2022年08月10日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

猪周期通胀与内生性通缩并存

事件

8月10日，国家统计局公布了7月通胀数据，CPI同比上涨2.7%，低于2.9%的预期；PPI同比上涨4.2%，低于4.8%的市场预期。

投资要点

核心观点

1、CPI怎么看？CPI涨幅不及预期，核心CPI再度回落。7月CPI同比增长2.7%，不及市场预期的2.9%，主要贡献来自于猪肉和鲜菜等食品项。核心CPI短暂回升后再度回落，降至2021年4月以来的最低位，内需不足，内生性通缩压力凸显。

2、PPI怎么看？PPI大幅回落，大宗商品价格持续下行。7月PPI下行至4.2%，大超预期，主要是翘尾因素和海外衰退担忧带来上游大宗商品价格进一步下行。煤炭石油有色等行业出厂价格均出现回落。

3、PPI-CPI剪刀差怎么看？CPI上行，PPI下行，剪刀差持续收窄。推荐关注毛利率与CPI相关、受益于价格传导的行业，如农林牧渔、商贸零售、汽车、社服和食品饮料等。

4、货币政策会转向吗？油价震荡下行，猪价缺乏大幅上涨基础，猪油共振风险得以缓释。再加上经济弱复苏，总体通胀风险低于预期，海外输入通胀压力转小且核心通胀偏弱，均说明CPI整体温和可控，不会倒逼货币政策转向。

5、5年LPR还有调降空间吗？稳地产必要性和紧迫性提升，非对称降息依旧可期。不搞大水漫灌是下半年货币政策的主基调，但是在修复国内信贷结构，降低企业融资成本和稳房地产市场等多重需求下，5年期的LPR仍有调降空间。

风险提示

（1）通胀上行超预期

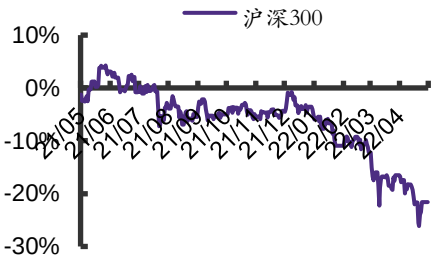
（2）海外衰退加速实现

分析师：谭倩
执业证书编号：S1050521120005
邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠
执业证书编号：S1050521110001
邮箱：zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹
执业证书编号：S1050121110002
邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《美国衰退：多远多深影响多大》20220807

