

“猪通胀”不足为惧，核心通胀创新低

——对 2022 年 9 月份通胀数据的点评

事件：

国家统计局10月14日公布数据显示，9月CPI同比2.8%，较上月回升0.3个百分点，市场预期3%；环比0.3%，较上月回升0.4个百分点。核心CPI同比0.6%，较上月回落0.2个百分点。

9月PPI同比0.9%，较上月回落1.4个百分点，市场预期1.11%；环比-0.1%，较上月回升1.1个百分点。

事件点评

➤ “猪通胀”推升CPI，核心通胀创今年以来新低

9月CPI同比涨幅扩大受食品价格上行及季节性因素推动，核心CPI表现疲弱。分项来看，食品项同比回升，非食品项同比回落。其中猪肉价格对CPI同比拉动0.45个百分点，较上月回升0.15个百分点，是CPI上行的主要拉动项，非食品项则受国际油价回落带动国内成品油价格小幅下跌影响，对CPI上行形成压制。但核心通胀无虞，总需求未现全面膨胀，“猪通胀”不构成全面通胀的压力，通胀压力较小，不会影响货币政策及流动性宽松。

➤ CPI展望：能源价格走低，四季度小幅回落

我们预计四季度CPI同比将有小幅回落，10月或将在2.6%左右。我们仍维持接下来猪价将继续上行、对CPI的拉动作用持续显著的看法。能源来看，经济衰退的预期加深，能源需求或继续回落、能源价格或震荡走低，对猪通胀压力形成对冲。基数效应来看，去年同期基数走高，对CPI同比上行有一定的抑制。

➤ PPI延续回落趋势：国际大宗下跌，内需型大宗需求疲弱

9月PPI同比0.9%，涨幅继续回落，其中生产资料同比受大宗商品价格下跌影响延续全线回调趋势，生活资料同比在食品项拉动作用下有所回升。

➤ PPI展望：大宗商品延续下行周期，PPI延续回落

我们认为PPI仍将延续回落趋势。随着经济衰退预期加深，国际大宗商品如油气价格或将持续下探。国内疫情反弹或拖累工业品需求，内需型大宗预计将延续下跌趋势。另外从基数效应来看，去年同期基数走高也对PPI同比形成一定抑制作用。

➤ 对债券收益率的影响：不惧“猪通胀”，是结构性通胀，而非全面通胀

我们认为当前货币政策仍有宽松空间，短期政策利率调整的压力不大。投资策略方面，在经济“弱复苏”背景下，我们维持“适当采取拉久期+杠杆”策略。

➤ 风险提示：疫情反弹超预期，经济复苏不及预期。

分析师：王宇鹏

执业证书编号：S0590522020002

电话：18600937880

邮箱：wyp@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《信用扩张有改善，但仍需政策持续发力》
2022.10.12
- 2、《今年国庆黄金周透露哪些重要经济信号？》
2022.10.09
- 3、《宝武集团重组山钢，莱钢集团主业被转让》
2022.10.08

1 事件

国家统计局 10 月 14 日公布数据显示，9 月 CPI 同比 2.8%，较上月回升 0.3 个百分点，市场预期 3%；环比 0.3%，较上月回升 0.4 个百分点。核心 CPI 同比 0.6%，较上月回落 0.2 个百分点。

9 月 PPI 同比 0.9%，较上月回落 1.4 个百分点，市场预期 1.11%；环比-0.1%，较上月回升 1.1 个百分点。

2 事件点评

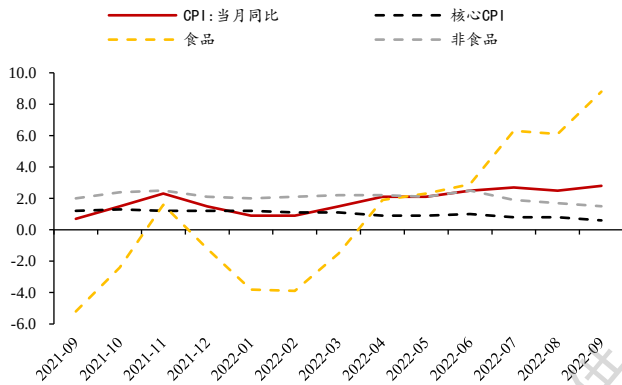
2.1 “猪通胀”推升 CPI，核心通胀创今年以来新低

9 月 CPI 同比涨幅扩大受食品价格上行及季节性因素推动，核心 CPI 表现疲弱。 9 月猪价、鲜菜、蛋类等食品项同比涨幅扩大，其中猪价再度站上“30”元大关，对 CPI 拉动作用较大，但国际油价回落带动国内成品油价格小幅下跌，对 CPI 上行形成压制；受疫情反弹影响，核心 CPI 表现疲弱。

