

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@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

## 走高的 CPI 和趋紧的货币政策

2022 年 7 月 9 日

### 摘要:

- **猪价上涨, 推动 CPI 同比涨幅扩大。**6 月 CPI 上涨 2.5%, 涨幅比上月扩大 0.4 个百分点。6 月末猪肉平均批发价环比上涨 13.6%, 一是前期产能去化成效显著, 生猪出栏量降低; 二是涨价预期升温, 部分养殖户压栏惜售或是二次育肥; 三是豆粕、菜籽粕、玉米等饲料价格上涨, 从成本端推升猪肉价格; 四是 6 月广东、广西等地洪涝灾害较为严重, 部分猪企受创。面对近期猪肉价格的持续上涨, 7 月 4 日至 5 日, 国家发改委多次释放抑制猪价过快上涨的信号, 并表示正研究启动投放中央猪肉储备。往后看, 由于猪肉供给过剩的局面正在逐渐得到改善, 我们认为猪肉价格或在小幅回调之后重回上行通道, 年内温和上涨。此外, 鲜菜、鸡蛋、鲜果等其他食品项环比下降, 对猪肉涨价形成对冲。
- **能源以外大宗商品价格走弱, PPI 同比继续回落。**PPI 同比上涨 6.1%, 涨幅比上月回落 0.3 个百分点。国内修复偏慢, 海外衰退预期升温, 黑色、非金属、有色等大宗商品价格走弱。能源价格对 PPI 形成较强支撑。其一, 国际油价高位震荡, 石油化工产业链价格上涨。其二, “迎峰度夏”备煤需求增加, 煤炭开采和洗选业价格上涨。
- **走高的 CPI 和趋紧的货币政策。**7 月 4 日至 7 月 8 日, 央行净回笼 3850 亿, 引起了市场对于流动性的忧虑。我们猜测, 此举的目的一是避免资金面过度宽松, 引发资金空转, 二是与央行对下半年通胀压力加剧, CPI 破 3% 的顾虑有关。央行通过“地量”逆回购释放货币政策向常态回归的信号。往后看, 受美联储加息与国内通胀上行约束, MLF 利率再难下调。在 6 月美联储宣布加息 75bp 之后, 7 月 8 日公布的美国非农新增就业人数超过预期, 失业率维持在 3.6% 不变, 表明劳动力市场持续强劲, 这使得美联储在本月再次加息 75 个基点的可能性进一步提高。市场预计年底基准利率将加到 3.5% 左右, 或推升人民币汇率贬值压力, 对央行降息形成硬约束。另一方面, 二季度央行调查问卷显示经济仍然面临较大的下行压力。我们认为在居民和企业信心不足, 经济、就业修复偏弱的环境下, 货币政策保持宽松的必要性依然很强, 转向言之尚早。未来一段时间货币发力可能主要依靠调降 LPR 和运用结构性货币政策工具。
- **风险因素:** 疫情变异导致疫苗失效; 国内政策超预期等。

## 目录

一、猪价上涨，推动 CPI 同比涨幅扩大 .....	3
二、能源以外大宗商品价格走弱，PPI 同比继续回落 .....	4
三、走高的 CPI 和趋紧的货币政策 .....	6
风险因素 .....	8

