

CPI 能回升到哪？PPI 何时转负？

——2022 年通胀分析与预测

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

投资要点：

► CPI 走势预测：有所上行，压力不大

2022 年 CPI 整体呈现先上后下态势，高点出现在 8 月份（2.7%），全年中枢 2.3%，压力相对不大。

► CPI 主要驱动因素价格分析与预判

猪肉：预计 2021 年 Q4 至春节猪肉价格将会短暂回升，随后受需求季节性下降影响逐步回落，在 2022 年 Q2 阶段性见底，而后逐步开启新一轮上涨周期。

鲜菜：鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征，12 月至次年 2 月价格一般为年内高点；3-6 月价格逐步回落，7-8 月易受洪涝灾害影响，价格有所上行，10-11 月，秋菜上市，价格小幅回落。

油价：OPEC+会议维持原定政策，Q4 供需仍然偏紧，原油价格可能继续维持高位。2022 年随着供给的逐步恢复，供需缺口将会收窄，价格中枢有望下移。

服务业价格：近期多个省份再度爆发散点疫情，对服务消费恢复产生一定负面影响。往后看，疫情对服务业的影响有望逐步缓解，叠加明年北京冬奥会开办，会在一定程度上提振国内旅游、餐饮市场，进而对服务业价格产生一定支撑。

► PPI 走势预测：逐步回落，年底转负

2022 年 PPI 将逐步回落，受高基数影响，年底可能转负，全年中枢 4.6%。

► PPI 主要驱动因素价格分析与预判

煤炭、钢铁：在政策引导以及增产保供影响下，煤、钢价格近期下行明显，但由于整体供需仍处于紧平衡状态，继续下行空间不大，未来价格中枢有望继续保持较高水平。

有色金属：近期受国际货币政策转向以及需求不及预期影响，有色价格有所下滑。展望明年，供需错配局面有望部分缓解，有色价格大概率维持震荡态势。

化学原料制品：该类商品的价格受原油影响较大，2022 年伴随原油供需紧张局面的缓解，原油价格稳中趋降，该类商品价格亦将有所走弱。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. CPI 走势预测：有所上行，压力不大.....	3
2. PPI 走势预测：逐步回落，年底转负.....	9
3. 风险提示.....	11

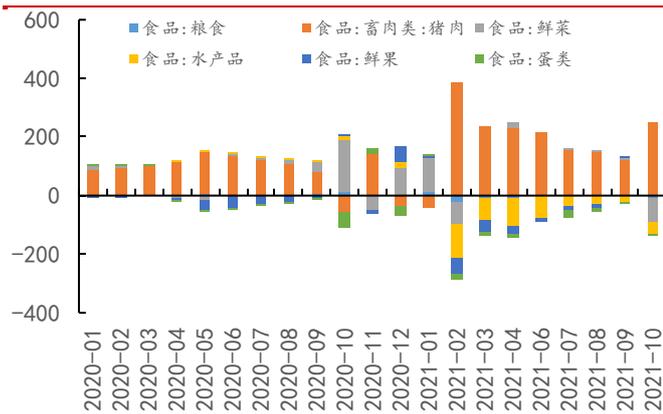
图表目录

图 1 食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%).....	3
图 2 非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%).....	3
图 3 CPI 非食品同比与服务业、油价同比(%).....	3
图 4 过去三轮猪周期平均持续时间 47 个月.....	4
图 5 能繁母猪存栏同比平均领先猪出栏同比 11 个月.....	5
图 6 能繁母猪存栏同比平均领先猪肉价格 14 个月.....	5
图 7 我国人均猪肉消费量基本保持稳定.....	5
图 8 猪肉需求指数显示三、四季度猪肉消费进入旺季.....	5
图 9 鲜菜价格呈现明显的季节性波动特征.....	6
图 10 原油价格目前维持高位.....	7
图 11 美国原油库存仍然处于低位.....	7
图 12 OPEC+原油产量.....	7
图 13 2022 年全球原油供需基本平衡（百万桶/天）.....	7
图 14 2022 年 CPI 同比走势(%).....	8
图 10 2022 年 PPI 同比走势(%).....	11
表 1 CPI 食品分项同比预测.....	8
表 2 CPI 非食品分项同比预测.....	9
表 3 五大行业占 PPI 权重及对 PPI 贡献.....	10
表 4 PPI 环比预测.....	11

