

2022年10月14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

CPI 峰值已过，即将迎来“大缓和”

——CPI、PPI 简析（22.09）

主要内容：

- 9月CPI同比上升0.3个百分点至2.8%，与我们预期（2.9%）基本接近，虽然部分生猪养殖户压栏惜售推升猪价，但从能源到工业消费品、服务价格涨幅普遍较为疲弱，消费整体格局仍然清淡。PPI环比-0.1%结束此前两月连续大幅环跌过程，同比回落1.4个百分点至0.9%，与我们预期（0.8%）也基本接近，三季度全球原油供给过剩、9月油价仍快速下行，但国内储煤需求回升叠加投资需求恢复带动煤炭冶金产业链PPI跌幅收窄。
- 本轮猪周期供给较为稳定，压栏惜售等行为带动肉类价格暂时性有所上涨，9月食品CPI涨幅整体温和。9月食品CPI环比1.9%，与我们预期接近。今年猪周期供给收缩压力并不大，二季度以来生猪存栏趋于改善，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，近期生猪出栏慢于正常规律，推动猪肉价格迎来一轮上涨，9月猪肉环涨5.4%、稍高于季节性，但预计是暂时性的，并可能在未来某些时点导致猪肉供给的集中放量。此外，受高温少雨天气影响，鲜菜CPI环涨6.8%、亦强于往年同期水平。
- 工业品供给相对充足但终端商品消费需求清淡，叠加散发疫情导致服务消费恢复受阻，能源、工业制成品、服务等非食品CPI分项延续普遍性走低。9月非食品CPI同比回落0.2个百分点至1.5%，延续7月以来的持续下行趋势。除了前期全球原油供给稳步恢复带动国际油价下跌，传导至交通工具用燃料CPI（环比-1.2%）继续下行以外，其他工业制成品CPI同比回落0.3个百分点至1%，虽然确实受到基数明显走高的影响，但工业制成品CPI环比（0.1%）也相对温和，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而导致的对可选商品消费拉动作用的弱化。此外各地散发疫情造成服务消费恢复阻碍，叠加租房需求仍弱，亦导致租赁房租（环比-0.2%）、其他服务（环比0%）均明显弱于季节性涨幅。核心CPI同比由8月0.8%的低位继续回落0.2个百分点至0.6%。
- PPI环比-0.1%结束此前两月连续大幅环跌过程，虽然三季度国际原油供给过剩仍推动油价快速下跌，但国内投资需求恢复带动煤炭冶金产业链价格跌幅收窄。我国PPI由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，8-9月全球原油供给加快恢复、带动国际油价继续下行，压低石化产业链PPI。但电厂冬季储煤需求提升、部分地区煤矿安全排查影响短期供给，煤价9月有所上涨，基建稳增长加快叠加保交楼推动地产投资需求逐步恢复，钢铁、水泥等价格跌幅也明显收窄，整体煤炭冶金产业链PPI降幅放缓。在此过程中，整体PPI环比-0.1%，结束此前两月连续大幅环跌（-1.2~-1.3%）态势。
- CPI峰值已过，即将迎来“大缓和”阶段，PPI年内涨幅也连续大幅低于海外发达国家，显示我国能源安全、供给侧完整性韧性优于他国，但国内消费需求仍显有所不足。关注促进稳定国内消费需求的中长期政策方向。PPI方面，因全球原油供给趋紧、国内煤炭需求有所恢复，能源价格或再度趋于上行，4季度PPI跌幅或较我们此前预期收窄。OPEC+决定自11月开始减产200万桶/日，实际减产幅度可能在100万桶/日左右，原油供给或从三季度的持续改善扭转为趋于收紧，若四季度全球服务消费进一步恢复，原油供给或将再度趋于紧张，油价至年底或维持在100美元/桶（布油）附近的较高区间；同时国内冬季用煤需求上升，基建投资阶段性走强，也可能拉动煤炭冶金产业链价格修复，PPI同比降幅或小于我们此前预期，当前我们初步预计10月PPI同比高基数下回落至-1.5%，上修四季度、全年PPI同比预测0.4、0.1个百分点至-0.8%、4.3%。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，9月阶段性的“峰值”出现之后，即将迎来超过1年的CPI“大缓和”阶段。后地产周期可选商品消费、以及受疫情散发影响的服务消费后续恢复路径预计相当温和，初步预计10月、四季度、全年CPI同比分别降至2.0%、1.9%、2.0%。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。



