

三分法看 CPI 走势

7 月通胀数据点评

下半年 CPI 同比涨幅平均超过 3% 的概率不高。下游通胀压力被平稳消化的概率上升。

- 随着大宗价格多数见顶、甚至回落，PPI 涨幅逐步回落的趋势比较明确，目前通胀走势的焦点在 CPI。后续决定 CPI 的两个比较可能的趋势是：肉价带动食品价格涨幅反弹；能源价格触顶后涨幅收窄。
- 因此，当前更适合从“三分法”角度分析下半年 CPI 走势：将 CPI 分成核心 CPI、食品类 CPI 和 CPI 中的能源成分三大类进行分析。经过测算，核心 CPI、食品类 CPI 和能源成分三者占在 CPI 中所占的份额依次约为 70%、20% 和 10%。
- 核心 CPI 环比月率的中枢目前仍在下行态势中。尽管 6 月核心 CPI 涨幅一度反弹，但预计下半年核心 CPI 同比涨幅超过去年 7 月的 1.3% 的概率不高。我们即使将 1.3% 作为下半年核心 CPI 同比涨幅均值的基准预测，结合 70% 权重，其对下半年 CPI 同比涨幅均值的拉动也只有大约 0.9 个百分点。
- CPI 中的能源成分通常与国内油价高度相关，虽然近期从油价向 CPI 的传导效率有所提高。但在美欧衰退风险，以及欧元汇率重挫的扰动下，国际油价已显现触顶迹象，国内油价随之触顶的概率较高。
- 在下半年柴油基准价平均保持在 8500 元/吨的假设下，对应平均涨幅接近 20%。历史上类似油价涨幅下，CPI 同比涨幅的能源成分处于 0.3%-0.8% 之间，我们取较高的 0.8%，作为对下半年能源成分同比涨幅均值的基准预测。
- 综上所述，核心 CPI 和能源成分合计对下半年 CPI 同比涨幅均值的拉动约为 1.7 个百分点，以政府工作报告提出的 3% 为目标，平均还有 1.3 个百分点的空间，可以留给食品 CPI 的上涨。结合食品 CPI 的权重 20%，对应的同比涨幅约为 6.5%。2010 年以来，食品 CPI 同比涨幅只在两个时间段持续超过 6.5%，而猪肉、粮食等主要食品项目下半年并不具备与这两个时段相似的涨价基础。
- 总的来说，下半年平均来看，CPI 同比涨幅有超过 3% 的可能性，但概率不高。如我们曾在 3 月和 5 月的通胀数据点评中指出的，在核心通胀下行的趋势下，下游通胀压力被平稳消化的概率更高。叠加上半年通胀很低，全年 CPI 涨幅大概率明显低于 3%。当前国内 CPI 的驱动因素是“高位震荡的原油+猪周期见底”，属于结构性通胀范畴，央行大概率“关注但不反应”，因此通胀并非当前债市主要矛盾。
- 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。

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

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

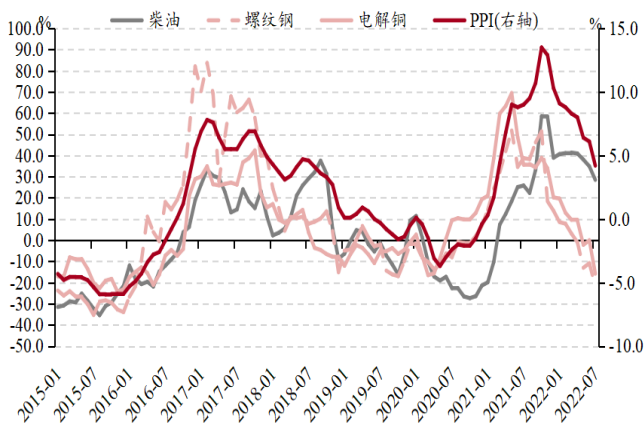
事件：国家统计局8月10日发布2022年7月份通胀数据。全国居民消费价格CPI同比上涨2.7%。其中，城市上涨2.6%，农村上涨3.0%；食品价格上涨6.3%，非食品价格上涨1.9%；消费品价格上涨4.0%，服务价格上涨0.7%。1—7月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨1.8%。环比看，全国居民消费价格环比上涨0.5%。其中，城市上涨0.4%，农村上涨0.5%；食品价格上涨3.0%，非食品价格下降0.1%；消费品价格上涨0.6%，服务价格上涨0.3%。

