

2022年12月09日

相关研究

证券分析师

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

联系人

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

供需对冲，CPI 明年继续“大缓和”

——CPI、PPI 简析（22.11）

主要内容：

- **11月CPI同比回落0.5个百分点至1.6%，与我们预期（1.7%）基本接近，养殖户压栏惜售动机逐步减弱带动猪肉价格回落，散发疫情影响消费需求、PPI快速降温亦对非食品CPI同比构成压制。PPI同比持平-1.3%，与我们预期（-1.2%）也基本接近，煤价油价小幅上涨，但国内投资需求偏弱拖累钢价，PPI环比0%。**
- **养殖户压栏惜售动机减弱带动猪价回落，鲜菜供给持续恢复，11月食品CPI环跌0.8%。**11月食品CPI环比-0.8%，与我们预期（-0.7%）基本接近。结构上，今年猪周期供给收缩压力并不大，三季度以来生猪存栏稳定于合理充足水平，但由于前期猪肉价格一度下行较快，部分养殖户集中实施压栏惜售行为，导致生猪出栏慢于正常规律，猪肉价格涨幅一度明显高于生猪存栏稳定对应的内生性水平，**但递延的生猪供给终将释放，11月以来养殖户压栏惜售动机有所减弱，10月猪肉CPI环跌（-0.7%）。**与此同时，伴随蔬菜上市量快速增加，**鲜菜CPI（-8.3%）环比跌幅继续扩大，共同保障食品CPI通胀压力可控。**
- **工业品供给整体充足、终端消费需求清淡格局延续，工业制成品、服务等非食品CPI分项延续Q3以来普遍性走低趋势。**11月非食品CPI同比持平于低位（1.1%）。虽然OPEC+减产触发国际油价一度上涨，传导至交通工具用燃料CPI小幅环涨（2.0%），**但其他工业制成品CPI同比却继续回落0.1个百分点至0.6%显示煤炭保供增产稳定工业品价格、以及前期地产竣工持续走弱叠加散发疫情对消费需求的负面影响。**此外散发疫情亦继续压制服务消费恢复，叠加租房需求仍弱，亦导致租赁房租（环比-0.2%）继续弱于季节性涨幅，其他服务CPI（环比-0.2%）仍较低。**核心CPI同比持平于0.6%的低位水平。**
- **OPEC+减产一度推动油价上行并传导至11月石化产业链PPI环涨，但投资需求疲弱拖累煤炭冶金产业链PPI环跌，整体PPI环比持平。**我国PPI由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，10月OPEC+月会决定减产后油价一度冲高，相应向国内石油化工产业链PPI形成传导。电厂冬季储煤需求虽也令煤价10月有所上涨，但地产投资需求仍弱仍压制钢价，整体煤炭冶金产业链PPI环比回落。**支撑整体PPI环比持平。**
- **CPI“大缓和”趋势继续，虽然疫情防控优化或推动明年消费需求回补，但食品能源供给压力缓和形成对冲，明年货币政策并无来自通胀的被动紧缩之虞。**PPI方面，拜登中期选举失去众议院后美国页岩油增产动机开始恢复，**油价明显回落，虽然OPEC+减产加之欧盟对俄油限价、禁运制裁落地，全球原油供给明年上半年仍将偏紧，但将好于此前市场预期，预计PPI明年上半年上行幅度相对温和。而下半年伴随页岩油产量释放以及触发目前极低份额的OPEC竞争性增产，油价或明显回落，即使地产保交楼强化推动地产投资竣工跌幅收窄，但基建投资高基数下面临较大内生性下行压力。预计明年下半年PPI压力相对较小。23年全年预计PPI均值-0.9%，22年12月为-0.1%。**CPI方面，食品供给相对稳定，可选商品、服务消费内需相对不足，CPI“大缓和”趋势延续，**虽然防控措施优化或推动明年消费需求逐步回升，但食品能源供给压力缓和，CPI大缓和趋势仍有望持续至明年全年。初步预计12月同比为2.1%，明年年初或因春节效应小幅冲高至2.7%左右，但之后将快速回落，目前压栏的生猪供给或也在明年形成集中性释放，能源供给压力也小于此前预期，亦将对CPI构成下行压力，即使明年疫情防控优化推动消费需求逐步回升，整体CPI通胀压力仍相对可控，预计2023年整体CPI同比均值2.0%与今年水平（2.0%）基本持平，这意味着货币政策并无来自通胀的紧缩压力，内需促进类政策值得期待。**
- **风险提示：食品供给超预期偏紧，疫情形势变化。**



