

如果 CPI 连续破 3%，货币政策还会淡定吗？

——兼评 6 月物价和央行“地量”逆回购

报告日期：2022-07-09

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

主要观点：

- **事件：**6 月 CPI 同比增长 2.5%，预期值 2.4%，前值 2.1%；PPI 同比增长 6.1%，预期值 6.0%，前值 6.4%。7 月 4-8 日连续 5 日投放 30 亿 7 天逆回购，“地量”操作后 DR007 利率仍维持低位。
- **一、CPI 同比上涨 2.5%，同比、环比涨幅均扩大。**其中，食品项环比降幅扩大，受供给充足影响，鲜菜、水产品、蛋类、鲜果等降价；受供给收紧、养殖端压栏等影响，猪价续涨。非食品环比涨幅扩大，受国际油价上涨和疫情好转影响，交通工具燃料和旅游价格环比涨幅扩大；但房租、家庭服务等环比涨幅仍不及季节性，表明真实就业压力仍大。核心 CPI 环比、同比涨幅均有扩大，与疫后经济恢复形成印证。

6 月 CPI 同比上涨 2.5%，较前值回升 0.4 个百分点；核心 CPI 同比上涨 1.0%，较前值回升 0.1 个百分点。CPI 环比变化 0%，涨幅较上月回升 0.2 个百分点。其中，食品 CPI 环比续降 1.6%，降幅扩大 0.3 个百分点；非食品 CPI 环比上升 0.4%，涨幅较上月扩大 0.3 个百分点。

1、食品项：环比降幅扩大 0.3 个百分点至-1.6%，其中受供给充足影响，鲜菜、水产品、蛋类、鲜果等价格下跌；猪肉价格续涨。

1) 受夏季上市量增加、供给充足的影响，鲜菜 CPI 环比继续下降 9.2%，但同时受南方部分地区洪涝灾害，农资、运输、人工等费用偏高影响，蔬菜价格下行速度放缓，降幅较 5 月缩窄 5.8 个百分点。高频指标看，7 月初 28 种重点监测蔬菜平均批发价略高于 6 月均值。此外，受供应增加、物流恢复和囤货需求减少等因素影响，鸡蛋、鲜果和水产品价格分别下降 5.0%、4.5% 和 1.6%。

2) 猪肉淡季不淡，6 月猪肉 CPI 环比继续上涨 2.9%，涨幅较上月缩窄 2.3 个百分点；同比降幅缩窄 15.1 个百分点至-6%。6 月 22 个省市猪肉平均价环比上升 2% 至 22.4 元/头，猪肉价格快速上涨与供给减少、养殖端压栏增重延后出栏、二次育肥减少猪源入市等因素有关。7 月初猪价仍加速上涨，截至 7 月 8 日，22 个省市猪肉平均价为 28.4 元/千克，22 个省市生猪平均价为 23.2 元/千克。

2、非食品项：非食品环比涨幅扩大。受国际油价上涨和疫情好转影响，交通工具燃料和旅游价格环比涨幅扩大；但房租、家庭服务等环比涨幅仍不及季节性，表明真实就业压力仍大。

6 月 CPI 非食品环比上升 0.4%，涨幅较前值扩大 0.3 个百分点；较季节性高 0.33 个百分点（此处季节性为 2016-2019 年同期均值，下文同）；同比上升 2.5%，涨幅较前值扩大 0.4 个百分点。

1) 从环比的绝对涨幅来看，交通工具燃料和旅游价格环比上涨较多，与国际油价上行和疫情好转有关。其中，6 月布伦特原油价格环比上涨 5%，受国际油价上涨影响，国内汽油和柴油价格分别环比上涨 6.7% 和 7.2%，拉动 CPI 交通工具燃料价格环比上涨 6.6%。受疫情逐步好转拉动，6 月 CPI 旅游分项环比上涨 1.2%，飞机票、宾馆住宿等价格也有不同程度上涨。

2) 从环比与季节性比较来看，部分服务分项环比变化不及季节性。其中，房租、家庭服务环比分别上涨 0.1% 和 0.2%，分别较季节性低 0.15 和 0.18 个百分点，说明真实就业仍存压力。其余诸如家用器具、通信工具、医疗保健价格环比涨幅也弱于季节性 0.3-0.7 个百分点。

3、核心 CPI：核心 CPI 环比、同比涨幅均有扩大，与疫后经济恢复形成印证。核心 CPI 同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 1.0%，环比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.1%，对应 6 月制造业、服务业、建筑业 PMI 都大幅回升，疫后经济稳步修复。