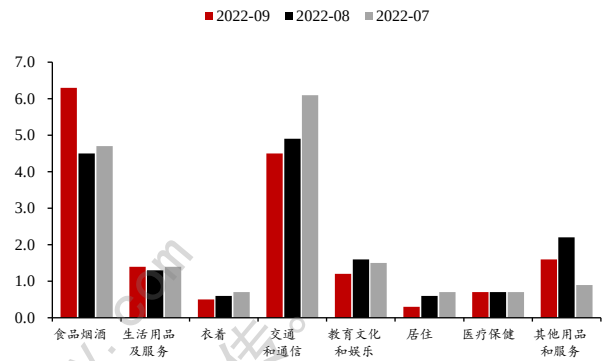
分项来看，食品项同比回升，非食品项同比回落。其中食品项同比 8.8%，较上月回升 2.7 个百分点，非食品项同比 1.5%，较上月回落 0.2 个百分点。食品项中，各分项表现全线拉升，猪肉、鲜菜、鲜果、蛋类、粮食、食用油价格同比分别上涨 36%、12.1%、17.8%、7.6%、3.6%、8.3%，分别较上月回升 13.6、6.1、1.5、5.6、0.3、0.8 个百分点，其中猪肉价格对 CPI 同比拉动 0.45 个百分点，较上月回升 0.15 个百分点。非食品项中，七大分项表现为“1 升 1 平 5 跌”，生活用品及服务价格同比较上月回升 0.1 个百分点，医疗保健仍持平 0.7%，居住、交通通信、衣着、教育文化娱乐及其他用品及服务则分别较上月回落 0.3、0.4、0.1、0.4、0.6 个百分点。**整体来看，食品项对 CPI 拉动走强。**一方面由于受节日效应及看涨预期下养殖户压栏惜售情绪影响，猪价强势上涨至突破“30”元大关，站上 16 个月以来的最高点，为 CPI 同比的主要拉动项。另一方面 9 月上旬高温干旱天气叠加中秋假期需求走高推动 9 月菜价整体处于高位、蛋价也受中秋及国庆假期影响整体走高。**非食品项对 CPI 拉动走弱。**主要由于国际油价回调带动国内成品油价格小幅下跌，交通工具用燃料项同比下行，与 CPI 上行力量形成一定的对冲。

图表 1: CPI 及食品、非食品分项、核心 CPI 同比 (%)

图表 2: CPI 八大分项同比 (%)