1. CPI 走势预测：有所上行，压力不大

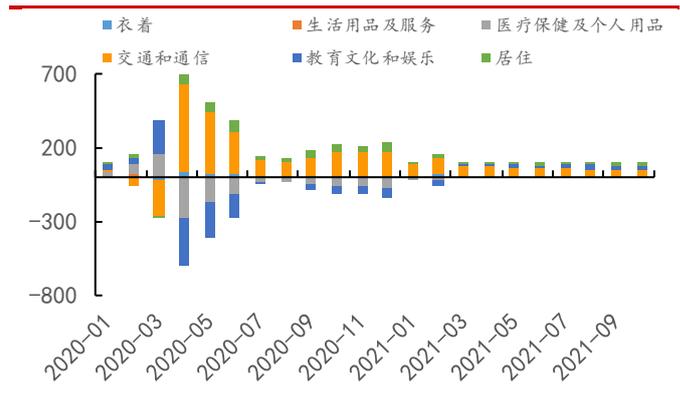
对于 CPI 未来走势的判断，核心是对其主要驱动因素价格走势进行判断。从各分项对 CPI 的贡献率可以看出，CPI 食品烟酒分项主要由猪肉和鲜菜价格驱动，CPI 非食品烟酒分项主要由油价和服务业价格驱动。

图 1 食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



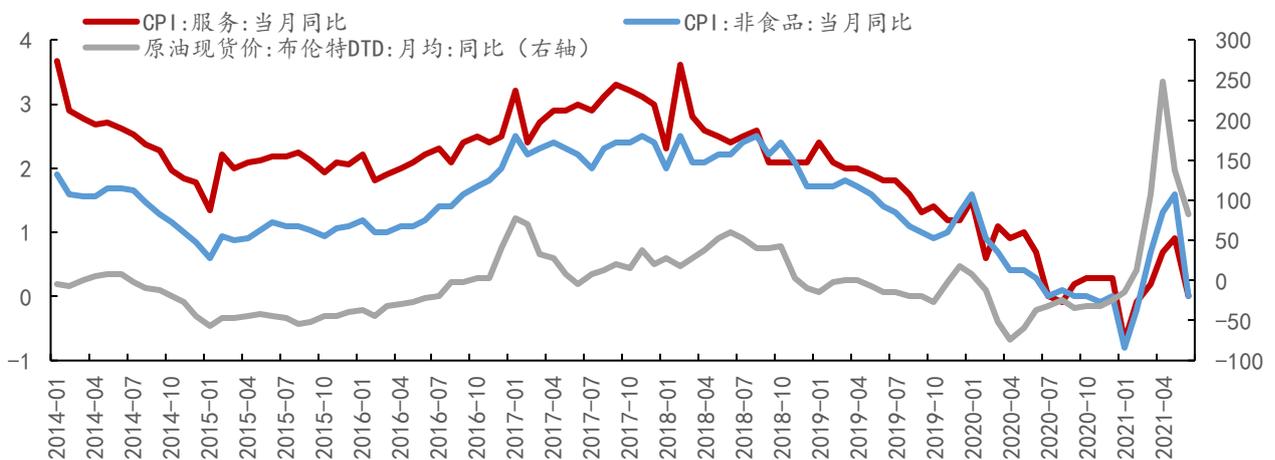
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 CPI 非食品同比与服务业、油价同比(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

猪肉：2021 年 Q4 至春节短暂回升，2022 年 Q2 阶段性见底，随后企稳回升

需求改善叠加国家猪肉收储导致近期猪价有所反弹。虽然猪肉需求年度变化不大，但季节性特征较强。猪肉需求指数显示，猪肉的需求量往往在 4 季度会有一个明显的提升，主要与天气逐渐转冷，居民肉类腌制需求逐步增加以及元旦、春节等节日消费提升有关。另外，10 月 10 日商务部会同国家发改委、财政部等部门收储 3 万吨中央储备猪肉，这已经是本年度的第四批收储。猪肉需求逐步改善叠加猪肉收储导致近期猪价有所反弹。不过目前猪肉供给仍然过剩，11 月 4 日农业农村部召开的新闻