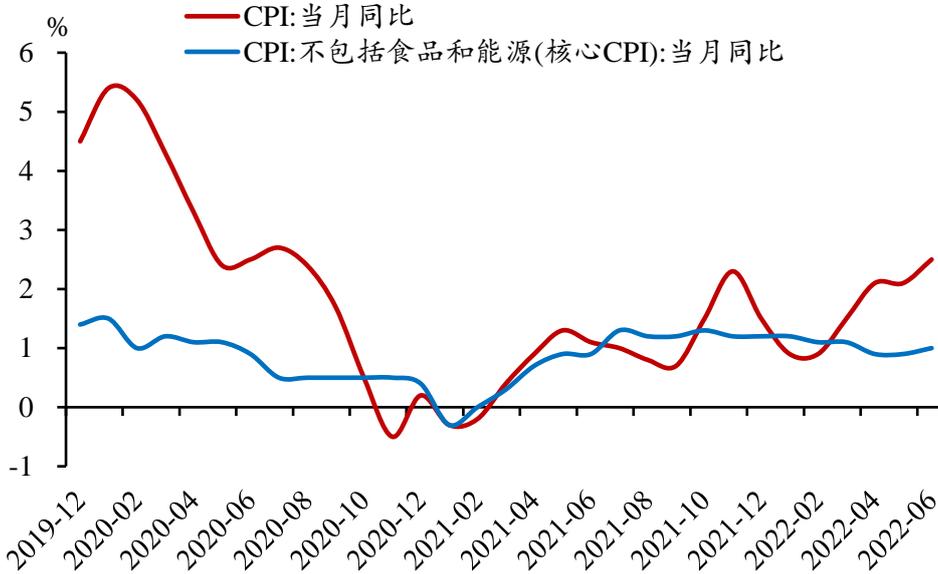
## 图目录

图 1: CPI 涨幅扩大，核心 CPI 小幅回升 .....	3
图 2: 6 月猪肉平均批发价格大幅走高 .....	4
图 3: PPI 同比延续下降趋势 .....	4
图 4: 6 月螺纹钢开工率明显弱于往年同期 .....	5
图 5: 6 月水泥发运率偏低 .....	5
图 6: 中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅 .....	6
图 7: 下半年 CPI 大概率“破 3” .....	6
图 8: 5 月以来 DR007 利率持续低于 OMO 利率 .....	7
图 9: 6 月美国非农就业市场展现出较强韧性 .....	7
表 1: 二季度央行调查问卷显示经济仍然面临较大的下行压力 .....	8

## 一、猪价上涨，推动 CPI 同比涨幅扩大

**CPI 同比涨幅扩大。**6月CPI上涨2.5%，涨幅比上月扩大0.4个百分点。去年价格变动的翘尾影响约为1.2个百分点，新涨价影响约为1.3个百分点，5月翘尾和新涨价影响分别为0.8、1.3个百分点，可见本期CPI同比涨幅扩大与翘尾因素增大有关。从环比看，CPI由上月下降0.2%转为持平。

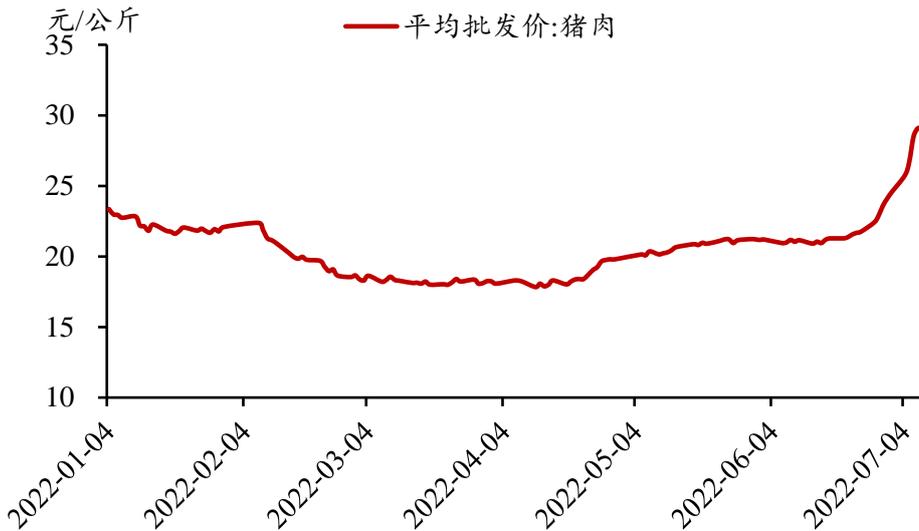
图 1: CPI 涨幅扩大，核心 CPI 小幅回升



资料来源:万得, 信达证券研发中心

**猪肉价格上涨是 CPI 走高的核心原因，预计猪价将在年内温和上行。**6月末猪肉平均批发价环比上涨13.6%，一是前期产能去化成效显著，生猪出栏量降低；二是涨价预期升温，部分养殖户压栏惜售或是二次育肥；三是豆粕、菜籽粕、玉米等饲料价格上涨，从成本端推升猪肉价格；四是6月广东、广西等地洪涝灾害较为严重，部分猪企受创。在猪肉价格上涨的带动下，7月初生猪自繁自养利润小幅转正。面对近期猪肉价格的持续上涨，7月4日至5日，国家发改委多次释放抑制猪价过快上涨的信号，并表示正研究启动投放中央猪肉储备。往后看，由于猪肉供给过剩的局面正在逐渐得到改善，我们认为猪肉价格或在小幅回调之后重回上行通道，年内温和上涨。