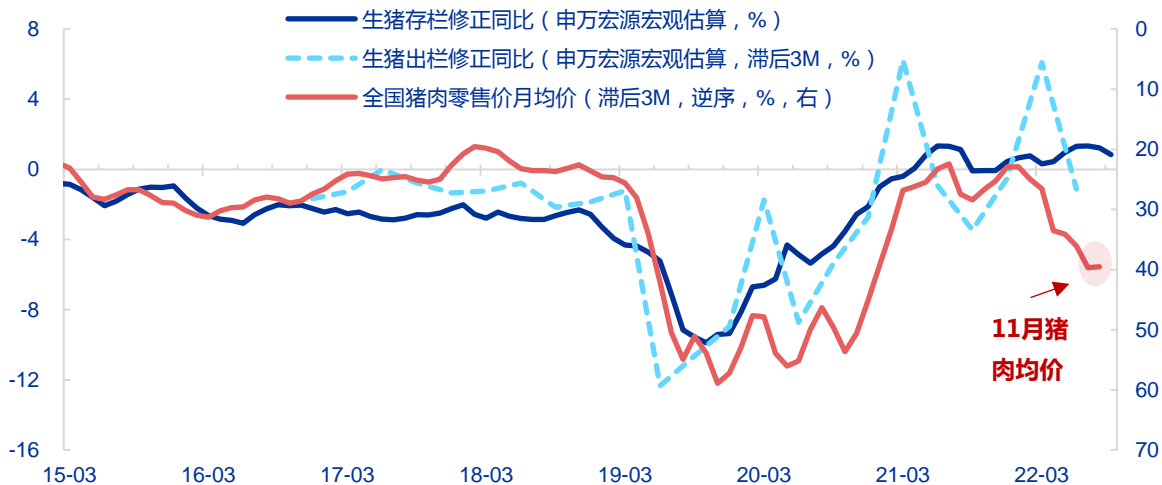
申万宏源研究微信服务号

11月CPI同比回落0.5个百分点至1.6%，与我们预期（1.7%）基本接近，养殖户压栏惜售动机逐步减弱带动猪肉价格回落，散发疫情影响消费需求、PPI快速降温亦对非食品CPI同比构成压制。PPI同比持平-1.3%，与我们预期（-1.2%）也基本接近，煤价油价小幅上涨，但国内投资需求偏弱拖累钢价，PPI环比0%。

一、养殖户压栏惜售动机减弱带动猪价回落，鲜菜供给持续恢复，11月食品CPI环跌0.8%。

11月食品CPI环比-0.8%，与我们预期（-0.7%）基本接近。结构上，今年猪周期供给收缩压力并不大，三季度以来生猪存栏稳定于合理充足水平，但由于前期猪肉价格一度下行较快，部分养殖户集中实施压栏惜售行为，导致生猪出栏慢于正常规律，猪肉价格涨幅一度明显高于生猪存栏稳定对应的内生性水平，但递延的生猪供给终将释放，11月以来养殖户压栏惜售动机有所减弱，10月猪肉CPI环跌（-0.7%）。与此同时，伴随蔬菜上市量快速增加，鲜菜CPI（-8.3%）环比跌幅继续扩大，共同保障整体食品CPI通胀压力相对可控。