《新能源景气依旧，关注下游通胀》20220804

《8月策略与十大金股》20220802

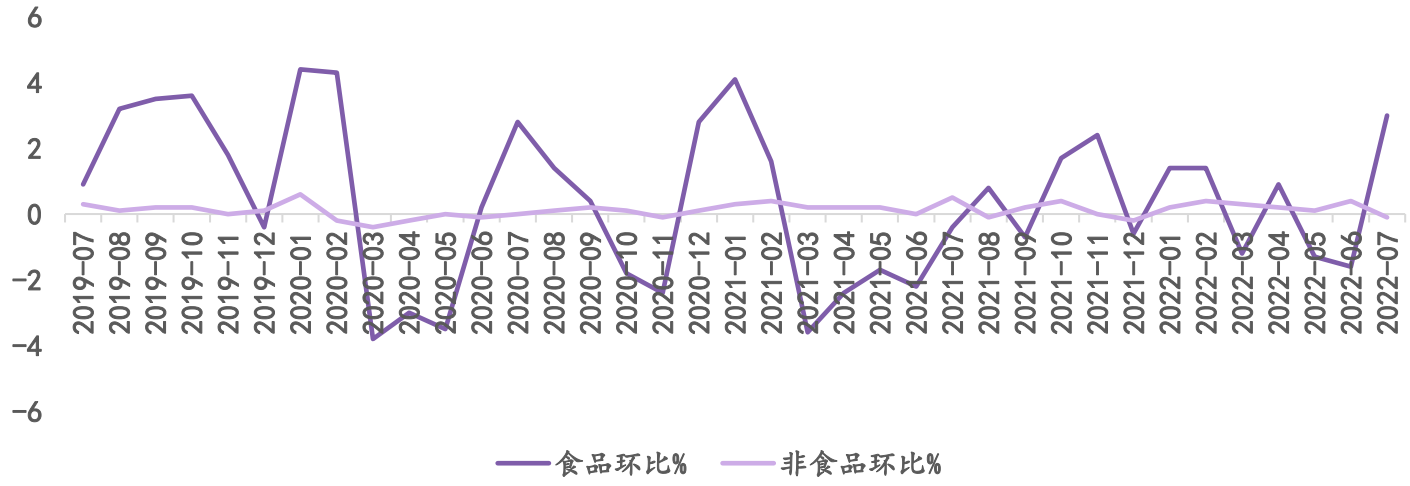
（3）地缘政治风险再起

1、CPI涨幅低于预期，食品是贡献主力

7月CPI同比上涨2.7%，低于2.9%的市场预期。从主要的贡献因素来看，翘尾因素对于CPI的影响在逐渐减弱， 2.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.9个百分点，新涨价影响约为1.8个百分点。

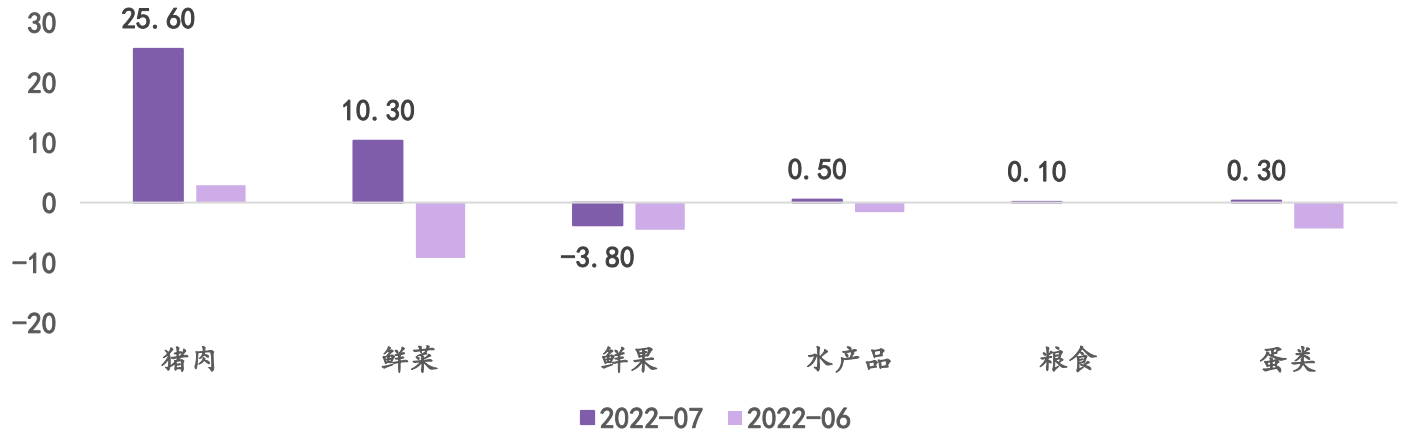
从分项来看，食品项是这次通胀的主要贡献项，食品烟酒同比增速4.7%，较上月上行2.2个百分点，环比增速由6月份的负增长转为1.9%，猪肉价格上涨是食品项上行的主要影响因素，受能繁母猪去化效应的影响，猪肉价格由6月份的同比减少6%转为7月份的同比增长20.2%。同时受极端天气影响，鲜菜价格也出现了超季节的增长，环比增速由负转正，上行10.3个百分点，同比增速也较上月上行9.2个百分点。

图表 1：食品项是主要的通胀助推因素



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 2：猪肉和鲜菜是食品项中的主要贡献项（环比%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