**鲜菜、鸡蛋、鲜果等其他食品项环比下降，对猪肉涨价形成对冲。**食品价格下降1.6%，降幅比上月扩大0.3个百分点，影响CPI下降约0.30个百分点。受供应增加、物流好转和囤货需求减少等因素影响，鲜菜、鸡蛋、鲜果和水产品价格分别下降9.2%、5.0%、4.5%和1.6%。

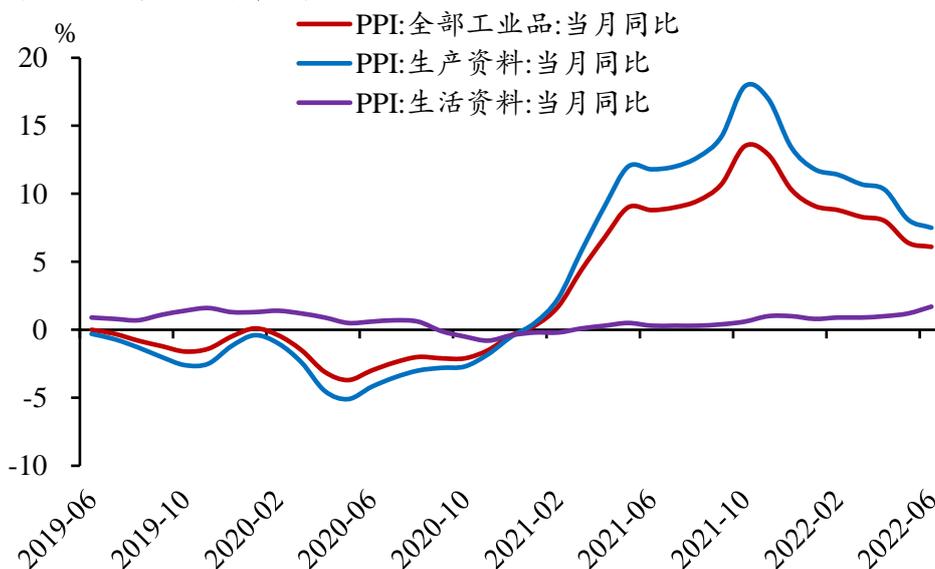
**图 2：6 月猪肉平均批发价格大幅走高**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

能源价格上涨和服务恢复共致非食品价格环比回升。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点。非食品中，受国际油价上涨影响，国内汽油和柴油价格分别上涨 6.7% 和 7.2%，涨幅比上月分别扩大 6.1 和 6.6 个百分点。6 月全国疫情形势好转，服务消费有所恢复，飞机票和旅游价格分别上涨 19.2% 和 1.2%，涨幅比上月分别扩大 15.0 和 0.8 个百分点，宾馆住宿价格由上月下降 0.7% 转为上涨 0.3%。