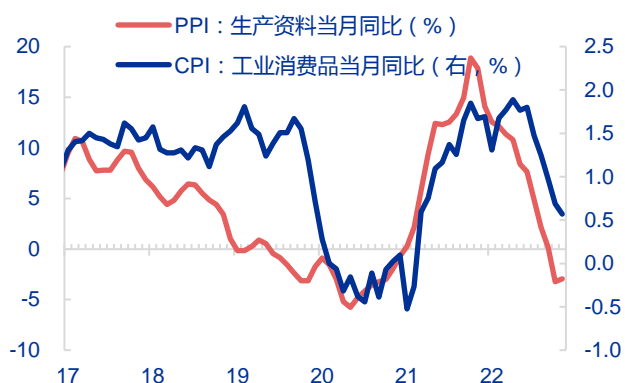
图1：生猪存栏增速领先猪肉价格变化约1个季度，下半年以来部分养殖企业压栏惜售推升猪价



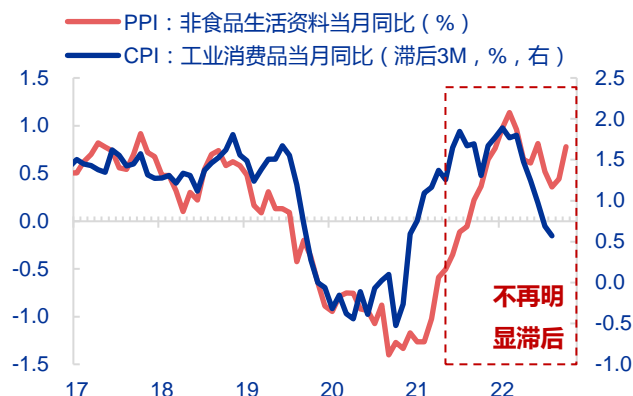
资料来源：CEIC，申万宏源研究

二、工业品供给整体充足、终端消费需求清淡格局延续，工业制成品、服务等非食品CPI分项延续Q3以来普遍性走低趋势。

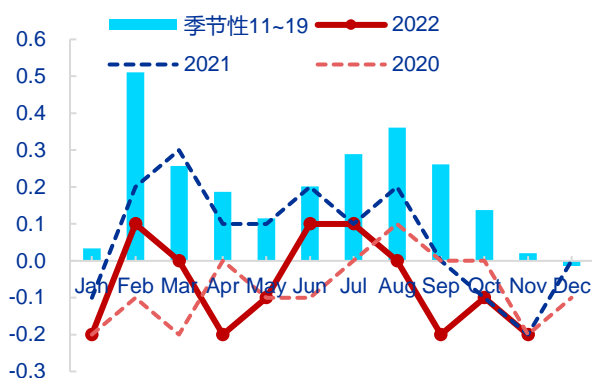
11月非食品CPI同比持平于低位（1.1%）。虽然OPEC+减产触发国际油价一度上涨，传导至交通工具用燃料CPI小幅环涨（2.0%），但其他工业制成品CPI同比却继续回落0.1个百分点至0.6%，显示煤炭保供增产稳定工业品价格、以及前期地产竣工持续走弱叠加散发疫情对消费需求的负面影响。此外散发疫情亦继续压制服务消费恢复，叠加租房需求仍弱，亦导致租赁房房租（环比-0.2%）继续弱于季节性涨幅，其他服务CPI（环比-0.2%）仍较低。核心CPI同比持平于0.6%的低位水平。

图 2：工业消费品 CPI 与生产资料 PPI


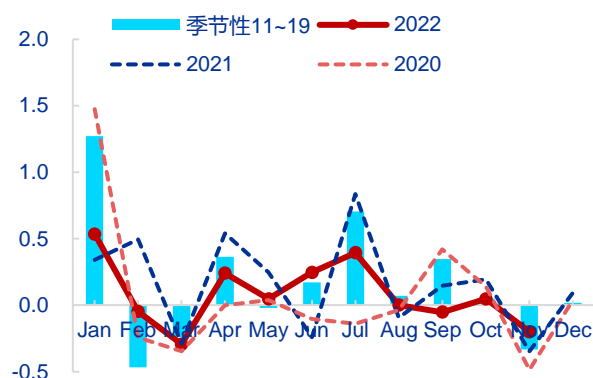
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：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 4：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 5：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