全国工业生产者出厂价格PPI同比上涨4.2%，环比下降1.3%；工业生产者购进价格同比上涨6.5%，环比下降0.9%。1—7月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨7.2%，工业生产者购进价格上涨9.8%。

点评：随着近期国际大宗商品价格多数见顶、甚至回落，PPI涨幅回落的趋势比较明确，目前通胀走势的焦点在CPI。7月份，国内柴油价格同比涨幅较上月有一定回落，电解铜和螺纹钢等工业品价格均较去年同期明显下降，分别下降15.8%和21.8%。而从国际大宗价格来看，原油、伦铜等代表性工业燃料、原料价格均呈现触顶回落。上游工业品输入性涨价压力缓解，国内PPI涨幅回落趋势比较明确。

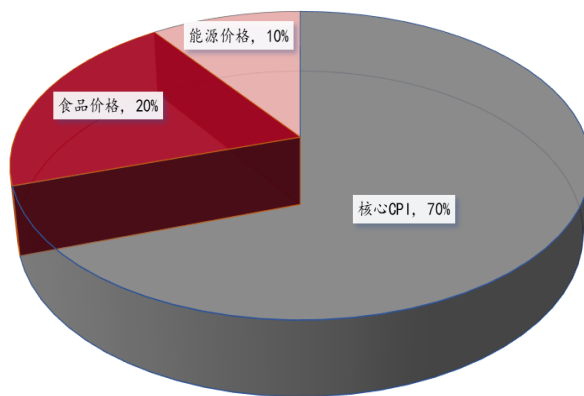
后续决定CPI的两个比较可能的趋势是：猪肉价带动食品价格涨幅反弹；能源价格触顶后涨幅收窄。因此，当前更适合从“三分法”角度分析下半年CPI走势：将CPI分成核心CPI、食品类CPI和CPI中的能源成分三大类进行分析。经测算，核心CPI、食品类CPI和能源成分三者在CPI中所占的份额依次约为70%、20%和10%。