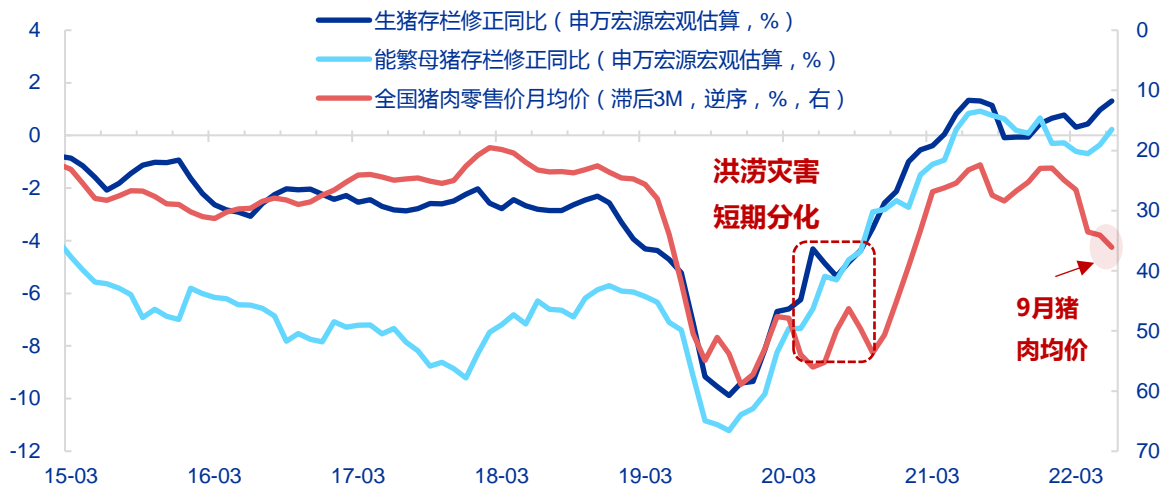
申万宏源研究微信服务号

9月CPI同比上升0.3个百分点至2.8%，与我们预期（2.9%）基本接近，虽然部分生猪养殖户压栏惜售推升猪价，但从能源到工业消费品、服务价格涨幅普遍较为疲弱，消费整体格局仍然清淡。PPI环比-0.1%结束此前两月连续大幅环跌过程，同比回落1.4个百分点至0.9%，与我们预期（0.8%）也基本接近，三季度全球原油供给过剩、9月油价仍快速下行，但国内储煤需求回升叠加投资需求恢复带动煤炭冶金产业链PPI跌幅收窄。

一、本轮猪周期供给较为稳定，压栏惜售等行为带动肉类价格暂时性有所上涨，9月食品CPI涨幅整体温和

9月食品CPI环比1.9%，与我们预期接近。今年猪周期供给收缩压力并不大，二季度以来生猪存栏趋于改善，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，近期生猪出栏慢于正常规律，推动猪肉价格迎来一轮上涨，9月猪肉环涨5.4%、稍高于季节性，但预计是暂时性的，并可能在未来某些时点导致猪肉供给的集中放量。此外，受高温少雨天气影响，鲜菜CPI环涨6.8%、亦强于往年同期水平。

