

2022 年 09 月 09 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

通胀无虞，宽松可期

—宏观点评报告

事件

分析师：谭倩 S1050521120005
tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
yangqq@cfsc.com.cn

9 月 9 日，国家统计局公布 8 月通胀数据，CPI 同比 2.5%，低于 2.8%的市场预期和前值 2.7%，主要是猪肉放缓带来的超预期回落。PPI 同比 2.3%，低于 3.1%的市场预期和前值 4.2%，主因是海外大宗商品价格下行。

投资要点

■ 食品增速放缓，CPI 年内首降，但仍有破 3 动能

食品增速放缓叠加非食品贡献减弱，导致 CPI 下行超预期，出现了年内首次同比增速下行。特别是猪肉价格环比上行放缓，后续猪肉价格还有温和上行空间，推动 CPI 破 3 风险还在，但对货币宽松的掣肘有限。

■ 电力由跌转涨，大宗价格回落，PPI 加速下行

在国际主要大宗商品价格下行的背景下，PPI 同比环比均在加速回落，主因是煤炭石油等能源价格下行，仅有电力在高温限电的影响下同比增速由跌转涨。

■ PPI-CPI 剪刀差逆转，消费毛利改善难敌需求疲弱

时隔 19 个月，PPI-CPI 剪刀差再次转负，上游成本压力趋于缓和，企业盈利空间逐步打开，对消费行业产生一定的支撑，但仍需等待需求预期的修复。

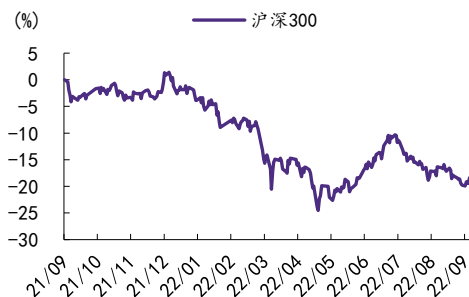
■ 海外密集鹰派加息，国内错峰宽松，降准可期

通胀阶段性缓和对货币政策掣肘有所减弱，但当前海内外货币政策周期错位，9 月欧美接连鹰派加息，国内宽松需兼顾时间节点，9-10 月降准可期，四季度还有降息空间，特别是 5 年期 LPR。

■ 风险提示

海外衰退加速到来，地缘政治冲突再起，能源危机再次恶化

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《75BP 是市场对美联储的“预期管理”》2022-09-03
- 2、《重回弱复苏：需求好于生产，内需仍需发力》2022-08-31
- 3、《工业利润再承压，新旧能源成亮点》2022-08-29

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、食品增速放缓, CPI 年内首降, 但仍有破 3 动能	3
2、电力由跌转涨, 大宗价格回落, PPI 加速下行	4
3、PPI-CPI 剪刀差逆转, 消费毛利改善难敌需求疲弱	5
4、海外密集鹰派加息, 国内错峰宽松, 降准可期.....	6
5、风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 主要食品项环比涨幅均收窄	3
图表 2: 疫情扰动能源回落影响非食品项价格.....	4
图表 3: 大多数行业增速出现了加速下行(环比)	5
图表 4: 疫情扰动能源回落影响非食品项价格.....	5
图表 5: 美联储加息 75BP 预期进一步上升	6
图表 6: 8 月物价数据一览	7

事件：

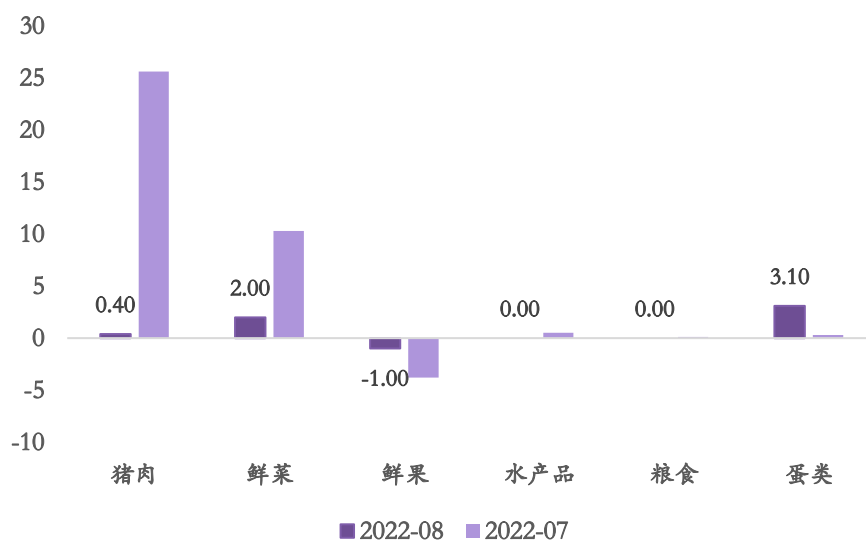
9月9日，国家统计局公布8月份的通胀数据，CPI同比2.5%，低于2.8%的市场预期和前值2.7%，出现超预期回落，主要是猪肉价格环比增速放缓。PPI同比2.3%，低于3.1%的市场预期和前值4.2%，加速回落，主因是海外大宗商品价格下行。

