

食品涨价放缓、能源涨幅续降

10 月通胀数据点评

相关研究报告

《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》20210617

《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》20210809

《跨周期的“两阶段宽信用”》20210825

《单向度的宽信用并不容易》20210908

《跨周期的长债收益率分析》20210930

《如何看待“宽松预期落空”》20211021

《货币条件率先启动》20211111

《降息的宽信用作用——MLF 降息点评》20220117

《宽信用趋势进一步明确——LPR 降息点评》20220120

《通胀压力或被平缓消化——3 月通胀数据点评》20220411

《上游价格盘整、下游传导不畅——5 月通胀数据点评》20220613

《货币财政配合与长债利率》20220627

《三分法看 CPI 走势——7 月通胀数据点评》20220811

《大通胀的终结？——美国衰退与国内通胀前景》20220817

《如何看待住房的使用性需求——高频数据扫描》20220821

《食品价格难改通胀大局》20220909

《通胀温和，符合预期》20221014

肉类涨幅不同程度回落印证食品涨价主要由供给因素驱动；能源价格涨幅因基数效应续降。油价走势不确定性有所上升，但美欧经济对油价上涨的承受力有限，限制油价上涨空间。

- **核心 CPI 月率仍在下行趋势中。**本月外贸出口数量指数降幅料继续扩大，对国内资源的挤占进一步减轻，叠加内需修复偏慢，核心 CPI 短期难有趋势性反弹。
- **食品 CPI 上涨主要由供给因素驱动，需求端传导已相当充分。**如上月的通胀点评指出，食品 CPI 涨幅已低于食用农产品价格涨幅，反映成本端的涨价压力向消费端传导已较为充分，涨幅预计难以继续扩大。猪肉和蔬菜价格走势的分化印证了供给端因素是食品 CPI 上涨主因。随着生猪养殖的盈利效应逐步显现、供给约束缓解，猪肉价格见顶迹象也已较为明显，年内猪肉价格涨幅预计将进一步下降。
- **能源价格涨幅在基数效应作用下显著回落，预计未来上行空间也有限。**由于 OPEC+ 减产、以及美联储加息或接近尾声，近期国际油价走势的不确定性有所加大。但从基本面来看，原油供给增长目前快于主要经济体增长；即使考虑 OPEC+ 减产，供求缺口也比较有限。且美欧经济，特别是欧洲经济对能源价格继续上涨的“承受力”不足，预计油价继续上涨空间有限。
- **综合来看，我们维持前期观点，四季度 CPI 同比涨幅大概率保持温和，对货币政策和利率走势不构成约束；若持续不及市场一致预期，反而有可能对利率债行情形成一定支撑。**
- **风险提示：**国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

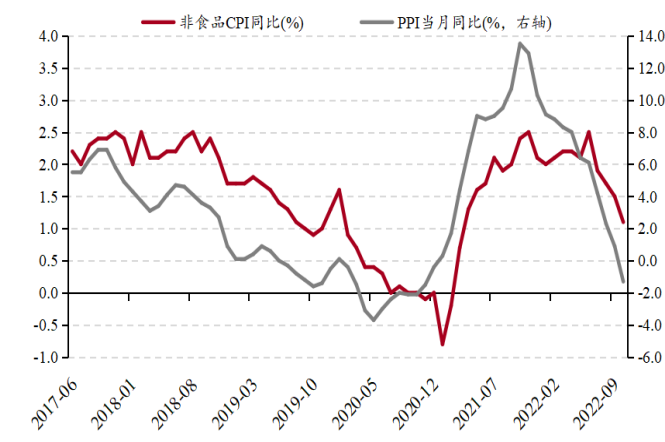
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

事件：国家统计局 11 月 9 日发布 2022 年 10 月份通胀数据。全国居民消费价格 CPI 同比上涨 2.1%。其中，食品价格上涨 7.0%，非食品价格上涨 1.1%；消费品价格上涨 3.3%，服务价格上涨 0.4%。CPI 环比上涨 0.1%。其中，食品价格上涨 0.1%，非食品价格持平，消费品价格上涨 0.1%，服务价格持平。全国工业生产者出厂价格 PPI 同比下降 1.3%，环比上涨 0.2%；工业生产者购进价格同比上涨 0.3%，环比上涨 0.3%。

