

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

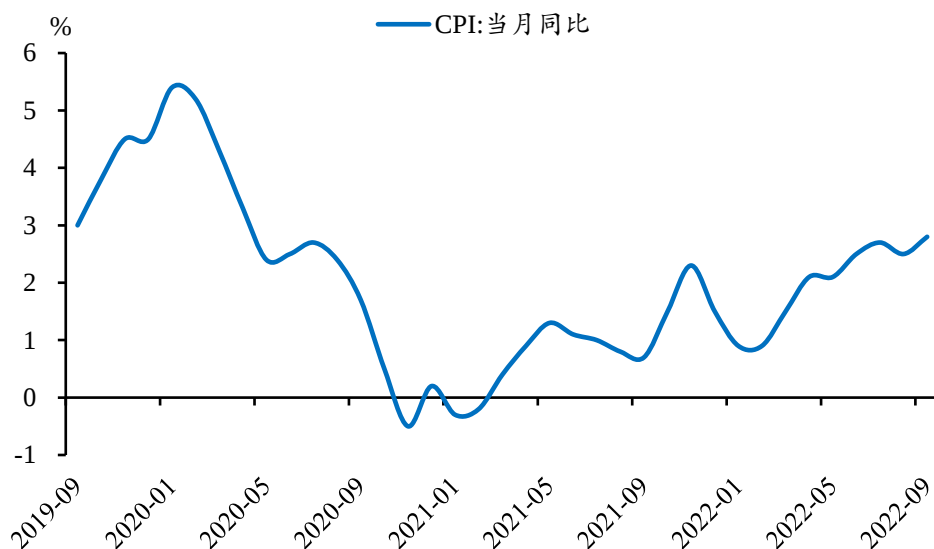
图 1: 9 月 CPI 同比增速继续回升至 2.8%.....	3
图 2: 9 月 CPI 涨幅回升主要受食品烟酒项影响	3
图 3: 9 月猪肉价格继续走高	4
图 4: 9 月食品烟酒项、交通和通信项 CPI 环比涨幅均不及季节性	5
图 5: 今年以来，我国的核心 CPI 一直都比较疲弱.....	5
图 6: 9 月消费品 CPI 增速继续走弱.....	6
图 7: 9 月生活资料 PPI 同比增速超过生产资料	7
图 8: 9 月中上游 PPI 环比涨幅收窄很多.....	7
图 9: PPI 增速或将转入负区间	8
图 10: 国内的通胀形势相对温和.....	8

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。

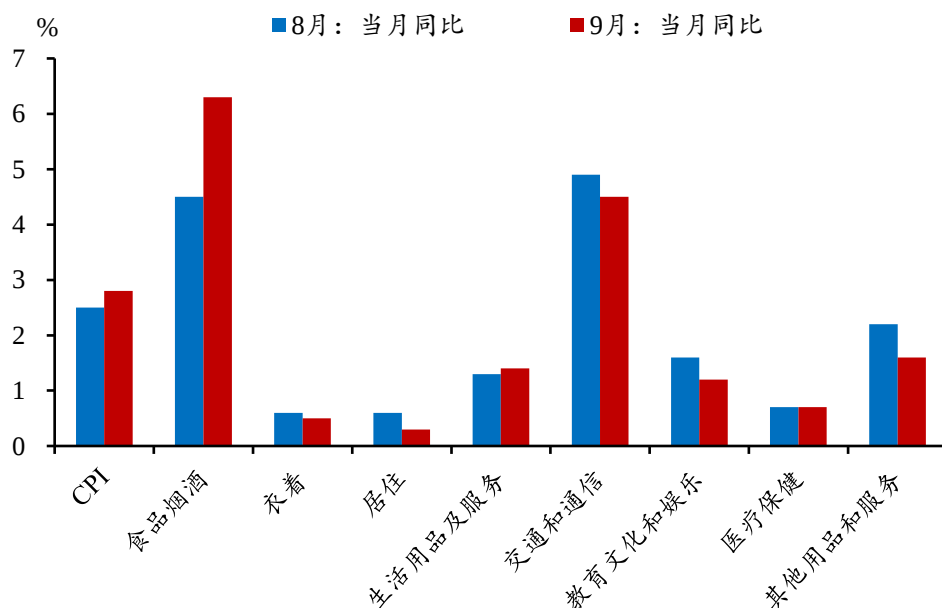
9月CPI同比继续回升是食品项带来的，背后主动力是猪周期驱动。9月CPI同比增速继续回升至2.8%，前值为2.5%。分项来看，CPI回升主要受食品烟酒项的影响，背后的主推手仍是猪周期。当前猪周期还处于上行阶段，猪肉价格继续走高。9月猪肉平均批发价为30.87元/公斤，较上月涨幅为5.97%，22个省市猪肉的平均价也涨了7.16%。9月猪肉价格继续上涨，背后有两个原因。一是猪肉消费需求季节性回升，二是看涨预期下部分养殖户压栏惜售。除了猪周期影响外，CPI上涨还受到食品项中鲜果鲜菜的价格驱动。受高温少雨的影响，鲜菜价格上涨了12.1%，而鲜果价格上涨了17.8%。