评论：

1、食品增速放缓，CPI年内首降，但仍有破3动能

8月份CPI同比较上月减少0.2%来到2.5%，环比减少了0.1%。食品增速放缓叠加非食品贡献减弱，导致CPI下行超预期，出现了年内首次同比增速下行。具体分项来看，猪肉价格上行放缓导致食品项对于通胀的贡献度减弱，虽然猪肉同比增速上行至22.4%，但主要是去年低基数的影响。环比增速仅为0.4%，涨幅比上月回落25.2个百分点。7月由于短期季节性因素的扰动和养殖户压栏惜售的影响，猪肉价格快速上行。8月由于生猪价格能繁母猪去化和高温天气影响，猪肉价格上行斜率放缓。

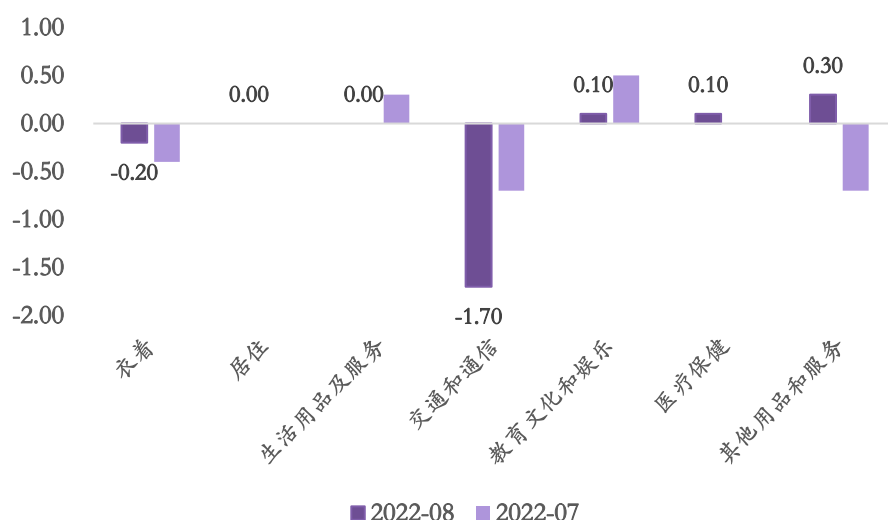
图表1：主要食品项环比涨幅均收窄



资料来源：wind，华鑫证券研究

能源价格下行叠加疫情影响，8月非食品项CPI增速进一步下行至1.7%，对CPI同比的贡献也从上月的1.56个百分点降低到1.38个百分点，环比增速连续两个月回落，已降至-0.3%。国际能源价格下行传导至汽油和柴油价格，环比增速连续两个月回落，分别减少了4.8%和5.2%。再加上8月份以来国内多地再次出现疫情的爆发，使得服务价格出现放缓，环比增速0%，同比增速0.7%，与上月持平。