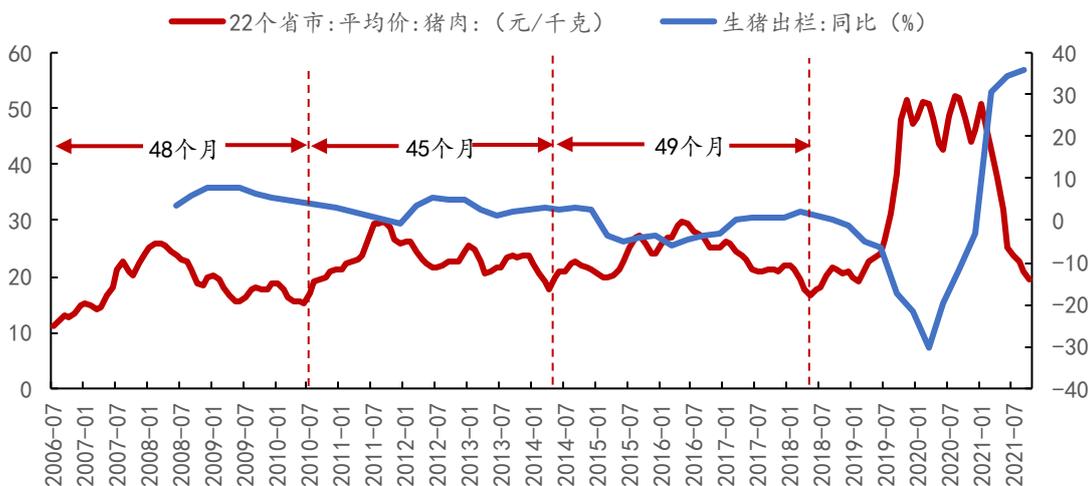
发布会表示，3月份以来，全国规模猪场每个月新生仔猪数量都在3000万头以上，并持续增长，预计今年四季度到明年一季度，上市肥猪同比还会明显增长，生猪供应相对过剩的局面还会持续一段时间。

从周期变动角度，猪肉价格大概率在2022年Q2阶段性见底。我国猪肉价格呈现明显的周期波动特征，自2006年以来共经历了3轮较为完整的周期变动，分别是2006.07-2010.06、2010.07-2014.04、2014.05-2018.06，平均每轮猪周期持续时间47个月。本轮猪周期的起点为2018.07，至今已经运行40个月，按照过去猪周期平均持续时间来看，2022年5-6月猪肉价格将会阶段性见底。

从供给角度来看，能繁母猪存栏同比增速在今年2月份见顶回落，按照14个月的平均传导时间，猪肉价格同样大致在2022年4-5月阶段性见底。由于我国人均猪肉需求变动不大，因此猪肉价格主要受供给端主导，从过去几轮猪周期变动也可以看出，生猪出栏量与猪肉价格呈现明显的负相关关系，而能繁母猪存栏量是生猪出栏量的先行指标，这主要是由生猪养殖周期决定的。一般而言生猪产能的增加需要经过引入能繁母猪→产仔→育肥→出栏等几个阶段。从过去几轮生猪出栏变动情况来看，能繁母猪存栏量同比大概领先生猪出栏同比11个月左右，而能繁母猪存栏同比又大概领先猪肉价格14个月左右，能繁母猪存栏同比增速在今年2月份见顶回落，按照这一传导速度推算，猪肉价格同样大致在2022年4-5月份阶段性见底。