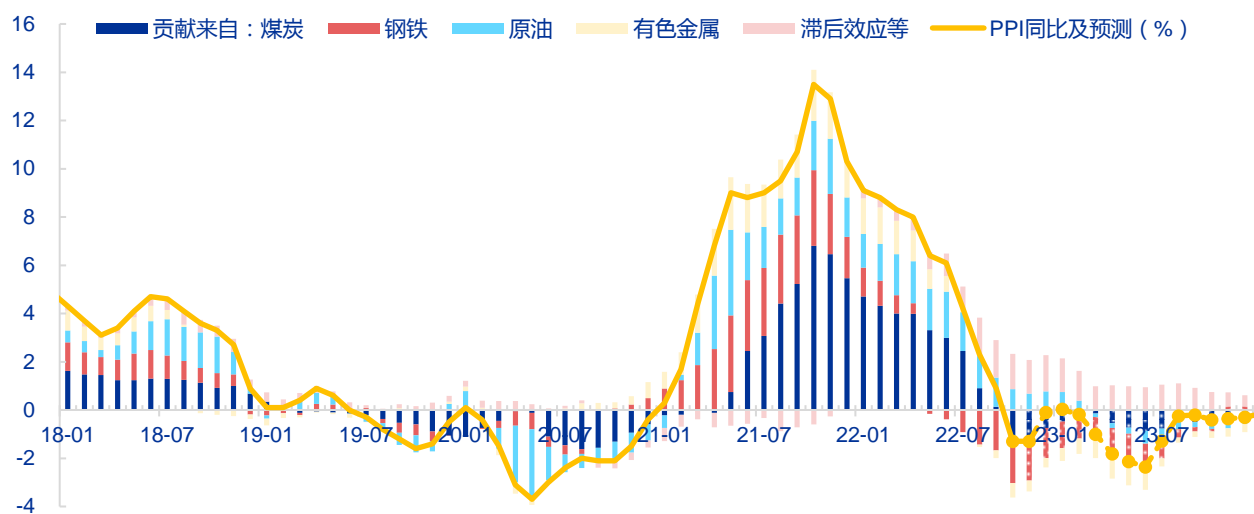
三、OPEC+减产一度推动油价上行并传导至 11 月石化产业链 PPI 环涨，但投资需求疲弱拖累煤炭冶金产业链 PPI 环跌，整体 PPI 环比持平

我国 PPI 由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，10 月以来 OPEC+减产一度推动油价上行，按半个月传导时滞，对 11 月石化产业链 PPI 形成传导。在欧盟对俄罗斯的制裁 6 个月过渡期内，三季度以来全球原油供给恢复好于预期，原油供需格局转变为供大于需，国际油价从 6 月中下旬至 9 月底经历了一轮较快速度下行。但 10 月 OPEC+月会决定减产，国际油价一度冲高，按半个月传导时滞，相应向国内石油化工产业链 PPI 形成传导。油气开采（环比 2.2%）、石油加工（环比 0.2%）等石化产业链 PPI 扭转为环涨。

电厂冬季储煤需求提升，煤价 10 月有所上涨，但投资需求仍弱仍压制钢价，整体煤炭冶金产业链 PPI 环比回落。电厂冬季储煤需求上升，推动煤炭开采业 PPI 环涨 0.9%。但与此同时，虽然基建继续加速稳增长，但在地产需求低迷背景下，房企复工施工积极性较低，地产投资持续疲弱，钢铁价格继续下行，黑色金属 PPI 环跌幅度（-1.9%）扩大。