图表 2：疫情扰动能源回落影响非食品项价格



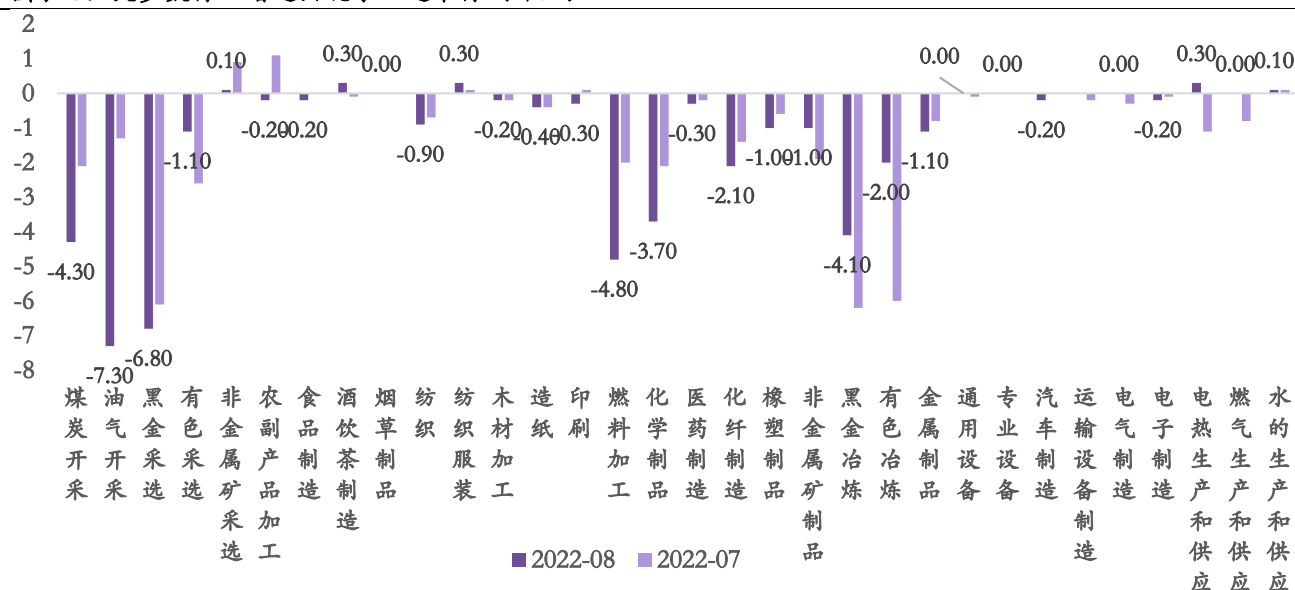
资料来源：wind，华鑫证券研究

后续来看，能繁母猪加速去化，猪肉价格还有温和上涨的动力，疫后服务价格逐步修复，对通胀的助推动力还在，CPI 仍有破 3 动能。

2、电力由跌转涨，大宗价格回落，PPI 加速下行

8 月份 PPI 环比下降 1.2%，同比增速 2.3%，较上月回落 1.9 个百分点，降幅明显扩大，主因是国际主要大宗商品价格下行。分行业来看，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业价格降幅扩大，同比增速分别较上月下行了 12.1%、8.9%、7.3%和 5.6%，有色金属冶炼和压延加工业价格由上月上行 1.9%转为同比下滑 1.5%，输入性通胀压力边际缓和。但需要注意的是，受高温天气影响，电力需求增加，电力热力生产和供应业价格由下降 1.1%转为上行 0.3%。

图表 3：大多数行业增速出现了加速下行（环比）

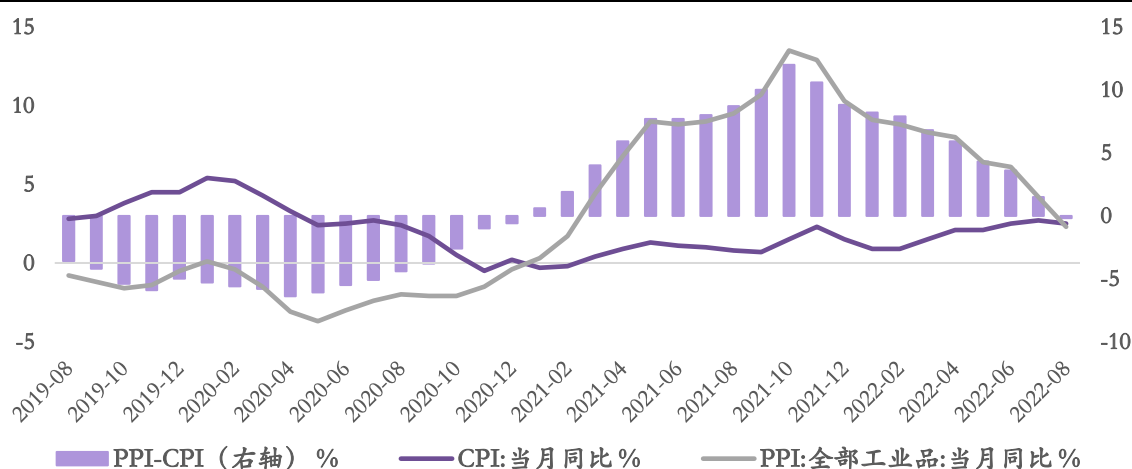


资料来源：wind，华鑫证券研究

3、PPI-CPI 剪刀差逆转，消费毛利改善难敌需求疲弱

8 月份 PPI 同比增速 2.5%，CPI 同比增速 2.3%，PPI-CPI 剪刀差为-0.2%。时隔 19 个月，PPI-CPI 剪刀差出现逆转，再次转负，上游成本压力缓和，中下游企业盈利空间打开，对中游制造和下游消费行业的基本面形成一定的支撑，算是利好。但是当前需求依旧偏弱，核心 CPI 与上月 0.8% 的同比增速持平，仍处在 2021 年 4 月以来的低位，盈利的改善对于中下游虽有支撑，但仍需等待需求预期的修复。