图表 1. 重要工业品价格与 PPI 同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

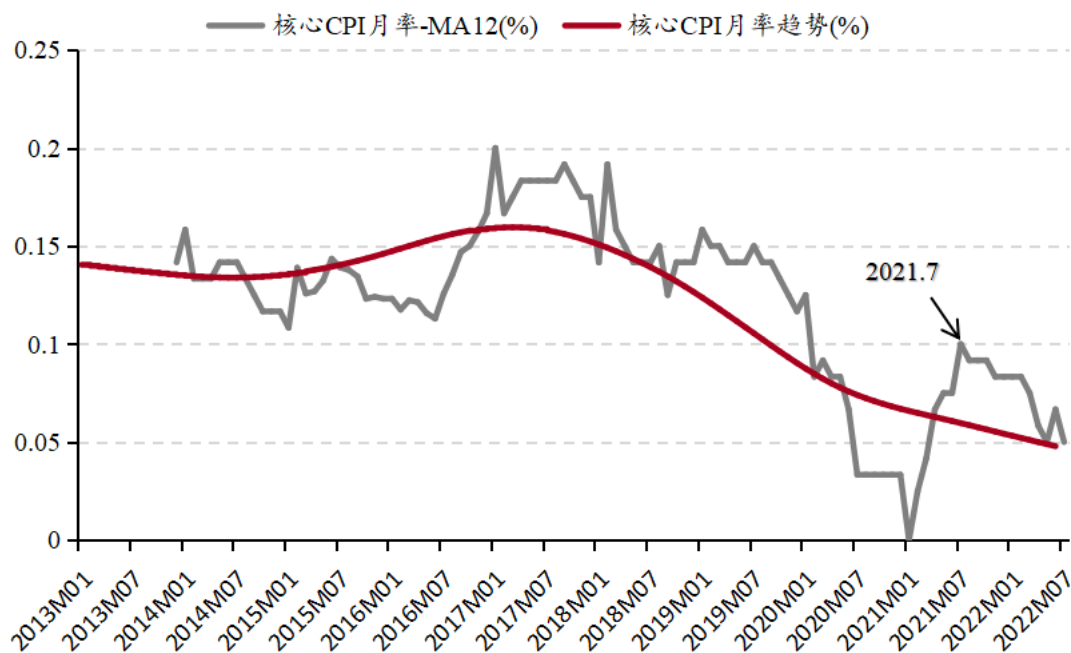
图表 2. CPI 的三分法份额结构



资料来源：万得，中银证券。

在三分法中，核心CPI所占的份额最大，但波动性较小、趋势性较强。我们用HP滤波方法得到核心CPI环比月率的中枢（即滤波后的趋势项），如下图所示。可以看到，核心CPI中枢目前仍处于下行态势中；从12个月移动平均的角度来看，核心CPI的环比涨幅也仍在下行态势中。去年7月核心CPI同比涨幅达到1.3%，为疫情冲击以后核心CPI涨幅的高点。当时处于疫情后外贸和内需的加速修复阶段。尽管6月核心CPI涨幅一度反弹，但是预计下半年核心CPI同比涨幅平均超过去年7月水平的概率不高。我们即使将1.3%作为下半年核心CPI同比涨幅均值的基准预测。结合70%的权重，其对下半年CPI同比涨幅均值的拉动也只有大约0.9个百分点。

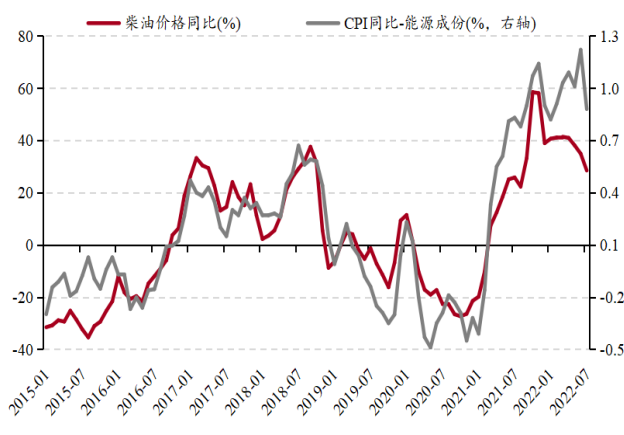
图表3.核心CPI环比月率趋势



资料来源：万得，中银证券。

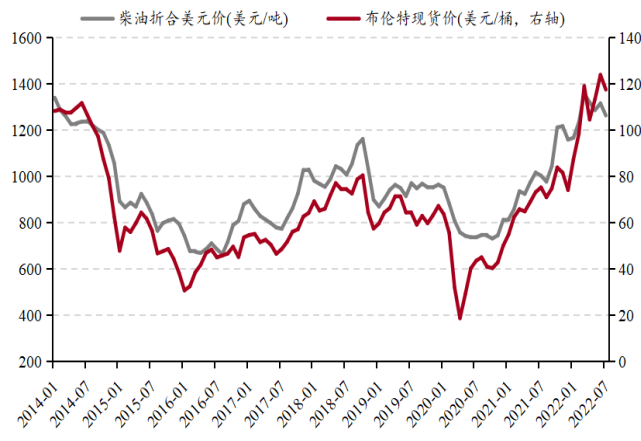
从能源价格来看，国内油价通常与CPI的能源成分高度相关。我们从CPI同比涨幅中，剔除核心CPI涨幅和食品类CPI涨幅后，得到CPI同比涨幅的能源成分。可以发现，能源成分的同比涨幅，通常与油价高度相关，如下图所示。

