

2022 年 11 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

CPI “大缓和” 趋势已开启

——CPI、PPI 简析 (22.10)

主要内容：

- **10 月 CPI 同比回落 0.7pct 至 2.1%，与我们预期 (2.2%) 接近，猪价因养殖户压栏惜售冲高、但消费需求清淡压制非食品 CPI 回落的格局延续。PPI 同比回落 2.2pct 至 -1.3%，与我们预期 (-1.5%) 也基本接近，10 月前国际油价回落在半个月传导时滞下继续对 PPI 形成下行拖累，但冬季储煤需求回升叠加投资需求恢复带动整体 PPI 小幅环涨 0.2%。**
- **部分养殖户压栏惜售仍在推动猪价冲高，但其他肉类、鲜菜鲜水果产品供给均相对充足，10 月食品 CPI 仅小幅环涨 0.1%。**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，但由于前期猪价下行过快，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，生猪出栏增速三季度大幅下行，导致猪价涨幅明显高于生猪存栏稳定对应的内生性水平，10 月猪肉 CPI 环涨 9.4%。但另一方面，牛肉、羊肉、鲜菜、鲜果、水产品环比均明显低于往年同期水平，共同保障整体食品 CPI 通胀压力相对可控。
- **工业品供给充足、终端商品消费需求清淡的格局延续，叠加散发疫情影响服务消费，能源、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。**10 月非食品 CPI 同比回落 0.4 个百分点至 1.1%，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-1.1%) 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 0.7%，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，亦导致租赁房租继续弱于季节性涨幅，而其他服务 CPI 仍然不温不火。核心 CPI 同比持平于 0.6% 的低位水平。
- **三季度油价快速下跌尾部传导至 10 月石化产业链 PPI 环跌，但国内储煤需求与投资需求恢复带动煤炭冶金产业链 PPI 环涨，支撑整体 PPI 小幅环涨 0.2%。**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，按半个月传导时滞，对 10 月石化产业链 PPI 形成尾部传导。但电厂冬季储煤需求提升，煤价 10 月有所上涨，基建稳增长加快，钢铁价格跌幅收窄、水泥价格年内首次转涨，煤炭冶金产业链 PPI 环比上涨。支撑整体 PPI 小幅环涨 0.2%。
- **CPI 已如预期迎来“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，扩大有效内需则或将成为明年政策重心。**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，年底至年初 PPI 或将趋于上行，但仍将好于海外主要经济体两位数 PPI 涨幅。初步预计 11 月、12 月 PPI 同比分别回升至-1.0%，0.4%，但仍将好于美国 (14.3%)、日本 (9.7%)、德国 (45.8%) 的当前 PPI 水平。展望明年，国际油价上半年在供不应求背景下或仍处于高位，但若拜登中期选举受挫令“清洁能源”政策受阻，页岩油产量恢复或也将触发 OPEC 竞争性增产，明年下半年全球原油供给或加快恢复，叠加国内保障能源安全政策强化，预计 2023 年 PPI 同比均值-1% (2022 年预计 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，10 月 CPI 如预期出现“大缓和”，该过程预计持续至明年全年。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 11 月、12 月 CPI 同比分别为 1.8%、2.4%，明年年初或因春节效应小幅冲高至 2.8% 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，亦将对 CPI 构成下行压力，预计 2023 年整体 CPI 同比均值 1.8%，低于今年水平 (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。
- **风险提示：食品供给超预期偏紧。**