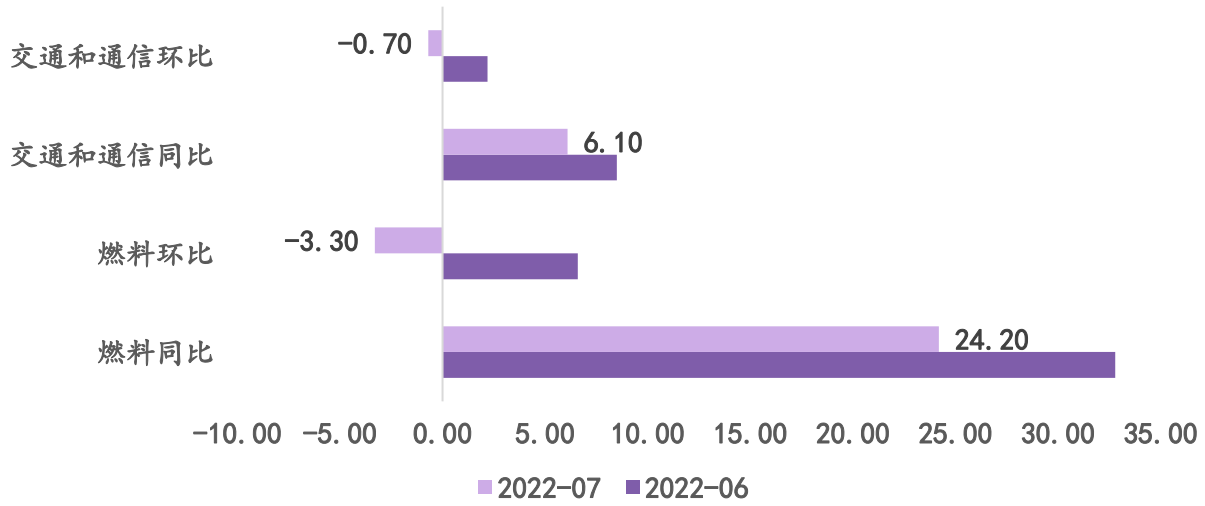
2、 猪油共振风险缓释，但猪价上行动力仍存

非食品项中，由于海外能源价格下行，交通通信对于CPI的贡献逐渐降低。7月交通通信同比增速较上月减少2.4%来到6.1%，燃料项出现了年内的首次环比负增长（-3.3%），同比增速下行8.6个百分点。

猪油共振的风险得以缓释，猪肉价格走势成为后续通胀的主要关注项。从猪肉的供给来看，能繁母猪和生猪存栏数连续上行，猪肉市场的供需格局有所缓解，因此生猪价格在七月底出现了一定的回调。

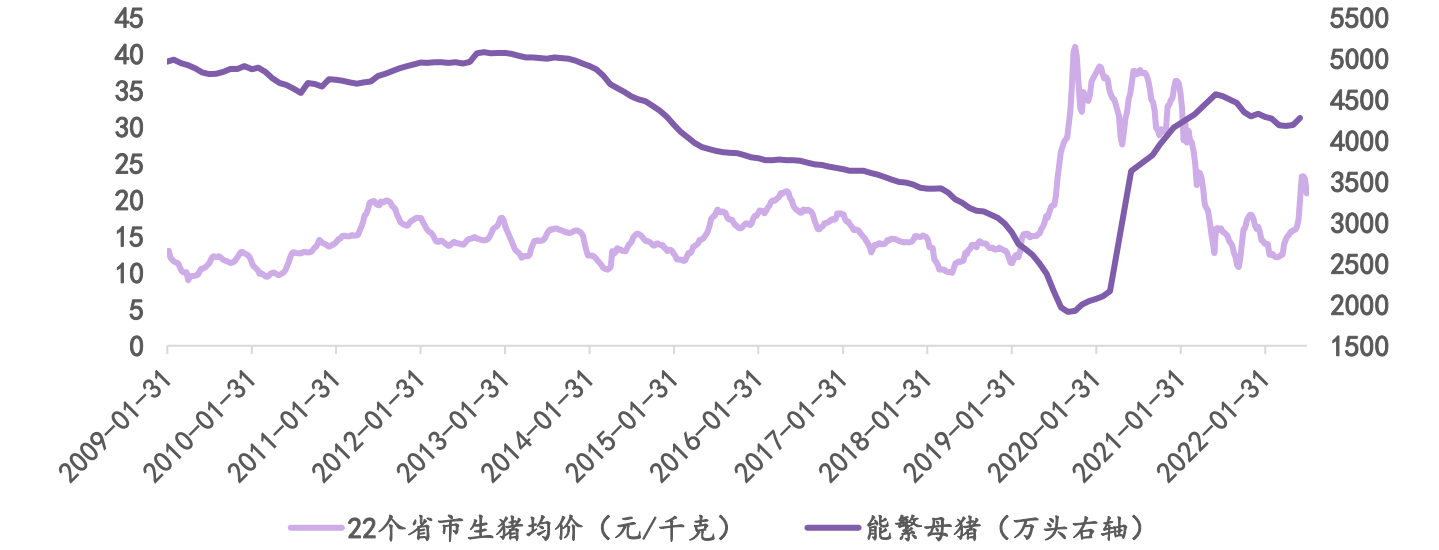
但是与2019年不同的是，当前猪肉价格的影响因素除了供给还有成本。玉米和豆粕等作为养猪的主要饲料虽然近期价格出现了一定的下行，但是仍处在相对的高位且远高于2019年同期。22城市猪粮价比在七月份触“8”之后就开始连续两周下行，猪农盈利空间进一步缩小。后续随着气温回落，猪肉需求回升，猪肉价格还有上行动能，仍会给通胀带来上行压力。