图 1：9月CPI同比增速继续回升至2.8%



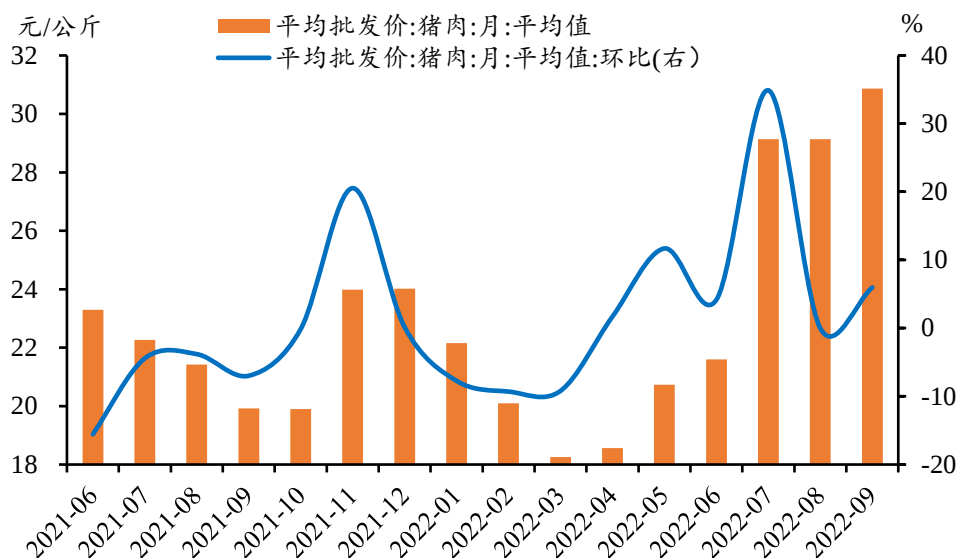
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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