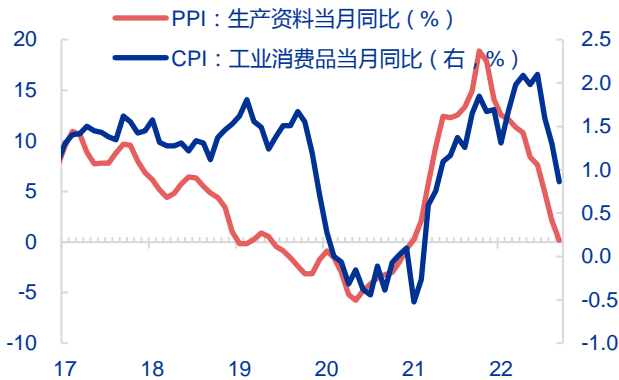
图1：生猪存栏增速领先猪肉价格变化约1个季度，下半年以来部分养殖企业压栏惜售推升猪价



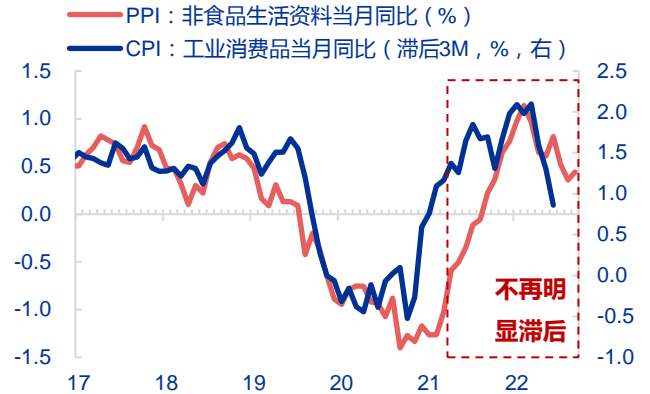
资料来源：CEIC，申万宏源研究

二、工业品供给相对充足但终端商品消费需求清淡，叠加散发疫情导致服务消费恢复受阻，能源、工业制成品、服务等非食品CPI分项延续普遍性走低。

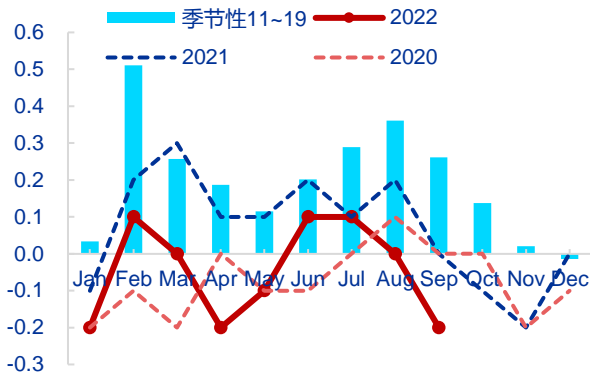
9月非食品CPI同比回落0.2个百分点至1.5% 延续7月以来的持续下行趋势。除了前期全球原油供给稳步恢复带动国际油价下跌，传导至交通工具用燃料CPI（环比-1.2%）继续下行以外，其他工业制成品CPI同比回落0.3个百分点至1%，虽然确实受到基数明显走高的影响，但工业制成品CPI环比（0.1%）也相对温和，显示煤炭保供增产稳定工业品价格、以及前期地产竣工持续走弱而导致的对可选商品消费拉动作用的弱化。此外各地散发疫情造成服务消费恢复阻碍，叠加租房需求仍弱，亦导致租赁房房租（环比-0.2%）、其他服务（环比0%）均明显弱于季节性涨幅。核心CPI同比由8月0.8%的低位继续回落0.2个百分点至0.6%。

图 2：工业消费品 CPI 与生产资料 PPI


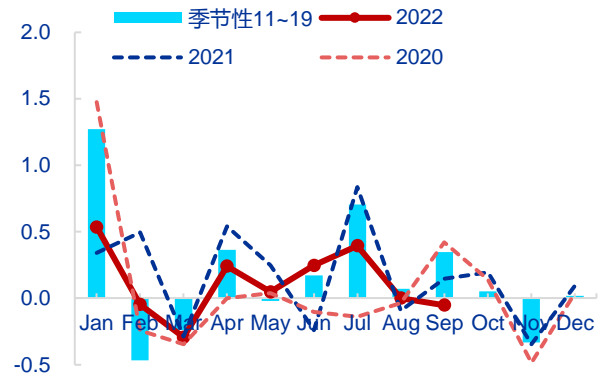
资料来源：CEIC，申万宏源研究

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、PPI 环比-0.1%结束此前两月连续大幅环跌过程，虽然三季度国际原油供给过剩仍推动油价快速下跌，但国内投资需求恢复带动煤炭冶金产业链价格跌幅收窄