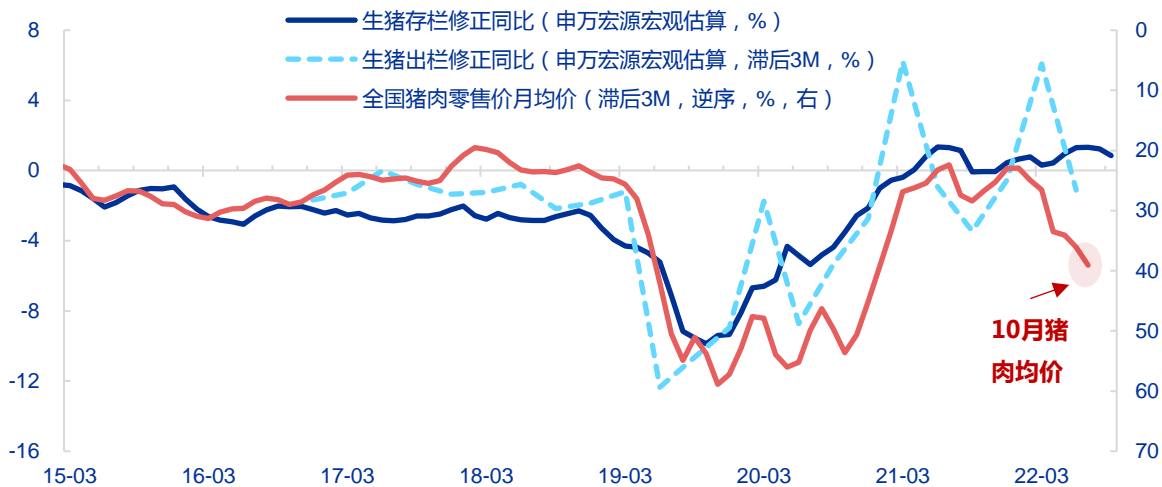
申万宏源研究微信服务号

10月CPI同比回落0.7个百分点至2.1%，与我们预期（2.2%）基本接近，猪肉价格因部分养殖户压栏惜售冲高、但消费需求清淡压制非食品CPI同比回落的格局继续延续。PPI同比回落2.2个百分点至-1.3%，与我们预期（-1.5%）也基本接近，10月前国际油价回落在半个月传导时滞规律下继续对PPI形成下行拖累，但冬季储煤需求回升叠加投资需求恢复带动整体PPI小幅环涨0.2%。

一、部分养殖户压栏惜售仍在推动猪价冲高，但其他肉类、鲜菜鲜果水产品供给相对充足，10月食品CPI仅小幅环涨0.1%

10月食品CPI环比0.1%，稍低于我们预期（0.5%）。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，生猪出栏增速三季度大幅下行，导致猪肉价格涨幅明显高于生猪存栏稳定对应的内生性水平，10月猪肉CPI环涨9.4%。但另一方面，牛肉（0.1%）、羊肉（0%）环比涨幅明显低于季节性，供给相对充足，整体畜肉CPI环涨5.2%相对可控。与此同时，9月因极端天气供给收缩的鲜菜，伴随10月以来伴随蔬菜上市量快速增加，鲜菜CPI（-4.5%）环比跌幅明显大于季节性，鲜果（-1.6%）、水产品（-2.3%）环比跌幅也大于往年同期水平，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



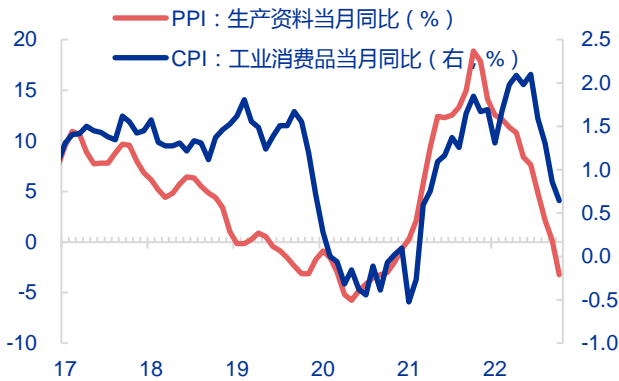
资料来源：CEIC，申万宏源研究

二、工业品供给充足、终端商品消费需求清淡的格局延续，叠加散发疫情影响服务消费，能源、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。

10月非食品CPI同比回落0.4个百分点至1.1% 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-1.1%）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0.7%，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，

亦导致租房房租（环比-0.1%）继续弱于季节性涨幅，而其他服务 CPI 在 9 月环比大跌后、10 月环比仅 0%，仍然不温不火。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



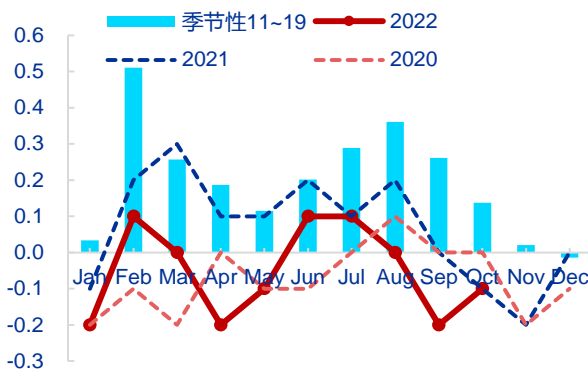
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：工业消费品 CPI 与非食品生活资料 PPI