点评：在 7 月通胀数据点评《三分法看 CPI 走势》（20220811）中我们提出，当前在食品价格涨幅反弹、能源价格涨幅收窄的背景下，适合以“三分法”框架分析 CPI 走势，将 CPI 划分为核心 CPI、食品类 CPI和 CPI 能源成分三大类进行分析，三者 in CPI 中所占的份额依次约为 70%、20%和 10%。当前 CPI 的整体走势是核心 CPI 和能源成分的涨幅均处于下行趋势、食品 CPI 则是拉动 CPI 涨幅上行的不确定因素。

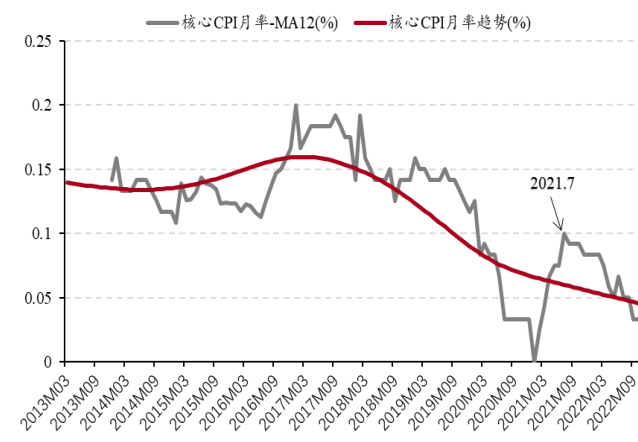
10 月的通胀数据与我们预期相似，PPI 转为同比下降，带动整个非食品 CPI 涨幅继续下行；而食品涨价压力在充分传导到消费端以后，涨幅也出现较为明显的回落。通胀形势继续向着宽松方向演化。

图表 1. PPI 与非食品 CPI 涨幅



资料来源：万得，中银证券。

图表 2. 核心 CPI 环比月率仍在下行趋势



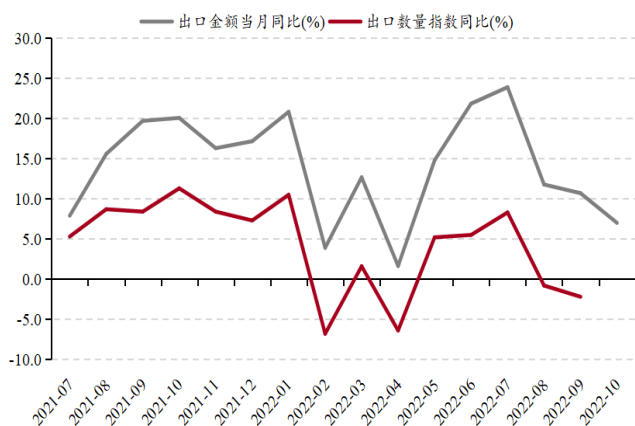
资料来源：万得，中银证券。注：趋势项通过对核心 CPI 环比涨幅进行 HP 滤波得到。

1、核心 CPI 涨幅仍处于下行趋势

在三分法框架中，核心 CPI 所占的份额最大，但波动性较小、趋势性较强。如图 2 所示，尽管环比来看 10 月核心 CPI 环比小幅上涨 0.1%，但仍属温和扩张。核心 CPI 环比涨幅的中枢以及 12 个月移动均值仍处于下行趋势中。这决定了整个通胀压力“易松难紧”。