图表 3：燃料价格带动交通通信价格下行（%）



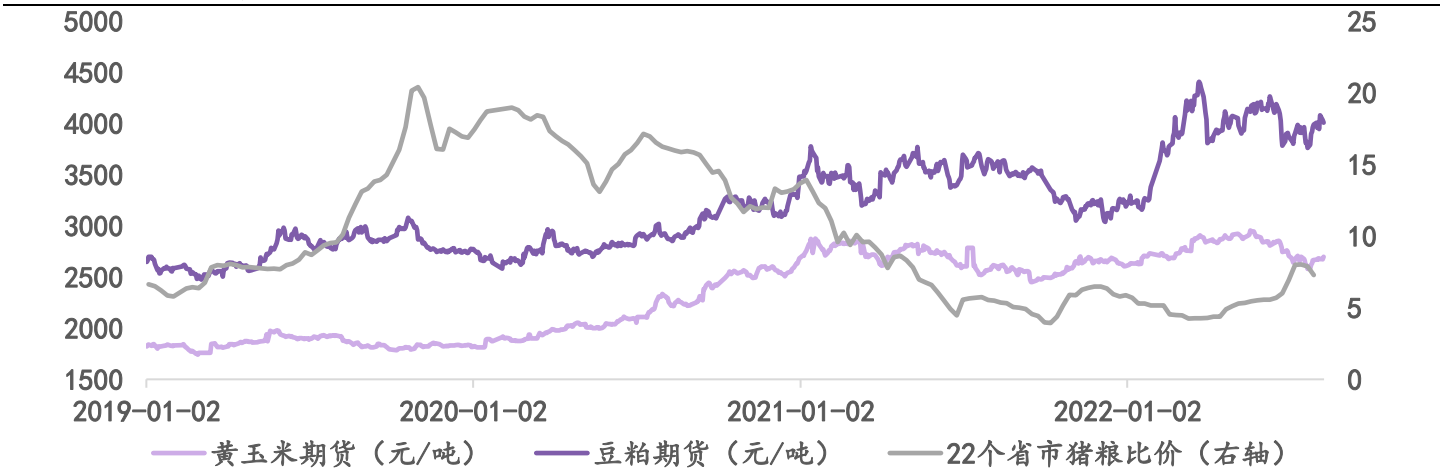
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 4：猪肉供需得到一定缓解



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 5：成本端仍有上行压力（%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

3、 核心CPI再度下行，内需不足是主因

去除粮食和能源以外的核心通胀则是出现了一定的下行，较上月下行了0.2个百分点录得0.8%，来到了2021年4月份以来的最低值。核心通胀的下行，一方面，显示出了通胀本身的内生性动能比较弱。另一方面，也显示出了国内消费需求依然有待恢复。

服务业CPI同比增速较上月下行0.3个百分点来到0.7%，7月份作为暑假季节是旅游的黄金时期，但是从旅游同比增速上来说并不及2021年7月，在疫情的扰动下国内经济和居民消费需求仍处在弱复苏过程中，依然需要货币财政政策的持续发力稳固经济的恢