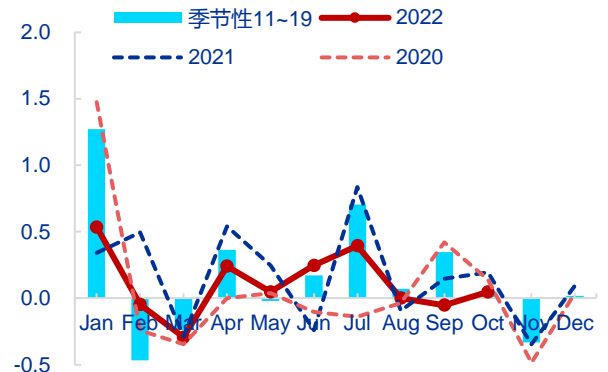
资料来源：CEIC，申万宏源研究

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、三季度油价快速下跌尾部传导至 10 月石化产业链 PPI 环跌，但国内储煤需求与投资需求恢复带动煤炭冶金产业链 PPI 环涨，支撑整体 PPI 小幅环涨 0.2%

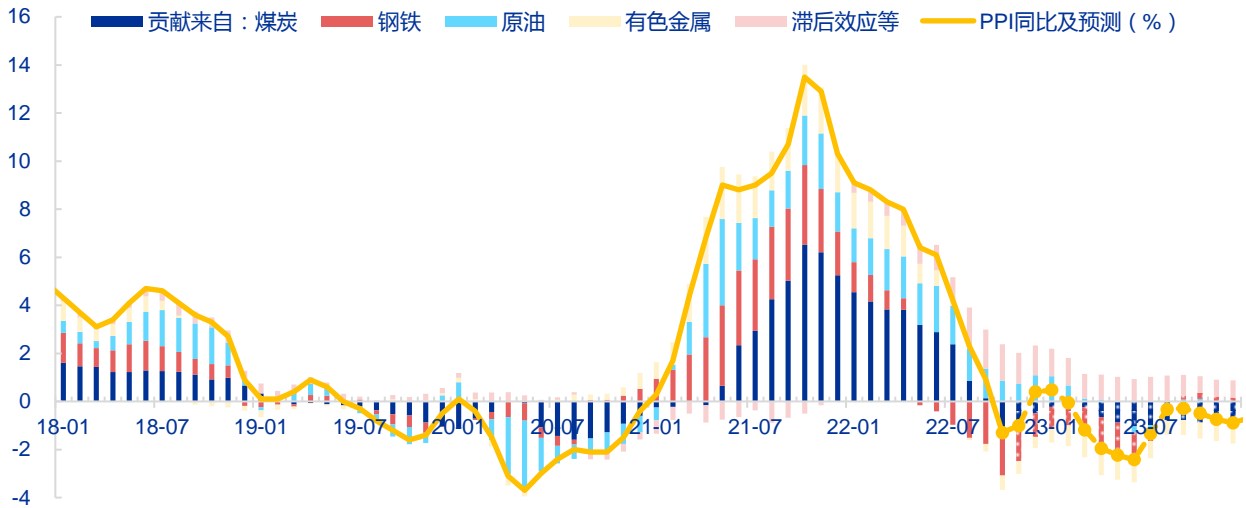
我国 PPI 由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，8-9 月全球原油供给加快恢复、带动国际油价继续下行，按半个月传导时滞，对 10 月石化产业链 PPI 形成尾部传导。在欧盟对俄罗斯的制裁 6 个月过渡期内，三季度以来全球原油供给恢复好于预期，原油供需格局转变为供大于需，国际油价从 6 月中下旬至 9 月底经历了一轮较快速度下行，按半个月的传导时滞，相应向国内石油化工产业链 PPI 形成传导。油气开采 (-2.2%)、石油加工 (-0.6%)、化学纤维 (-0.7%) 等石化产业链 PPI 仍然环跌。

电厂冬季储煤需求提升，煤价 10 月有所上涨，基建稳增长加快，钢铁价格跌幅收窄、水泥价格转涨，整体煤炭冶金产业链 PPI 环比上涨。电厂冬季储煤需求上升，推动煤炭开采业 PPI 环涨 3%。与此同时，基建继续加速稳增长拉动投资需求回升，