- **二、PPI 同比延续下行，重点工业品中除原油与天然气价格上升，其他品种价格大多回落。**6 月 CPI-PPI 负缺口缩窄，PPI 生产资料-生活资料增速差再度缩窄，PPI-PPIRM 负缺口亦缩窄，说明上游价格继续向下传导。

PPI 同比延续回落趋势，6 月 PPI 同比涨幅缩窄 0.3 个百分点至 6.1%，环比下降 0.1 个百分点，与上月持平，主因大宗商品跌多涨少，中下游行业价格普遍下跌。重点品种中原油与天然气价格上涨。6 月 CPI-PPI 负的缺口继续缩窄 0.7 个百分点至-3.6%，PPI-PPIRM 缺口缩窄 0.3 个百分点至-2.4%，上游成本持续向下游传导。

1、大类看：生产资料-生活资料增速差再度缩窄，但缩窄幅度减小。

6 月 PPI 生产资料和生活资料涨幅差距再度缩窄，PPI 生产资料同比涨幅下降 0.6 个百分点至 7.5%，生活资料同比上升 0.5 个百分点至 1.7%，PPI 生产资料-生活资料增速差缩窄 1.1 个百分点至 5.8%，缩窄幅度较前值下降，说明上游成本向下传导，但传导速度有所下滑。

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_CPI-PPI 见底回升，如何配置资产？——通胀系列之一》2021-12-09
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_价格传导加强，困境反转来了？》2022-02-16
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_基于机器学习的 PPI 预测模型——量化知宏观系列之一》2022-03-08
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_油价暴涨对 CPI 和 PPI 有何影响？——2 月物价点评》2022-03-10
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_扩基建、稳地产，对通胀有何影响？——3 月物价点评》2022-04-11
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_猪价周期反转将至，三季度 CPI 同比可能破 3%——4 月物价点评》2022-05-11
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_关注 CPI 涨价，更需关注 PPI 下行非坦途——5 月物价点评》2022-06-12

2、七大产业看：上游环比涨幅转升，而下游环比涨幅大多下降。

上游环比涨幅全面上升，中下游环比涨幅普遍下滑。上游采掘工业环比由负转正上升2.0个百分点至1.9%，原材料工业环比增速涨幅扩大0.2个百分点至0.3%。中游加工工业环比下降0.5个百分点至-0.4%。下游除衣着类环比上升0.2个百分点至0.7%外，食品类、一般日用品类、耐用消费品类环比涨幅分别小幅下滑0.1、0.1与0.2个百分点。

3、40个工业行业看：煤炭、原油月均价上涨，黑色链、有色链价格普跌。

1) 煤炭价格上涨拉动煤炭产业链。动力煤价格环比上升1.32%，焦煤和焦炭价格环比小幅下降，但环比涨幅分别扩大14.9和12.9个百分点，拉动煤炭开采和洗选业上涨，其价格环比涨幅提高1.9个百分点至0.8%；同比回落幅度较上月降低至5.8个百分点，同比价格为31.4%。

2) 原油价格仍在高位，拉动化工产业链价格上涨。原油价格环比上涨4.95%，环比涨幅小幅下跌0.75个百分点，但总体仍在高位震荡，拉动石化产业链价格上行，其中石油和天然气开采业环比上升7%，涨幅较上月上升5.7个百分点；石油加工、炼焦及核燃料加工业上升3.6%，环比涨幅上升2.7个百分点；化学原料及化学制品制造业环比上升0.4%，但涨幅下跌0.2个百分点；化学纤维制造业环比涨幅上升1.4个百分点至2.2%；橡胶和塑料制品业环比为0.1%，比上月上升0.1个百分点。

3) 黑色产业链价格普遍下降，非金属矿价格下降。铁矿石市场价格环比涨幅上升7.17个百分点至1.38%。水泥和螺纹钢价格环比下降10.8%、2.87%，拖累黑色金属矿采选业环比涨幅下降2.2个百分点至-1.9%，黑色金属冶炼和压延加工业环比涨幅下降2.6个百分点至-3.1%，非金属矿物制品业环比涨幅下降1个百分点至1.5%。

4) 铜价普遍下降拖累有色链价格。LME3个月铜价格与阴极铜环比分别下降3.82%和3.48%，拖累PPI有色金属矿采选业价格环比下降0.8%，有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降2.1%。