复动能。

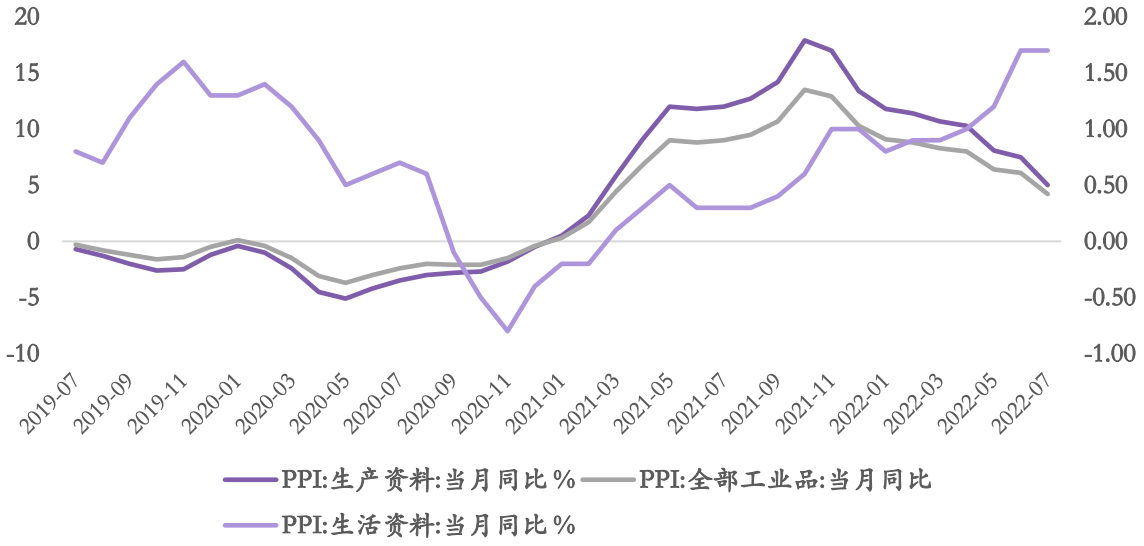
4、 铜油铝价格回落，PPI加速下行

PPI在翘尾因素以及国际大宗商品价格回落的影响下继续下行，7月份PPI同比增速超预期下行来到了4.2%的低位。生产资料同比涨幅已经连续10个月回落，环比降幅则进一步扩大至1.7%。

分行业来看，受到国际能源价格震荡下行的影响，石油天然气开采，煤炭开采洗选以及石油煤炭及其他加工业同比涨幅均有不同程度的下行，分别回落了10.5、10.7和6.1个百分点。7月份的铜价和铝价也出现了回落，带动了有色金属冶炼同比下行了6.3百分点。

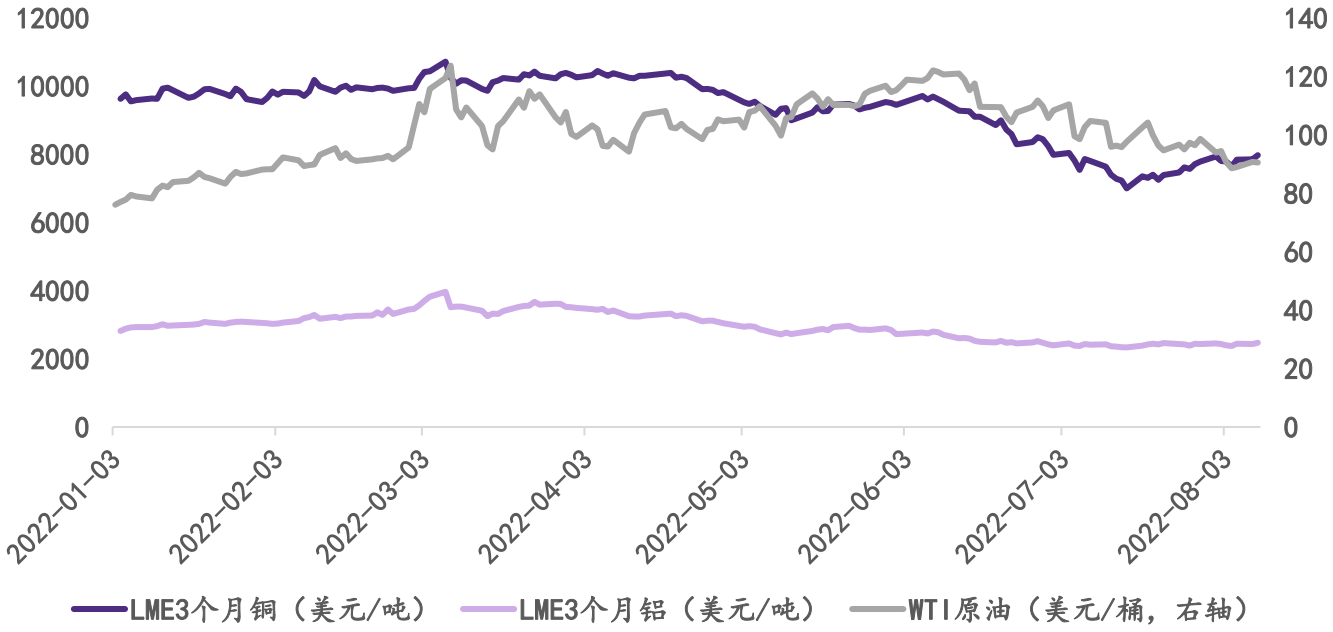
但是在7月底和8月初，铜价出现了一定的超跌反弹，LME3月铜重回了8000美元/吨的价格，将对后来的有色金属行业的出厂价格形成一定支撑。