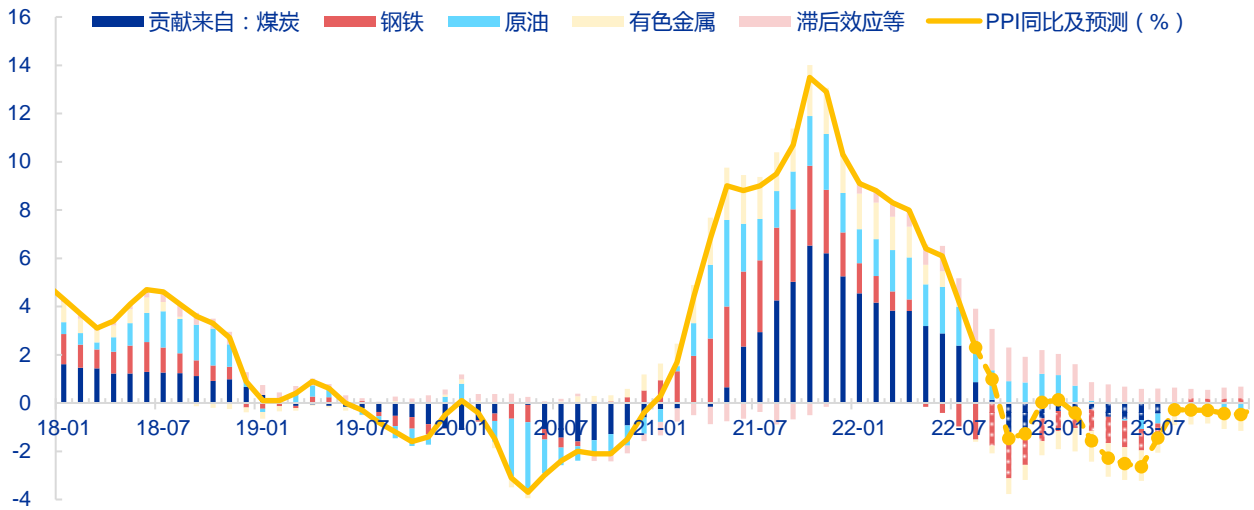
我国 PPI 由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，8-9 月全球原油供给加快恢复、带动国际油价继续下行，压低石化产业链 PPI。欧盟对俄罗斯的制裁有 6 个月过渡期，俄罗斯原油产量逐步回升，保障了 6 月中下旬以来全球原油供给逐步恢复的趋势，8 月全球原油产量达到 10130 万桶/日的历史性新高，而三季度原油需求仅 9967 万桶/日，供给过剩导致国际油价继续回落，相应向国内石油化工产业链 PPI 传导。油气开采（-3.8%）、石油加工（-0.1%）、化学原料制品（-1.5%）等石化产业链 PPI 仍然环跌。

电厂冬季储煤需求提升、部分地区煤矿安全排查影响短期供给，煤价 9 月有所上涨，基建稳增长加快叠加保交楼推动地产投资需求逐步恢复，钢铁、水泥等价格跌幅也明显收窄，整体煤炭冶金产业链 PPI 降幅放缓。9 月以来，山西、河北、云南、辽宁等多个省市发布关于开展矿山安全生产大排查的工作，叠加电厂冬季储煤需求上升，推动煤炭开采业 CPI 环涨 0.5%。与此同时，9 月金融数据显示基建地产表内表外融资均趋于好转，投资需求回升，钢铁、水泥等价格跌幅明显放缓，黑色金属 PPI