## 二、能源以外大宗商品价格走弱，PPI 同比继续回落

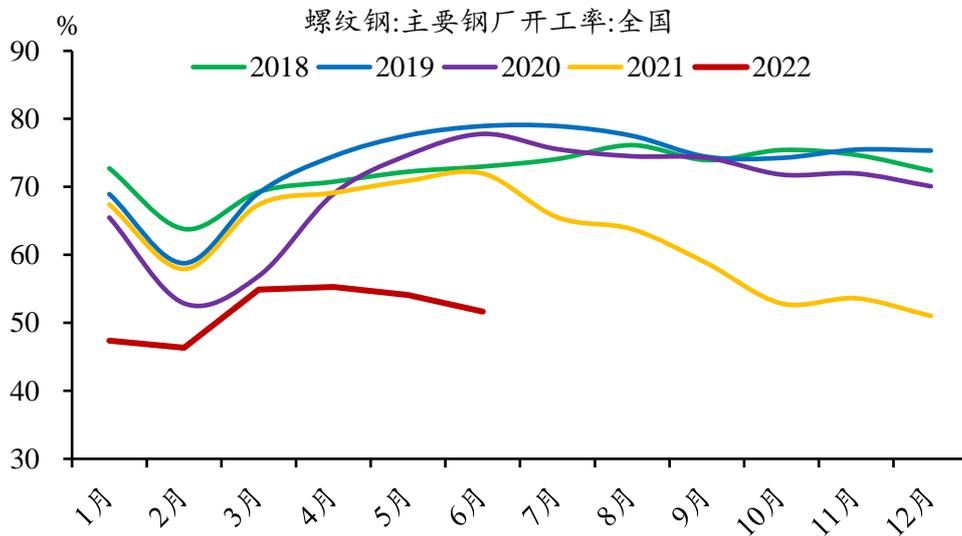
**PPI 同比继续回落。**PPI 同比上涨 6.1%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，主要是去年基数走高的影响，今年以来已连续 6 个月回落；其中，生产资料价格上涨 7.5%，涨幅回落 0.6 个百分点；生活资料价格上涨 1.7%，涨幅扩大 0.5 个百分点。从环比看，PPI 由上月上涨 0.1% 转为持平，生产资料价格由上涨 0.1% 转为下降 0.1%；生活资料价格上涨 0.3%，涨幅与上月相同。

**图 3：PPI 同比延续下降趋势**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

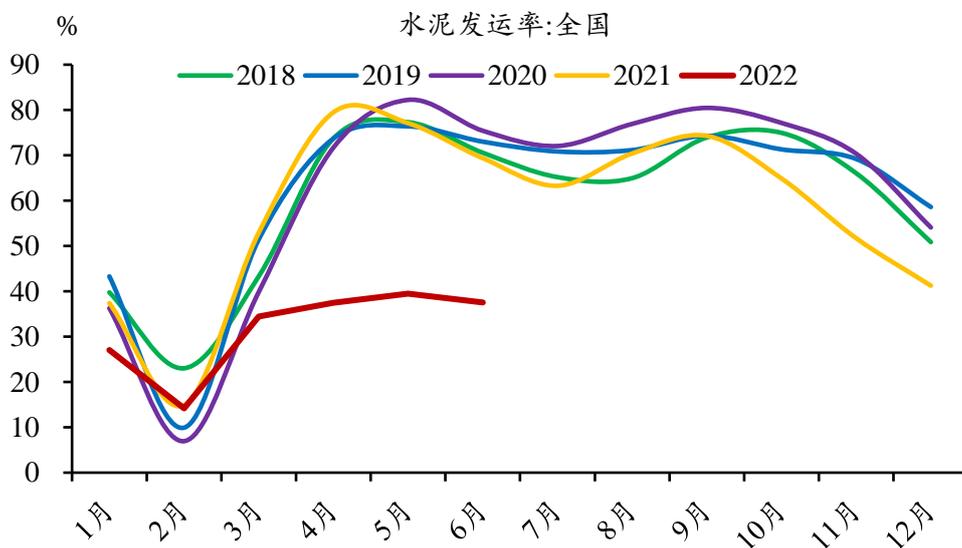
国内修复偏慢，海外衰退预期升温，黑色、非金属、有色等大宗商品价格走弱。受投资增速放缓等因素影响，钢材、水泥等行业需求相对较弱。从高频指标来看，6月螺纹钢开工率与水泥发运率均明显低于往年同期水平。另外，海外制造业景气度下滑，国际定价的有色金属价格大幅下跌，6月末LME铜、铝的收盘价较5月末分别下降13.2%、14.9%。