●三、猪价上涨过快，后续CPI会如何演绎？对货币政策会有何影响？

1、猪价连续3个月上升，从能繁母猪存栏同比等前瞻指标看，预计7-8月猪肉供给总体偏紧，但6月压栏惜售造成猪源积压，叠加发改委喊话保供稳价，将对7-8月生猪供给提供部分支撑；需求端仍弱；我们预计7-8月猪价仍趋上涨，但涨幅可能放缓。下半年猪价总体将震荡上行。

供给端方面，1) 从领先10个月的能繁母猪存栏同比可知，2021年6月能繁母猪存栏同比增速开始大幅下降，指向2022年4月猪价应开始企稳回升，我们观察2021年下半年以来至2022年一季度，能繁母猪存栏同比持续下行至-3%，指向今年下半年猪价有望趋势上行。其中去年9-11月生猪产能去化加快，对应今年7-9月生猪涨价压力较大。2) 饲料成本方面，受地缘冲突、疫情、天气等影响，国际粮价上行将提振饲料成本，从而对猪价形成支撑。3) 随着生猪价格快速提升，养殖端盈利已经达到盈亏平衡点之上。延迟出栏可额外增加盈利，因此惜售心态之下，压栏增重延后出栏行为可能仍存。不过，近期发改委密集发声做好生猪市场保供稳价工作，一是提醒企业不盲目压栏，不得囤积居奇、哄抬物价；二是启动投放猪肉储备；三是与大连商品交易所召开座谈会，商定加强生猪现货期货市场联动监管。需求端方面，7-8月是猪肉消费淡季，需求可能更加疲软。

综合来看，从能繁母猪存栏同比等前瞻指标看，预计7-8月猪肉供给总体偏紧，但6月压栏惜售造成猪源积压，叠加发改委喊话保供稳价，将一定程度增加7-8月生猪供给；需求端仍弱；预计7-8月猪价仍趋上涨，但涨幅可能放缓。

2、未来CPI会如何走？

如果猪价持续上行，那么CPI同比最快8月可能破3%，9月在3.5%以上，8-12月在3%附近或以上波动。

高频数据看，截至7月7日食品价格较上月总体回升，其中猪肉价格环比上涨12.7%，带动畜肉类价格环比上涨4.2%；鸡蛋、水产品、鲜果价格续降，但鲜菜价格环比平均上涨3.1%。受原油价格回落拖累，非食品环比可能略低于季节性。考虑猪价可能继续走高，由此测算7月CPI同比可能继续上行。再往后，季节性之外，假设猪价逐渐上行（生猪均价7月24元/千克，8月25元/千克，9-12月匀速上行至30元/千克），粮价上行（测算中主要考虑小麦小幅涨价），油价维持高位（三季度维持在100美元左右高位震荡，四季度加速回落至70美元），CPI同比后续将逐渐上行，CPI同比最快8月就可破3%，9月达到年内高点在3.5%以上，整个8-12月都在3%附近或以上波动，全年累计同比在2.5%左右。

3、央行已开始“地量”投放资金，叠加CPI同比可能连续破3%，货币政策会如何变化？

1) “地量”操作意在释放市场利率逐渐向政策利率收敛信号，但不意味着货币政策转向。7月4-8日央行连续5天投放30亿7天逆回购，“地量”操作后DR007仍维持平稳。此举在于释放信号，即央行希望资金利率回归常态，抑制债券加杠杆行为，引导市场利率逐渐向政策利率回归。5-6月DR007平均在1.7%附近，最低达到1.5%，低于7天逆回购利率2.1%近60bp，流动性非常宽松。季末已过，央行顺势回收流动性，释放希望货币政策从“疫情模式的宽松”向“常态化宽松”演变，但并不意味着货币政策转向。

2) 下半年CPI同比逐渐上行，货币政策短期也不会过快转向，预计仍将维

持稳中有松，但总量大幅宽松也较难（短期降准降政策利率难），结构性货币政策仍是主力，市场利率逐渐向政策利率收敛，LPR可能再下调。

第一，央行态度未有明显变化，货币政策仍稳中有松。6月27日易纲行长接受中国国际电视台记者专访时指出“货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏，保持物价稳定和就业最大化是我们的工作重点”，6月29日央行货币政策委员会二季度例会指出“统筹抓好稳就业和稳物价”，延续指出“强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度”，两次表态就业和物价顺序有所调换，因此目前看央行态度未有明显变化，即货币政策仍将维持稳中有松。