钢铁价格跌幅明显放缓，黑色金属 PPI 环跌幅度（-0.4%）较 7-9 月月均环跌幅度（-4.0%）继续收窄，而非金属矿物 PPI 环比（0.6%）为今年以来首次转正。

而在煤炭冶金产业链 PPI 环涨背景下，整体 PPI 环比 0.2%，整体 PPI 同比高基数下回落至-1.3%。

图 6：PPI 同比、敏感度结构及预测（%）



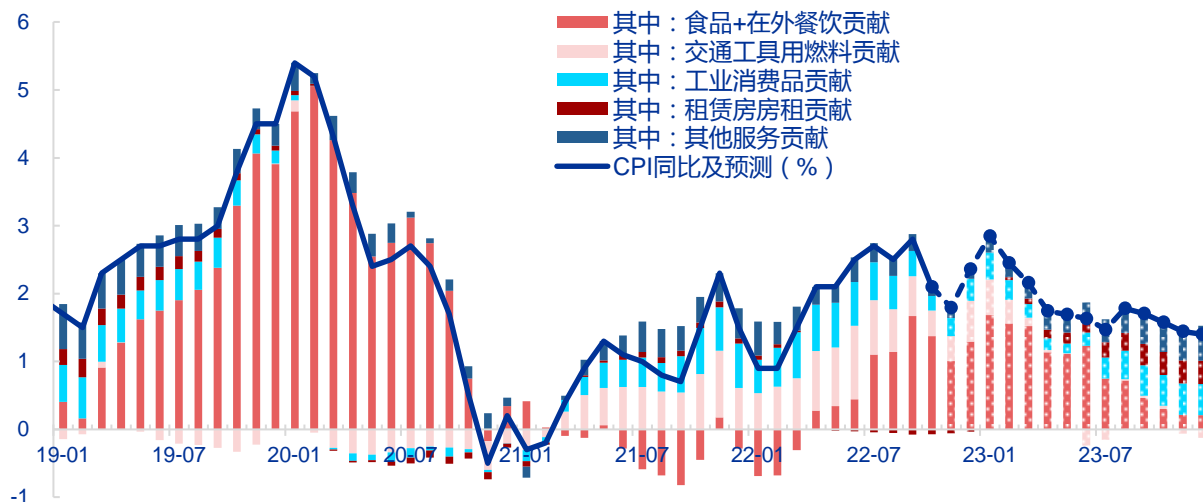
资料来源：CEIC，申万宏源研究

四、CPI 已如预期迎来“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，扩大有效内需则或将成为明年政策重心

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，年底至年初 PPI 或将趋于上行，但仍将好于海外主要经济体两位数 PPI 涨幅。OPEC+ 决定自 11 月开始减产 200 万桶/日，虽然因部分产油国已在维持低于协议要求的偏低产量，自 11 月开始的新一轮减产实际幅度可能在 100 万桶/日左右，但原油供给三季度以来逐步回升的趋势不可避免的受到阻碍。与此同时，全球服务消费需求逐步恢复，将推动全球原油需求由当前低位逐步回补，原油供需格局难以避免的由三季度供过于求扭转为四季度及明年上半年供不应求，预计油价年底与明年上半年均将维持在 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 11 月至明年年初或迎来一轮小幅回升，当前我们初步预计 11 月、12 月 PPI 同比分别回升至-1.0%，0.4%，但仍将好于美国（14.3%）、日本（9.7%）、德国（45.8%）的当前 PPI 水平。展望明年，上半年原油价格预计高企，但当前 OPEC 份额已处于历史低位，若拜登政府中期选举受挫令“清洁能源”政策受阻，美国页岩油产量明年或较快释放，亦将触发 OPEC 竞争性增产，则明年下半年油价或见到一轮较快回落过程，至年底或回落至 90 美元/桶以下。与此同时，预计国内保障能源安全政策继续强化，推动煤炭产量继续较快释放，煤价明年全年或见到小幅回落，综合分析，预计 2023 年 PPI 同比均值-1%（2022 年预计 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，10 月 CPI 如预期出现“大缓和”，该过程预计持续至明年全年。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 11 月、12 月 CPI 同比分别为 1.8%、2.4%，明年年初或因春节效应小幅冲高至 2.8%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，亦将对 CPI 构成下行压力，预计 2023 年整体 CPI 同比均值 1.8%，低于今年水平（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。