环跌幅度 (-1.7%) 较 7-8 月月均环跌幅度 (-5.2%) 明显收窄, 非金属矿物 PPI 环跌幅度 (-0.4%) 较 7-8 月月均环跌幅度 (-1.4%) 也明显收窄。

而在煤炭冶金产业链 PPI 跌幅放缓的背景下, 整体 PPI 环比-0.1%, 结束此前两月连续大幅环跌 (-1.2~-1.3%) 过程。

图 6 : PPI 同比、敏感度结构及预测 (%)



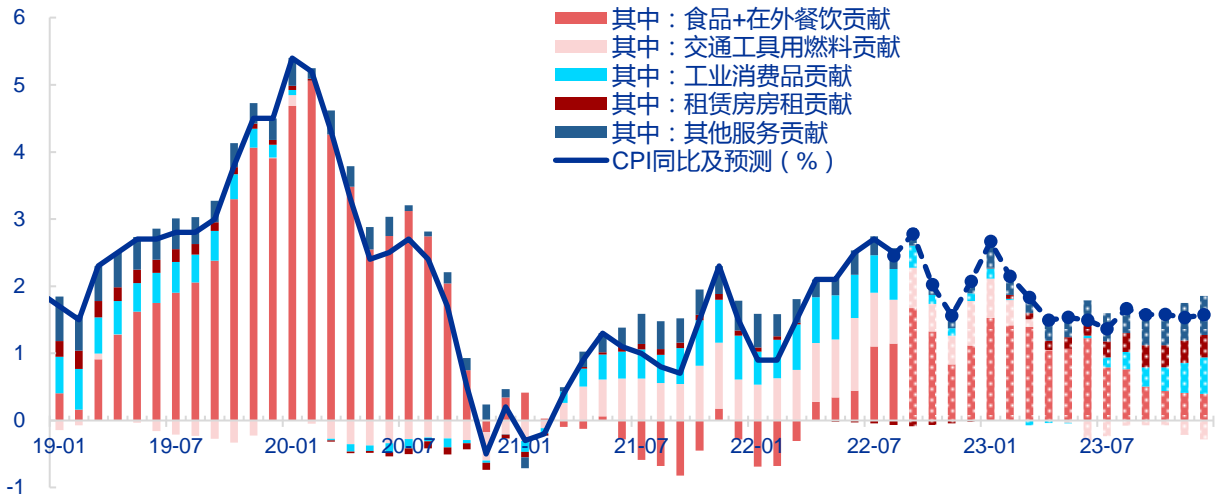
资料来源：CEIC，申万宏源研究

四、CPI 峰值已过，即将迎来“大缓和”阶段，PPI 年内涨幅也连续大幅低于海外发达国家，显示我国能源安全、供给侧完整性韧性优于他国，但国内消费需求仍显有所不足。关注促进稳定国内消费需求的中长期政策方向。

PPI 方面，因全球原油供给趋紧、国内煤炭需求有所恢复，能源价格或再度趋于上行，4 季度 PPI 跌幅或较我们此前预期收窄。OPEC+ 决定自 11 月开始减产 200 万桶/日，实际减产幅度可能在 100 万桶/日左右，原油供给或从第三季度的持续改善扭转为趋于收紧，若四季度全球服务消费进一步恢复，原油供给或将再度趋于紧张，油价至年底或维持在 100 美元/桶（布油）附近的较高区间；同时国内冬季用煤需求上升，基建投资阶段性走强，也可能拉动煤炭冶金产业链价格修复，PPI 同比降幅或小于我们此前预期，当前我们初步预计 10 月 PPI 同比高基数下回落至-1.5%，上修四季度、全年 PPI 同比预测 0.4、0.1 个百分点至-0.8%、4.3%。

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，9 月阶段性的“峰值”出现之后，即将迎来超过 1 年的 CPI “大缓和”阶段。后地产周期可选商品消费、以及受疫情散发影响的服务消费后续恢复路径预计相当温和，初步预计 10 月、四季度、全年 CPI 同比分别降至 2.0%、1.9%、2.0%。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。