第二，当前疫情之后信心初步好转，但经济仍需恢复，基本面环境与2021年1月不同，因此本轮应是随着经济逐步修复，资金利率逐渐自然向政策利率回升靠拢。7月资金面应总体稳定，后续随着留底退税结束，MLF到期量逐渐增大，以及增量财政政策发力，资金面可能边际收紧，不过预计DR007总体仍将低于7天逆回购利率，具体收敛速度和斜率也视稳增长、宽信用效果变化。

第三，CPI若持续破3%是否会掣肘货币政策宽松？结构性通胀+经济弱的背景下，预计货币政策不会过于受通胀掣肘，流动性也难大幅收紧。

历史上CPI同比与1年期国债收益率（表征货币政策方向）正相关性较强，但也存在阶段性背离情况，例如受非洲猪瘟带来的超级猪周期影响，2018年中猪肉价格快速拉升，带动CPI同比开始波动上行，但同期PPI同比仍处于下行通道，经济基本面较弱，因此央行维持宽松，1年期国债收益率波动下降。当前猪价上行带来CPI上涨，但经济仍有压力，叠加高基数作用下，PPI同比延续下行，因此预计货币政策总体将维持稳健。当然，短期总量层面可能也不适宜大幅宽松。美联储7-9月可能还会鹰派加息，我国短期全面降准降息（指MLF等政策利率）仍较难。待美联储制约缓解，再观察是否还有降准。目前结构性货币政策工具仍将担任主力，也会通过压降存款利率的方式继续调低贷款利率，LPR仍可能再下调。

● 四、PPI同比加速回落，下游行业价格传导能力提升，关注“困境反转”机会。

1. 未来PPI会如何走？

我们预计PPI同比将持续下行，四季度加速回落至0%左右，全年同比预测下调至5%左右。

高频数据看，大宗商品价格快速下行，截至7月初的生产资料价格指数环比下行3.7%，截至7月8日的南华工业品指数环比下降7.7%，CRB工业原料现货指数环比下降5.2%。虽然国内延续复工复产，但在海外衰退担忧之下国际大宗商品价格快速下跌，若延续如此，预计7月PPI环比可能下降0.9%左右，从而使得PPI同比加速下行至5%以下。往后看，在国内复工复产、海外需求延续回落、油价可能三季度坚挺（100美元左右）、四季度加速回落（回落至70美元）的综合假设下，预计PPI同比延续回落，四季度回落至0%左右，全年同比下调至5%左右。

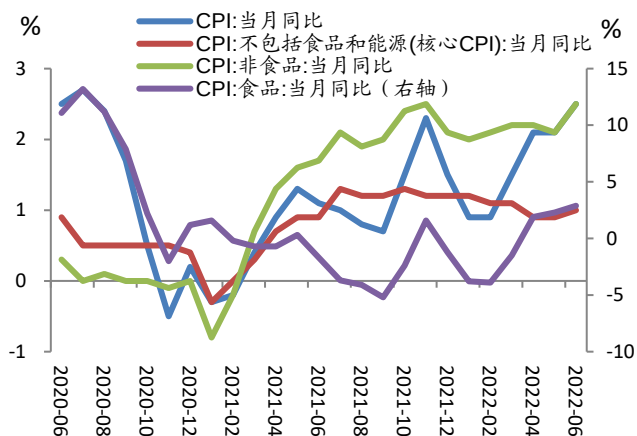
2. 价格传导如何演绎？

2022年5月下游行业传导能力有所上升。图12包含所有PPI行业的CTIC（价格传导指数，越高代表价格传导能力越强），上游有6个行业CTIC环比同比均下降，其中下降幅度最大的为黑色金属矿采选产品；中游行业CTIC普遍上升，上升最多的为金属制品、机械和设备修理服务；下游有7个行业CTIC环比上升，12个行业CTIC同比上升，上升幅度最大的均为纺织服装服饰业。图13列出了所有PPI行业CTIC历史分位数，2022年至今历史分位数在50%以上的行业有17个，其中上游占5个，下游占6个。截至2022年5月，下游行业当中，CTIC指数历史分位数上升趋势明显的行业有纺织业、皮革制品业、家具业、印刷业、医药制品、汽车制造，或反映了这些行业的“困境反转”前景。图14表明2022年5月上游行业价格传导能力降低，下游行业价格传导能力增强。