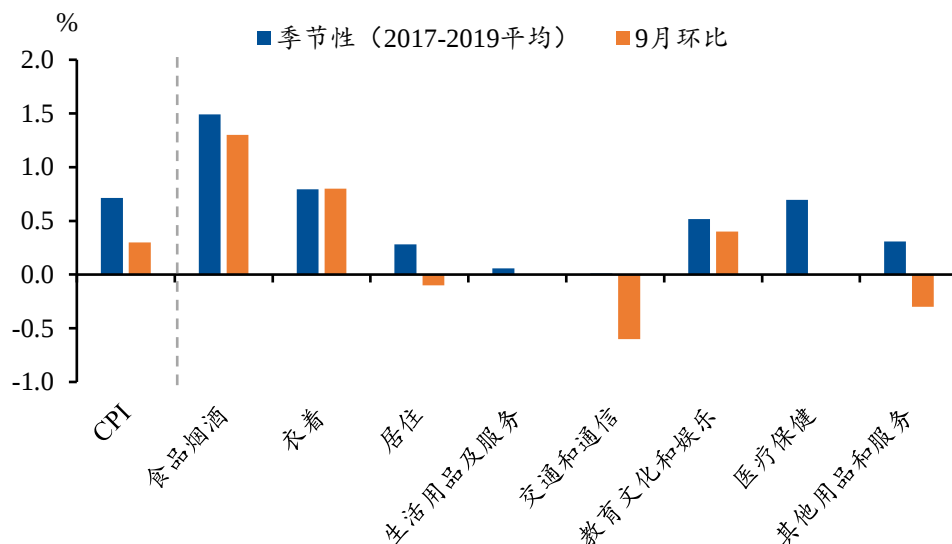
CPI 涨幅不及市场预期既有国际油价回落因素，也有防疫对出行限制的影响。

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。

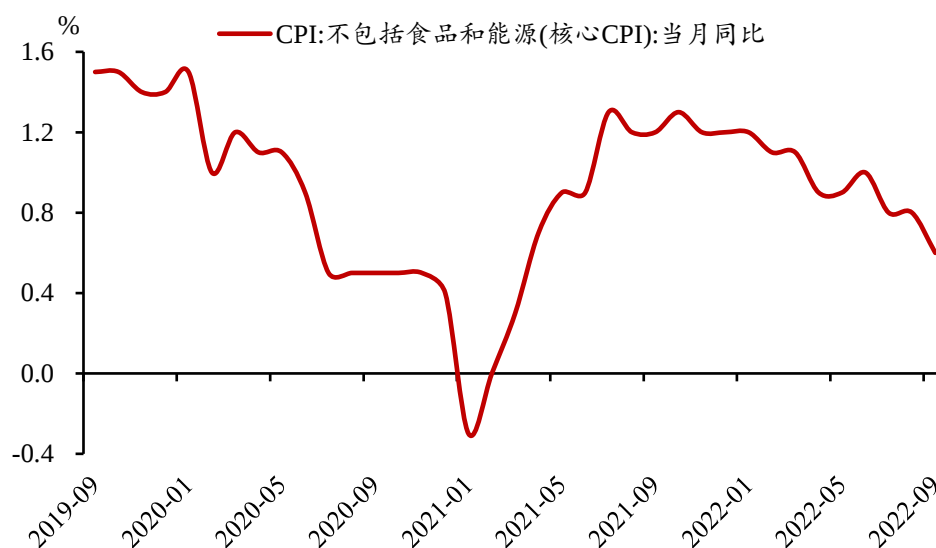
往后看，CPI 破 3 风险大概率已经消退，国内通胀形势较为温和，整体压力不大。10 月 1 日-13 日，10 月猪肉平均批发价为 33.3 元/公斤，我们预计 10 月猪肉价格同比涨幅扩大势头还会延续，但是在中央储备猪肉投放等措施作用下，上涨空间可能有限。此外，随着去年同期 CPI 基数走高，我们认为 CPI 增速可能先回落再继续回升，但整体压力不大。

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



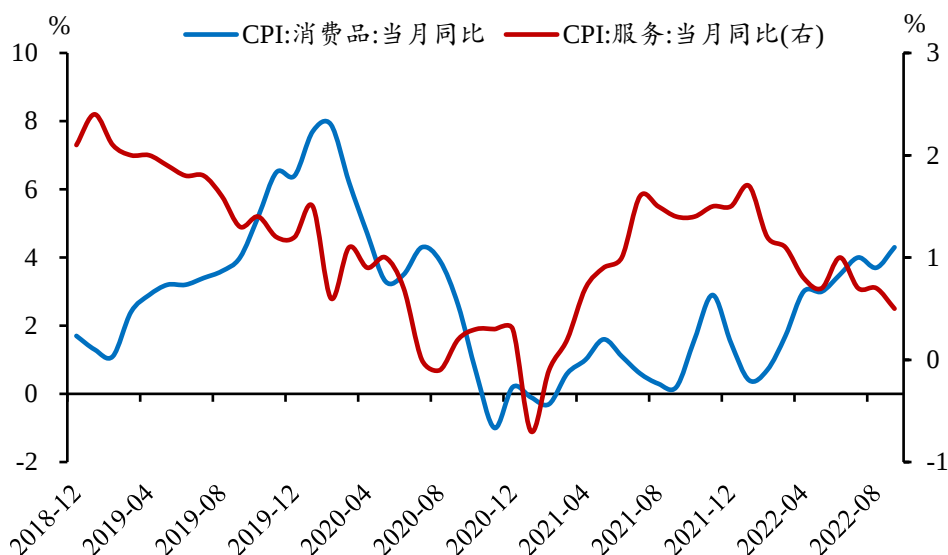
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47205