图表 6：大宗商品价格下行带动 PPI 回落



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 7：大宗商品价格下行带动 PPI 回落

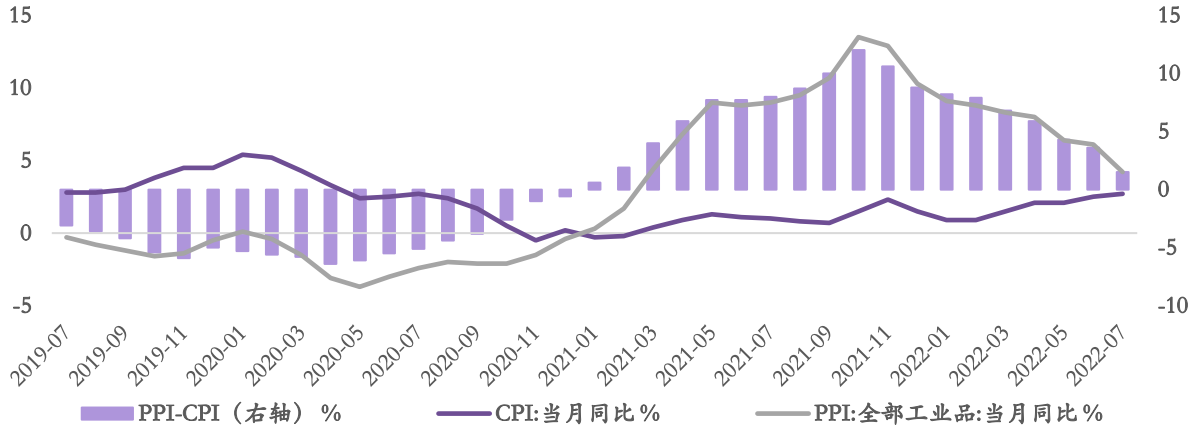


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

5、PPI-CPI剪刀差进一步收窄，关注受益行业

PPI-CPI剪刀差进一步缩小，主要是PPI加速下行。从PPI-CPI的剪刀差与各行业毛利率的相关性来看，农林牧渔、汽车、家电和社服行业，将受益于成本下行带来的毛利率改善。7月CPI涨幅虽然不及预期，但是从后续来看，猪周期还在发力，上行的通道依旧存在，因此我们推荐关注毛利率与CPI相关，受益于价格传导的行业，如农林牧渔、商贸零售、汽车、社服和食品饮料等

图表 8：PPI 助力剪刀差的进一步收窄

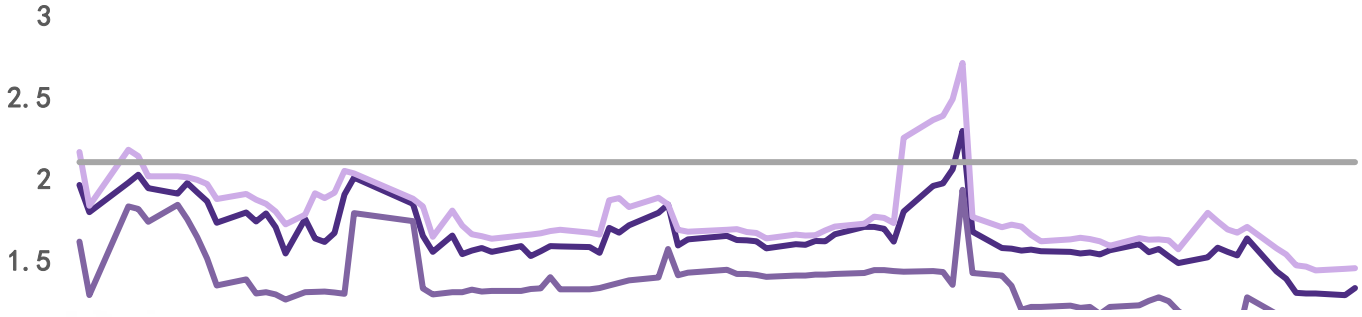


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6、 通胀整体可控，货币政策转向为时尚早

7月CPI不及预期，但正在上行通道，越来越逼近3%的政策目标。但参考历史经验我们认为现阶段国内通胀整体温和可控，货币政策不具备转向的条件。当前银行间流动性较为充裕，DR007始终在1.6%附近低位震荡，并于8月3日进一步下行至1.3%，DR001更是几近破1%，资金面较为宽松。

图表 9：银行间流动性极其充裕



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_44988