● 风险提示

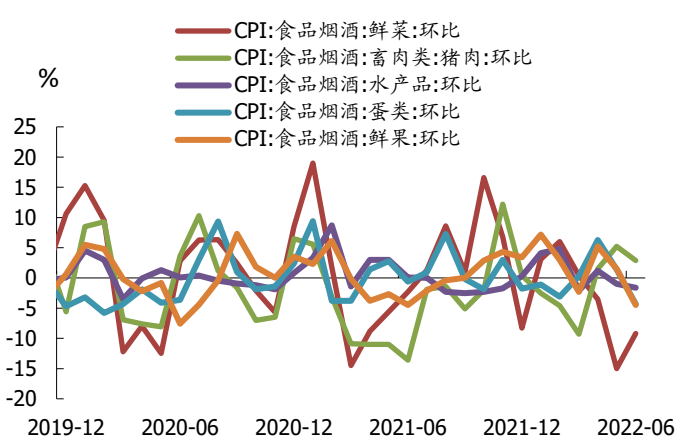
国内外经济扰动因素增加，国内政策落地效果不及预期。

图表 1 CPI 同比上行



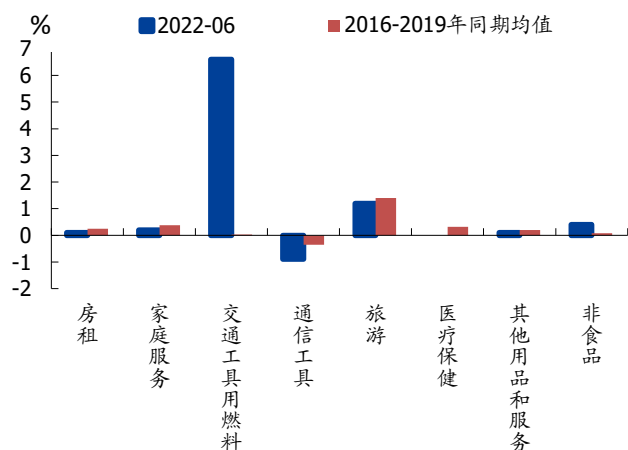
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 鲜菜鲜果拖累 CPI, 猪价上行支撑 CPI



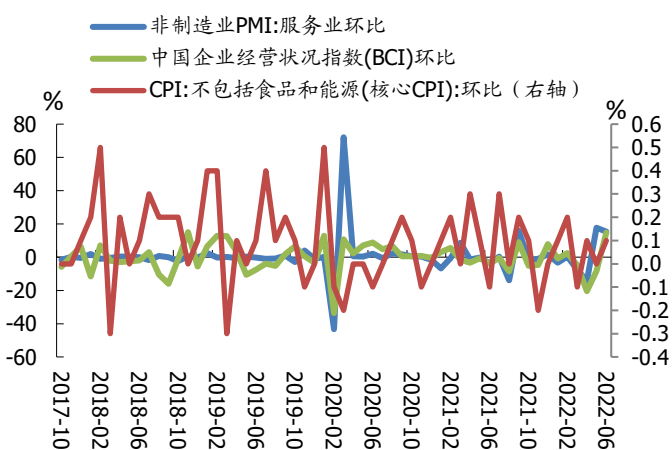
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 CPI 非食品重点项目变化



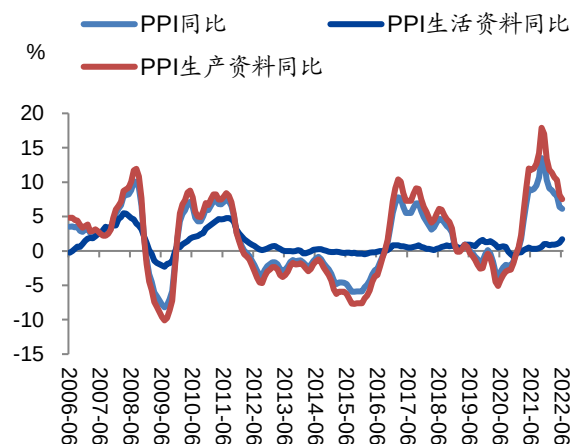
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 核心 CPI 环比改善



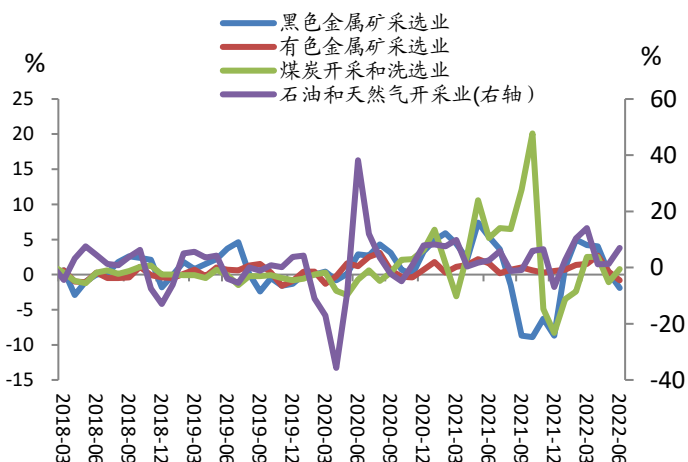
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 PPI 同比下行, 生产资料与生活资料增速差减小