图 4：6月螺纹钢开工率明显弱于往年同期



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 5：6月水泥发运率偏低



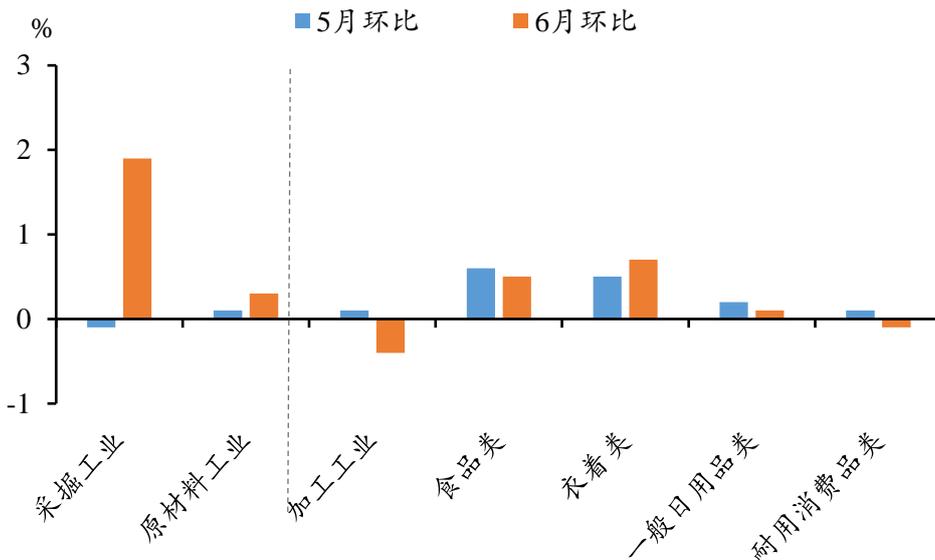
资料来源:万得, 信达证券研发中心

**能源价格对 PPI 形成较强支撑。**其一，国际油价高位震荡，石油化工产业链价格上涨。石油和天然气开采业价格上涨 7.0%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 3.6%，化学纤维制造业价格上涨 2.2%。其二，“迎峰度夏”备煤需求增加，煤炭开采和洗选业价格上涨 0.8%。

**下游价格的传导作用有所增加。**代表下游制造业的 PPI 加工工业环比下降 0.4%，上月为上涨 0.1%。下游消费品价格分化。食品类、衣着类与一般日用品类价格环比分别上涨 0.5%、0.7%、0.1%。而耐用消费品价格环比下降

0.1%。可以看到，食品、衣着产业链上游涨价对下游的传导作用有所增强。

图 6：中上游 PPI 环比涨幅对比中下游环比涨幅

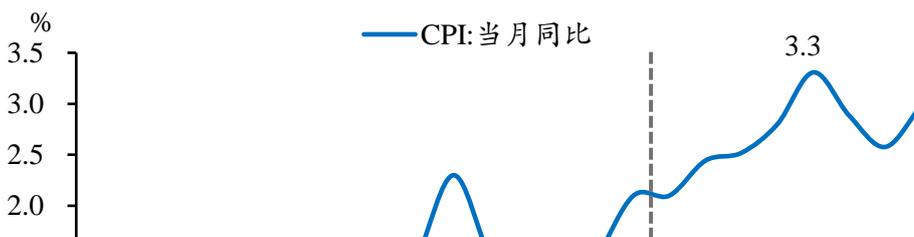


资料来源:万得, 信达证券研发中心

### 三、走高的 CPI 和趋紧的货币政策

在“猪粮油”共振之下，下半年 CPI 大概率“破 3”。(1) 猪肉供需格局持续改善，猪肉价格预计在三季度进入上行通道。(2) 国际粮食价格高位运行，下半年或将沿产业链传导至食品加工工业、养殖业等下游行业。(3) 在地缘政治冲突、需求收缩不及预期等一系列不确定性因素的影响下，油价仍然存在宽幅波动甚至进一步上行的风险。综合来看，下半年通胀压力或将明显加剧，CPI 大概率破 3%。节奏上，9 月或出现 CPI 第一个高点，约为 3.3%，小幅回落后年末再度逼近 3%。测算过程在前期报告《货币政策还有多少发力空间？——暨下半年通胀展望》中有详细描述。

图 7：下半年 CPI 大概率“破 3”



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\\_43714](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43714)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>