图表4. CPI能源成分和柴油价格同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

图表5. 布伦特油价与国内柴油价格

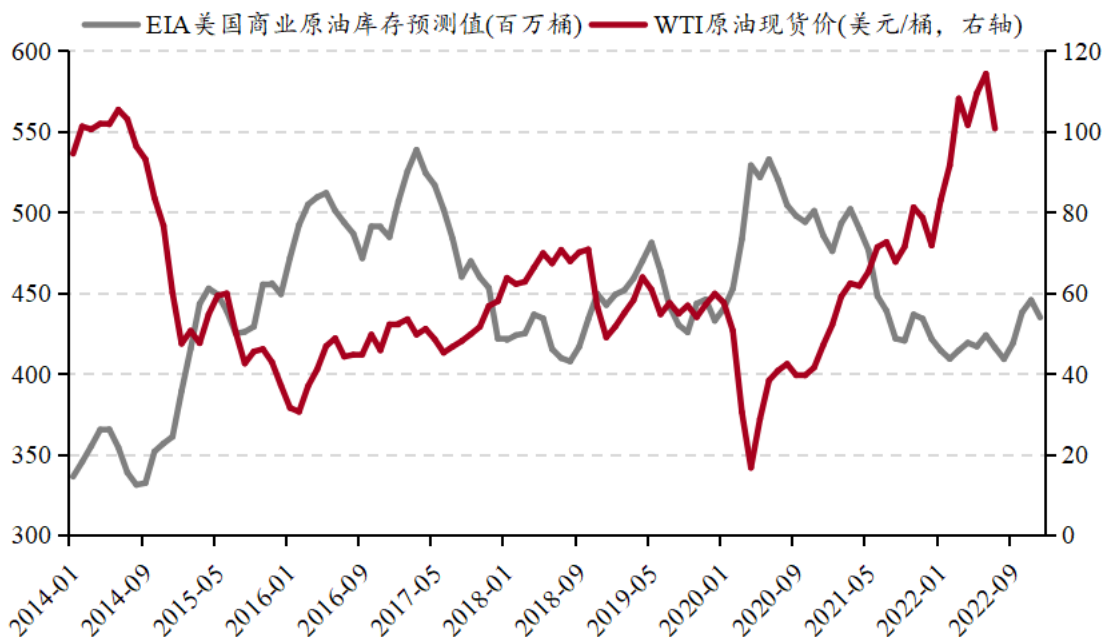


资料来源：万得，中银证券。

不难发现，近期从油价涨幅到CPI涨幅的传导效率有所提高，这可能与油价上涨趋势明确有关。但在美欧衰退风险，以及欧元汇率重挫的扰动下，国际油价已显现触顶迹象。我们曾在4月初的高频数据周报《汇率也在影响全球购买力》(20220403)提出，欧洲、日本等依赖资源进口的经济体出现本币贬值，实际上会消化这些经济体以美元计量的购买力，这可能是结束上游价格飙升的一种方式。

另外，按照美国能源信息署EIA的预测，美国商业原油库存将在今年3季度末触底回升，而美国陷入经济衰退使这种情景出现的概率进一步上升。根据库存与油价之间的关系，原油库存见底回升很可能意味着油价面临更大的压力。