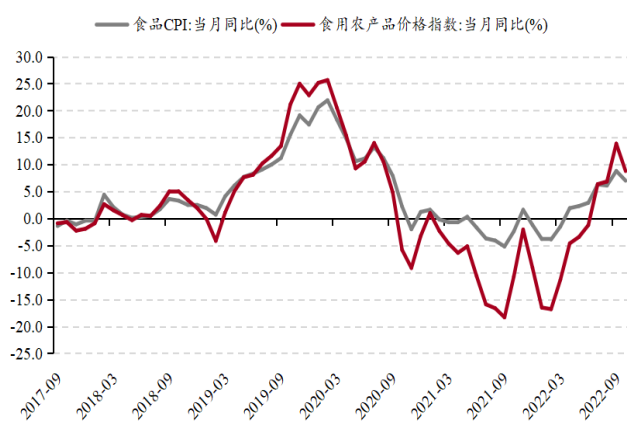
继 8 月外贸出口数量指数转为同比下降后，9、10 月该指标降幅呈现扩大之势，显示对国内资源的挤占进一步减轻，叠加内需修复偏慢，核心 CPI 短期难有趋势性反弹。8 月外贸出口数量指数同比降 0.8%、9 月降 2.2%。10 月外贸出口金额增速续降；在价格粘性条件下，出口数量指数的降幅或进一步扩大至 5%左右。外贸影响国内核心通胀主要是通过占用国内资源（包括劳动力资源）发挥作用。出口量增长有限的条件下，尽管创造外贸收入的效果明显，但对国内实际资源的挤占不显著，不会对核心通胀产生明显影响。

图表 3. 出口金额和出口数量指数同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

图表 4. 食品 CPI 和食用农产品价格涨幅



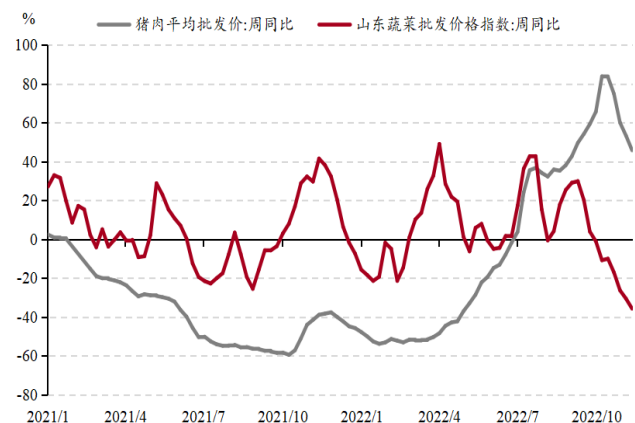
资料来源：万得，中银证券。

2、食品价格涨幅见顶回落

食品涨价压力传导已较为充分，涨幅如预期回落。10 月食品 CPI 同比涨幅如预期回落。我们在上月的通胀点评报告《通胀温和，符合预期》(20221014)中指出，食品 CPI 同比涨幅已低于食用农产品价格涨幅（图表 4），反映成本端的涨价压力向消费端传导已较为充分。这时候食品 CPI 涨幅继续扩大的难度通常会越来越大。

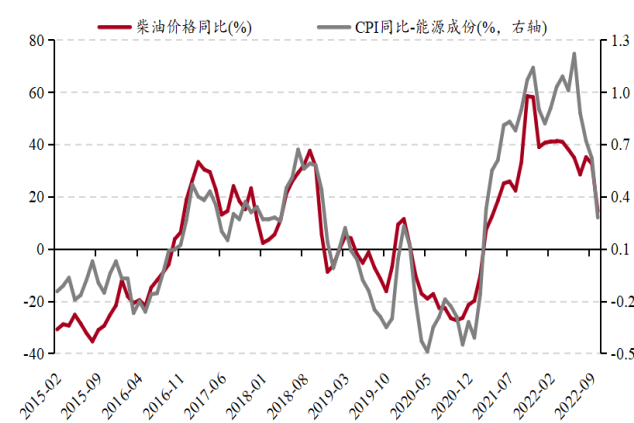
肉菜价格分化印证涨价压力主要在供给端。从高频数据来看，近期肉菜价格分化较为明显。农业部猪肉平均批发价仍在 35 元/公斤的高位附近；而山东蔬菜批发价指数已出现较为明显的同比下降。这种分化也印证了食品涨价压力目前主要在供给端、而非需求端。因此，供给更有弹性的蔬菜价格率先掉头向下。而从猪肉价格来看，随着生猪养殖的盈利效应逐步显现、供给约束缓解，猪肉价格见顶迹象也已经较为明显。在基数效应影响下，年内猪肉价格涨幅预计将进一步下降。