图表 4：疫情扰动能源回落影响非食品项价格



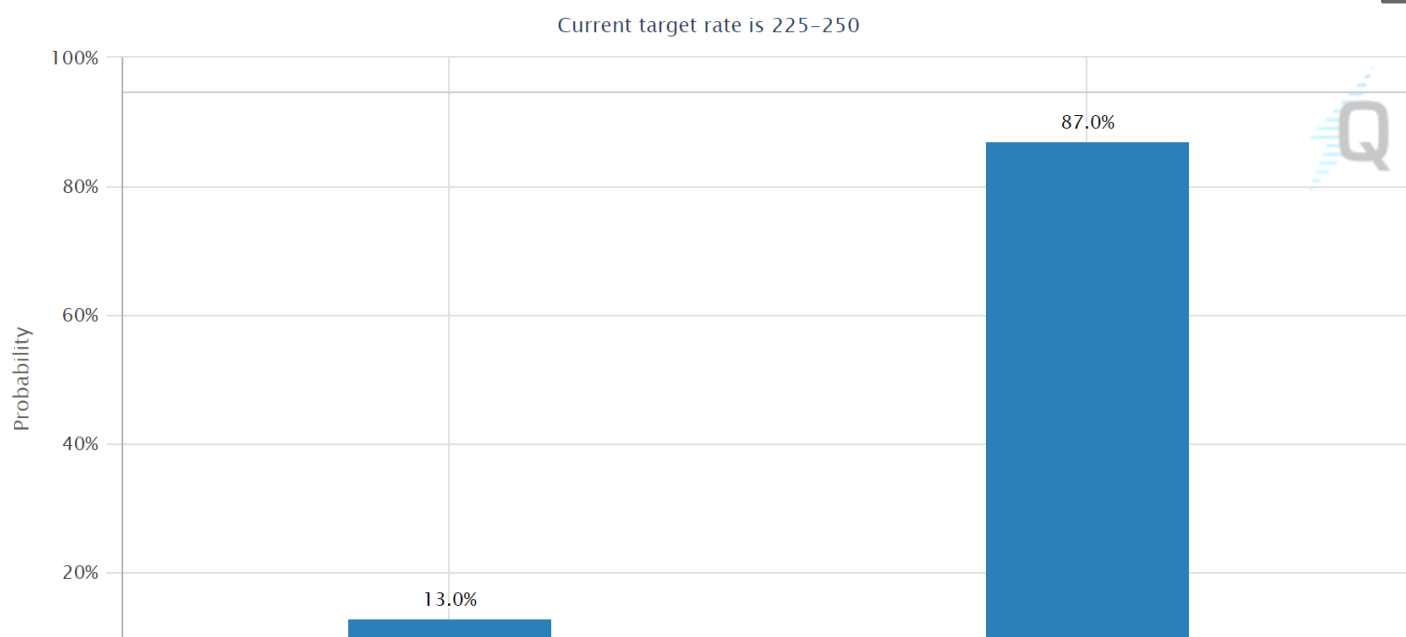
资料来源：wind，华鑫证券研究

4、海外密集鹰派加息，国内错峰宽松，降准可期

从货币政策空间来说，通胀阶段性缓和货币政策掣肘有所减弱，通胀无虞，宽松可期，只是当前海内外货币政策周期错位，需要错峰宽松。具体到时间节点上，9月欧盟通胀创9.1%的新高，欧央行激进加息75BP。当前欧洲在能源危机、衰退逼近、债务风险加剧等多重挑战下，依然选择大力度加息，显示出抗通胀强于稳经济的决心。受此情绪影响，美联储加息预期明显升温，CME预测9月美联储加息75BP的概率已经升至87%，较前一天上升了10%。因此在全球紧缩加息的背景下，我们国内宽松需兼顾时间节点，预计下次加息的时间点可能要到四季度，待海内外重大政治事件尘埃落定，紧缩情绪有所缓解后再进行降息操作。但降准受到的限制更小，9-10月降准可期，用于对冲MLF到期和政策性金融工具、专项债限额发行带来的资金流动性缺口。

图表 5：美联储加息 75BP 预期进一步上升

TARGET RATE PROBABILITIES FOR 21 SEP 2022 FED MEETING



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_45961