图表 6. 美国商业原油库存预期与油价



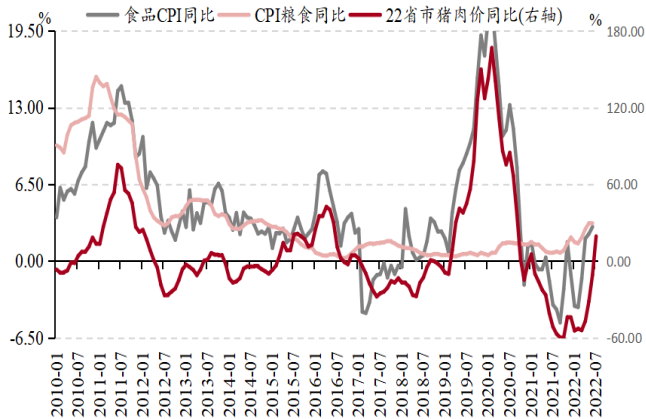
资料来源：万得，中银证券。

随着国际油价触顶，国内油价随之触顶的概率较高。假设下半年国内油价触顶、柴油基准价保持在 8500 元/吨左右，则对应的平均涨幅接近 20%。历史上类似油价涨幅下，CPI 同比涨幅的能源成分处于 0.3%-0.8% 之间。考虑到近期油价涨幅向 CPI 涨幅传导的效果较高，我们取较高的 0.8% 作为下半年能源成分同比涨幅均值的基准预测。

综合以上两点，核心 CPI 和能源成分合计对下半年 CPI 同比涨幅均值的拉动约为 1.7 个百分点，以政府工作报告提出的 3% 为目标，平均还有 1.3 个百分点的空间，可以留给食品 CPI 的上涨。按照食品 CPI 的权重 20%，对应的同比涨幅约为 6.5%。

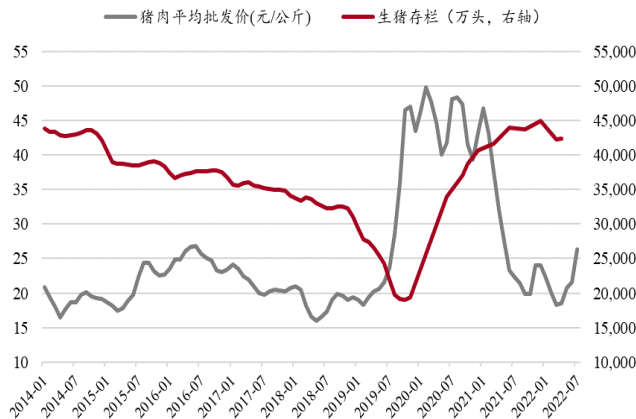
2010 年以来，食品 CPI 同比涨幅只在两个阶段持续超过 6.5%，分别为 2010 年 7 月至 2012 年 4 月、以及 2019 年 5 月至 2020 年 9 月：前一个阶段，猪肉价格涨幅较高，而且占食品 CPI 权重最大的粮食价格也有相对明显的上涨。而后一个阶段是“非洲猪瘟”影响造成严重的猪肉供给不足。而当前猪肉、粮食等主要食品项目下半年并不具备与这两个时段相似的涨价基础。下半年在我国农业生产稳定、夏粮丰收，同时生猪存栏也处于高位的条件下，食品 CPI 出现大幅上涨还是小概率事件。

图表 7. 2010 年以来食品 CPI 大幅上涨的先例



资料来源：万得，中银证券。

图表 8. 生猪存栏与猪肉价格



资料来源：万得，中银证券。

综合对前述 CPI 三大成分的分析，我们预计下半年 CPI 同比涨幅平均超过 3% 的概率不高。如我们在前期报告《通胀压力或被平缓消化——3 月通胀数据点评》(20220411)和《上游价格盘整、下游传导不畅——5 月通胀数据点评》(20220613)中指出的，在核心通胀下行的趋势下，下游通胀压力被平稳消化的概率更高。而且由于上半年平均的通胀水平偏低，全年完成政府工作报告“居民消费价格上涨 3% 左右”的目标压力较低。当前国内 CPI 的驱动因素是“高位震荡的原油+猪周期见底”，属于结构性通胀范畴，央行大概率“关注但不反应”，因此通胀并非当前债市主要矛盾

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_45118

