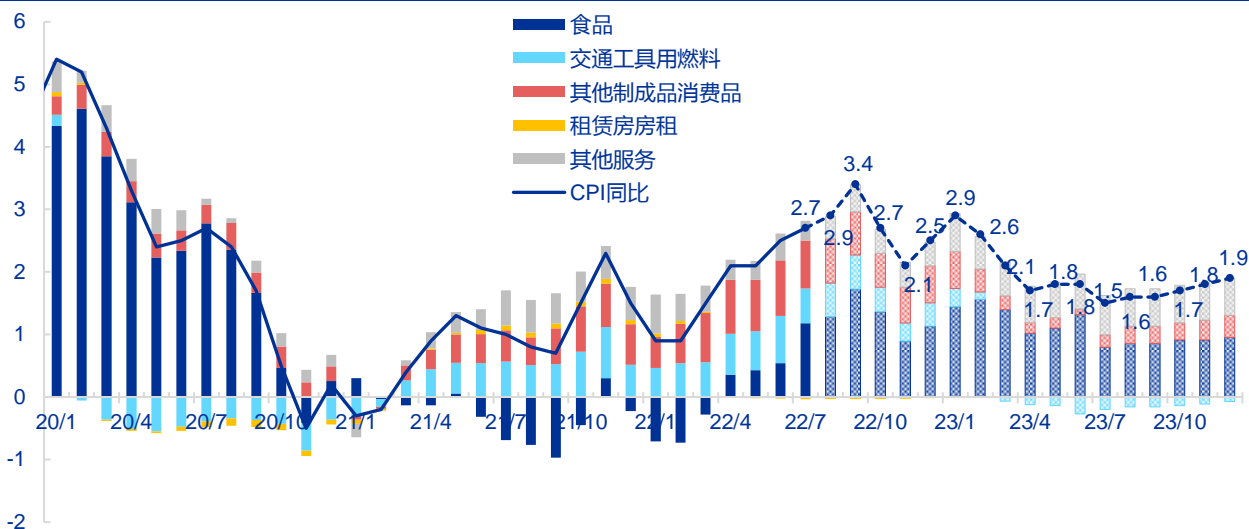
短期来看，PPI 方面，在欧盟制裁俄罗斯海运原油的 6 个月过渡期内（至年底），俄罗斯原油出口仍将维持相对旺盛水平，这也意味着全球能源供给压力并不会如市场

此前预期般偏紧，加之伊核协议谈判仍在进行、利比亚国内原油产量持续恢复、发达经济体衰退预期持续强化，国际油价难以再贡献大幅上涨。与此同时，国内保障能源安全的政策持续加码落实，煤炭供给持续释放，缓和煤炭-冶金产业链 PPI 通胀压力的措施见到积极效果，后续整体 PPI 预计进入方向确定的较快下行通道。

CPI 方面，虽然猪肉价格单月快速上涨引发市场对后续 CPI 冲高的预期强化，但一方面猪肉供给领先指标显示已在改善、7 月下旬以来猪肉价格已在回落，且本轮猪肉价格上行未带动其他肉类普涨、猪肉 CPI 权重也明显降低，后续单靠猪肉一项难以拉动 CPI 大幅上涨。且更重要的是，PPI 的持续回落将传导至工业消费品 CPI 降温，且国内消费需求仍弱，核心 CPI 预计持续维持低位，整体 CPI 预计难以大幅冲高。

初步预计 8 月 CPI 同比小幅上行 0.2 个百分点至 2.9%，9 月达到全年高点 3.4% 后趋于回落，维持全年 CPI 均值 2.2% 左右的预测不变，初步预测 2023 年 CPI 同比均值约 1.9%。初步预计 8 月 PPI 同比再降 0.8 个百分点至 3.4%，本轮 PPI 的陡峭回落可能持续至年底，小幅下修全年 PPI 同比均值预测 0.1 个百分点至 4.6%。**相较于通胀压力，更值得关注的是背后消费需求偏弱的问题，而这一问题除了疫情影响以外，更多系于居民收入预期仍然偏冷、地产竣工拉动趋弱。年内货币政策不会因通胀而采取紧缩操作。**

图 8：CPI 同比及预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。