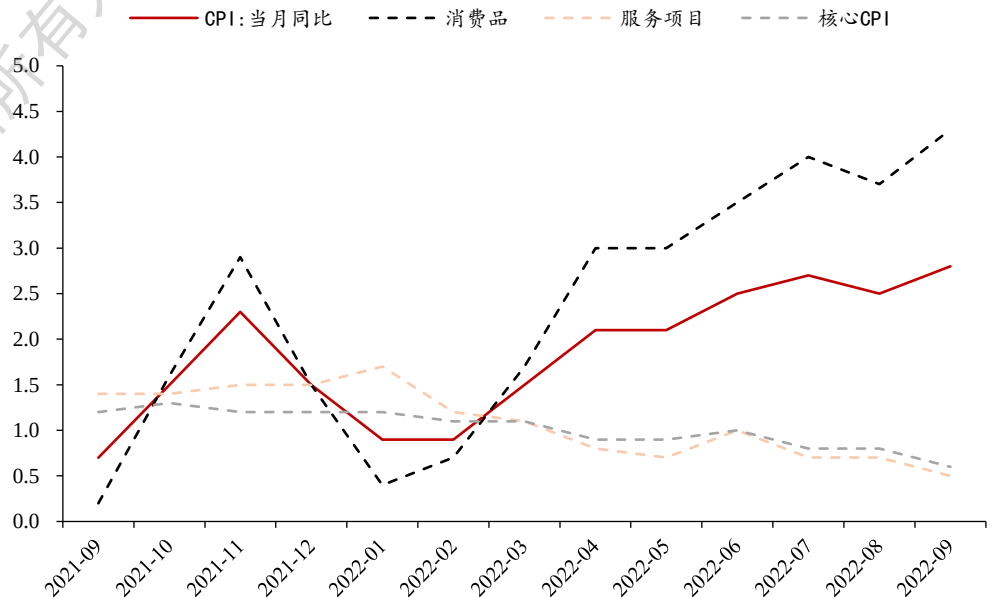
来源: wind, 国联证券研究所



来源: wind, 国联证券研究所

核心通胀无虞,“猪通胀”不构成全面通胀的压力。9月去除能源食品后的核心CPI同比0.6%,较前值回落0.2个百分点。结合服务分项价格同比上涨0.5%、较上月回落0.2个百分点可以看出,国内需求边际收缩、仍较为疲弱。因此尽管猪价居于猪周期上行区间,但总需求未现全面膨胀,通胀压力较小,不会影响货币政策及流动性宽松。

图表 3: CPI 服务项同比持续走低体现疫情反弹下的需求收缩 (%)



来源: wind, 国联证券研究所

2.2 CPI 展望: 能源价格走低, 四季度小幅回落

我们预计四季度 CPI 同比将有小幅回落, 10 月或将在 2.6% 左右。我们仍维持

接下来猪价将继续上行、对 CPI 的拉动作用持续显著的看法。10 月国庆节日效应以及气温骤降拉动猪肉消费，叠加此前养殖户看涨预期下压栏惜售及二次育肥情绪较强，预计 10 月猪价仍将保持高位波动，但在发改委积极调控储备肉投放及市场价格的背景下，10 月猪价出现大幅上涨的可能性不大。另外考虑到四季度寒冷天气仍将持续，且养殖户有春节前压栏及二次育肥的可能，预计猪价在 11、12 月份有抬升的可能。能源来看，美国 9 月通胀再超预期，美联储继续暴力加息的可能性加大，经济衰退的预期加深，能源需求或继续回落、能源价格或震荡走低，对猪通胀压力形成对冲。基数效应来看，去年同期基数走高，对 CPI 同比上行有一定的抑制。综合来看，我们认为 10 月通胀或小幅回落至 2.6% 左右。

2.3 PPI 延续回落趋势：国际大宗下跌，内需型大宗需求疲弱

9 月 PPI 同比 0.9%，涨幅继续回落，其中生产资料同比受大宗商品价格下跌影响延续全线回调趋势，生活资料同比在食品项拉动作用下有所回升。

分项来看，生产资料价格同比 0.6%，较上月回落 1.8 个百分点；生活资料价格同比 1.8%，较上月回升 0.2 个百分点。生产资料方面，原材料工业同比 5.8%，加工工业同比 3.5%，采掘工业同比-1.9%，分别较上月回落 2、6.6、1.2 个百分点。生活资料方面，食品类同比 4.1%，耐用消费品类同比-0.6%，一般日用品类同比 1.6%，衣着类同比 2.3%，分别较上月回升 0.4、0、0.1、0.1 个百分点。整体来看，生产资料各分项价格同比全线走弱，主要由于国际原油价格下跌带动国内成品油价格下调，国内汽油和柴油价格分别下降 1.2% 和 1.3%，上游及中游原材料行业价格降幅明显；国内地产恢复情况仍旧低迷，对工业品需求未有显著改善，黑色系价格如铁矿石、螺纹钢、热轧卷板等价格均回落。生活资料价格在各分项大部回升的作用下较上月涨幅上行 0.2 个百分点，对 PPI 的支撑力量走强，主要由于食品项的拉动较显著。

图表 4: PPI 及生产、生活资料同比 (%)

图表 5: PPI 各分项同比 (%)

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_47252