图表 5. 肉菜价格涨幅不同程度回落



资料来源：万得，中银证券。

图表 6. CPI 能源成分和柴油价格同比涨幅



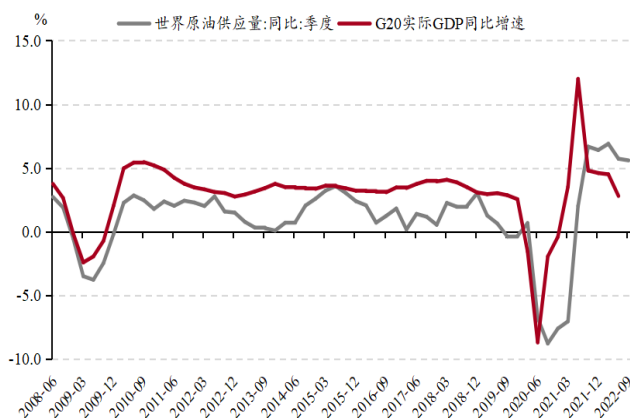
资料来源：万得，中银证券。

3、CPI 能源成分涨幅回落明显

能源价格涨幅在基数效应下显著回落，预计未来上行空间仍有限。我们从 CPI 同比涨幅中剔除核心 CPI 涨幅和食品类 CPI 涨幅后，得到 CPI 同比涨幅的能源成分（如图表 6）。因柴油、煤炭等价格涨幅继续回落，10 月 CPI 能源成分的同比涨幅回落较为明显。这其中，基数效应发挥了较为重要的作用；而从绝对水平来看，10 月国际油价事实上在 OPEC+减产、美联储加息或接近尾声等因素的综合作用下有所反弹。

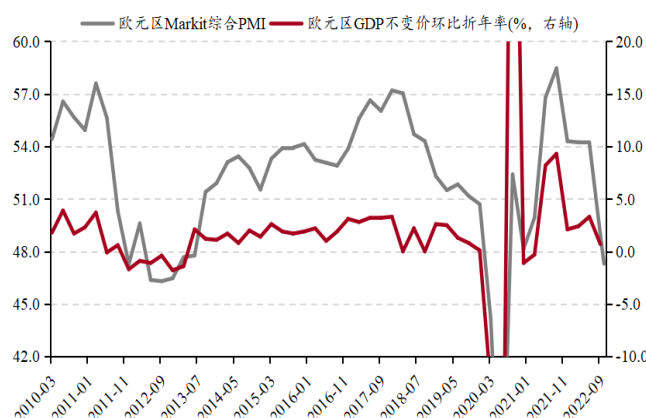
向后看，油价走势的不确定性有所加大，但上行空间预计有限。从基本面看，目前原油供给的增长少见的快于主要经济体增长。如图 7 所示，今年 2 季度世界原油总供给同比增长约 5.7%（据 OPEC 测算），而代表主要经济体的 G20 实际 GDP 仅同比增长 2.8%（OECD 测算），原油供给可能较为罕见的领先主要经济体增长。如果考虑 OPEC+ 减产的影响（假设实际冲击约 100 万桶/天），那么原油供给的同比涨幅可能在 4 季度回落至 2% 左右；但 4 季度全球经济增长也可能延续放缓趋势，供求缺口仍将比较有限。

图表 7. 原油供给增长少见的快于 G20 经济增长



资料来源：万得，中银证券。注：G20 经济增长由 OECD 组织测算；原油供给增长由 OPEC 组织测算。

图表 8. 欧元区增长已趋近 0 增长临界点



资料来源：万得，中银证券。

更重要的是，美欧经济，特别是欧洲经济对能源价格持续上涨的“承受力”不足，油价继续上涨空间有限。3 季度欧元区综合 PMI 指数平均仅为 49，反映经济扩张力度明显减弱。同时欧元区实际 GDP 环比增长也收窄至接近“0 增长”的临界点。而 10 月份欧元区的综合 PMI 指数仍在继续下行，4 季度的增长压力本已很大。如果油价在供给端因素的推动下继续上涨，则欧洲增长压力会进一步增加，可能导致原油市场需求与供给的螺旋式收缩，并不符合供求双方的利益。因此，我们仍然认为发达经济体衰退风险将限制油价上涨空间。

综合来看，我们维持前期观点，四季度 CPI 涨幅大概率保持温和，对于货币政策和利率走势不构成约束；若持续不及市场一致预期，反而有可能对利率债行情形成一定支撑。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

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_48528