而在原油石化产业链 PPI 环涨、煤炭冶金产业链 PPI 环跌背景下，整体 PPI 环比 0%，整体 PPI 同比亦持平-1.3%。

图 6：PPI 同比、敏感度结构及预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

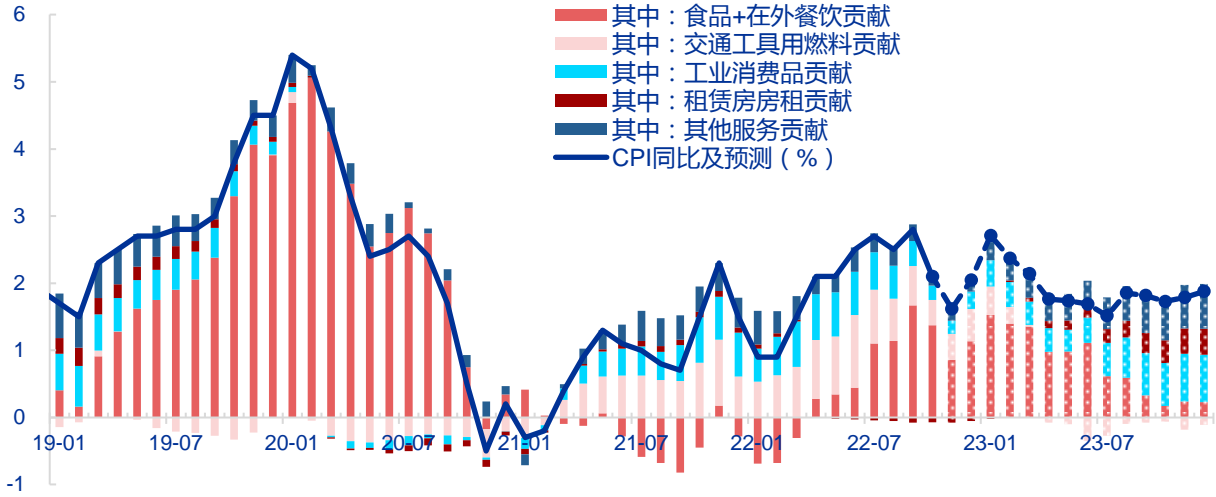
四、CPI “大缓和”趋势继续，虽然疫情防控优化或推动明年消费需求回补，但食品能源供给压力缓和形成对冲，明年货币政策并无来自通胀的被动紧缩之虞

PPI 方面，拜登中期选举失去众议院后美国页岩油增产动机开始恢复，油价明显回落，虽然 OPEC+ 减产加之欧盟对俄油限价、禁运制裁落地，全球原油供给明年上半年仍将偏紧，但将好于此前市场预期，预计 PPI 明年上半年上行幅度相对温和。此前拜登政府“清洁能源”政策是美国页岩油企业增产动机持续较弱的核心原因，也因此出现了历史上首次高油价但美国页岩油产量仍恢复偏慢的现象。但 11 月拜登中期选举失去众议院，或意味着后续“清洁能源”政策推行受阻，美国页岩油企业增产动机逐步恢复，近期美国原油钻机数也积极回升，油价出现一轮快速下行，目前已跌至 75 美元/桶。虽然 OPEC+ 月会仍维持较低产量，加之欧盟对俄油限价、禁运措施正式落地，而全球服务消费需求伴随海外疫情防控放开逐步恢复、亦将推动原油需求回升，后续全球原油供给仍有偏紧风险，油价或由目前较低水平有所上涨，但供给偏紧压力将好于市场预期，预计明年上半年油价或小幅回升至 90 美元/桶附近，而下半年伴随页岩油产量释放以及触发目前极低份额的 OPEC 竞争性增产，油价或明显回落，预计年底回落至 80 美元/桶。即使地产保交楼强化推动地产投资竣工跌幅收窄，但基建投资高基数下面临较大内生性下行压力。预计明年下半年 PPI 压力相对较小。23 年全年预计 PPI 均值-0.9%，22 年 12 月为-0.1%。

CPI 方面，食品供给相对稳定，可选商品、服务消费内需相对不足，CPI “大缓和”趋势延续，虽然防控措施优化或推动明年消费需求逐步回升，但食品能源供给压力缓和，CPI 大缓和趋势仍有望持续至明年全年。初步预计 12 月同比为 2.1%，明年年初或因春节效应小幅冲高至 2.7% 左右，但之后将快速回落，目前压栏的生猪供给或也在明年形成集中性释放，能源供给压力也小于此前预期，亦将对 CPI 构成下行

压力,即使明年疫情防控优化推动消费需求逐步回升,整体 CPI 通胀压力仍相对可控,预计 2023 年整体 CPI 同比均值 2.0%,与今年水平(2.0%)基本持平,这意味着货币政策并无来自通胀的紧缩压力,内需促进类政策值得期待。

图 7 : 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@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.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。