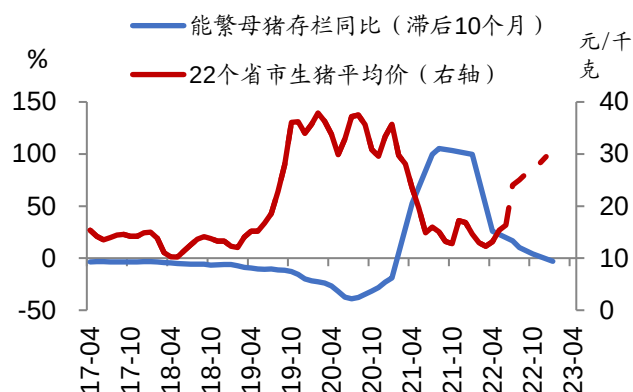
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 煤炭、石油涨幅扩大, 有色、黑色涨幅缩小



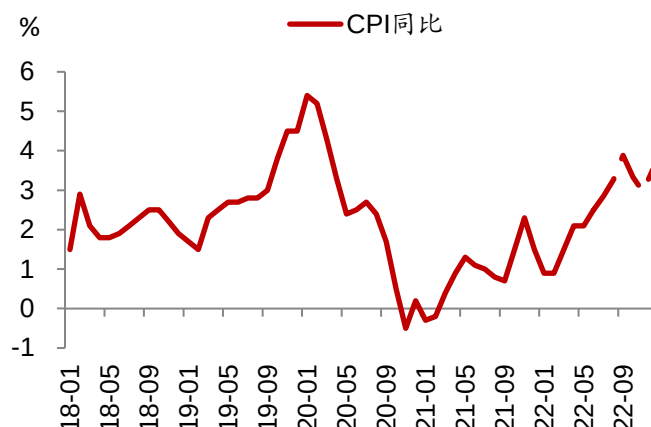
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 生猪价格快速上涨



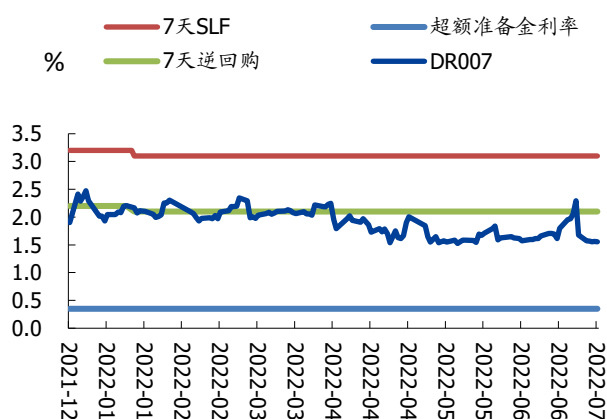
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

图表 8 三季度 CPI 同比可能破 3%



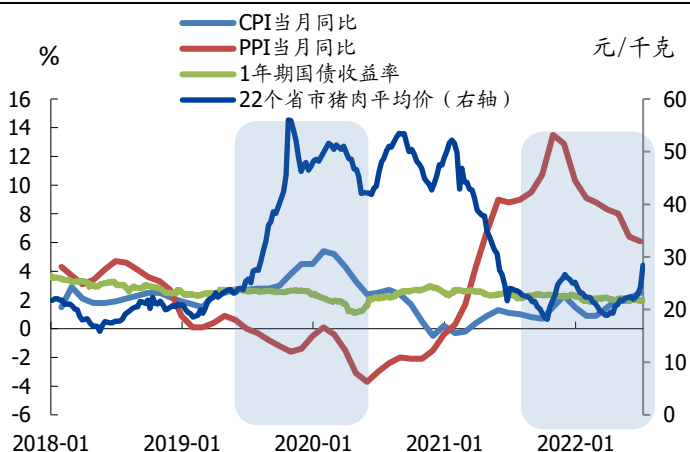
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

图表 9 资金利率维持平稳



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 通胀和货币政策的关系



资料来源: Wind, 华安证券研究所

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_43709