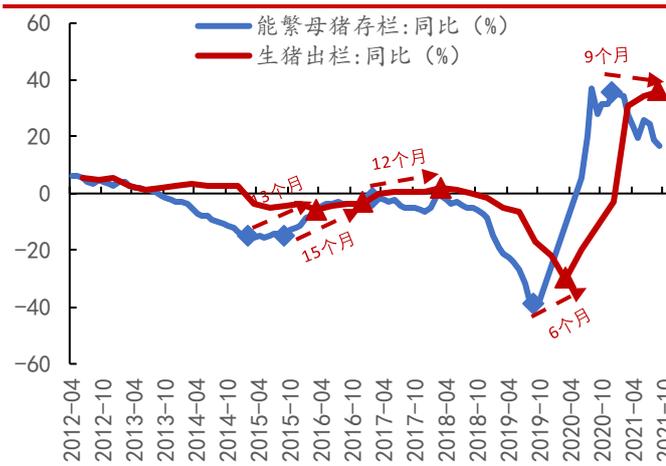
综合来看，预计2021年Q4至春节猪肉价格将会短暂回升，随后受需求季节性下降影响逐步回落，在2022年Q2阶段性见底，而后逐步开启新一轮猪肉上涨周期。

图4 过去三轮猪周期平均持续时间47个月



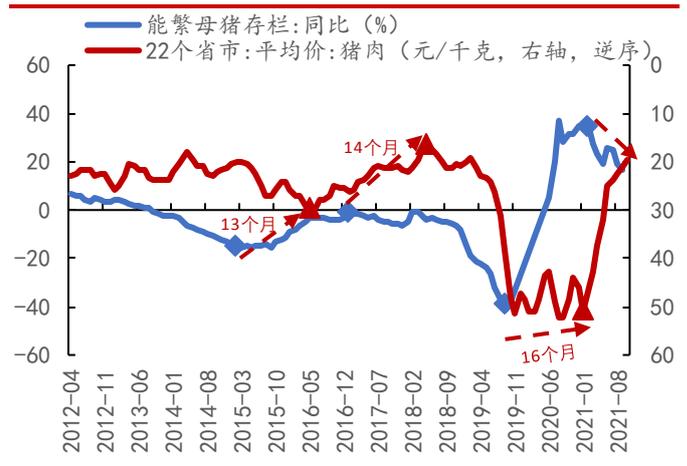
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5 能繁母猪存栏同比平均领先生猪出栏同比 11 个月



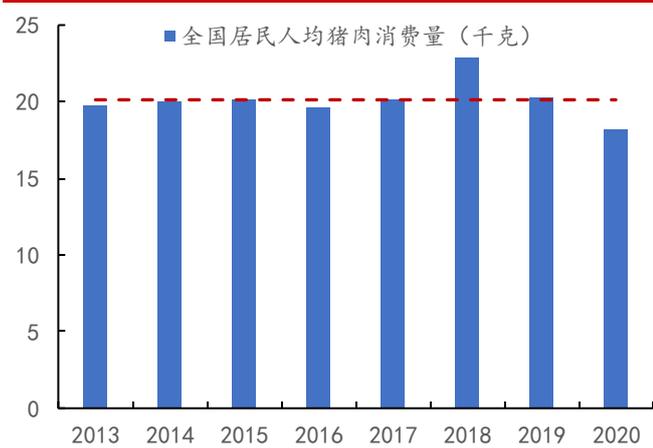
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6 能繁母猪存栏同比平均领先猪肉价格 14 个月



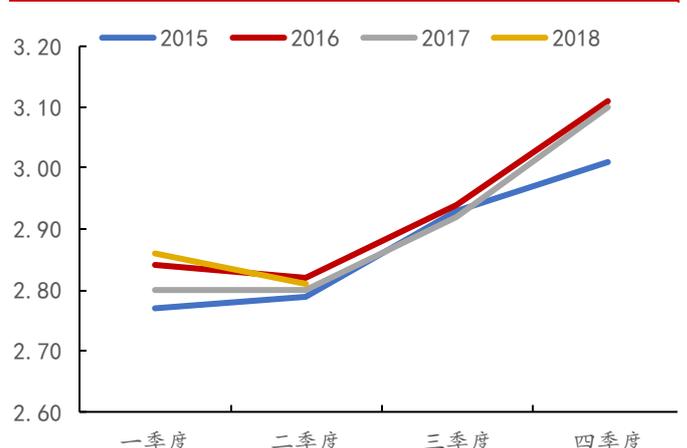
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 7 我国人均猪肉消费量基本保持稳定



资料来源：WIND，华西证券研究所

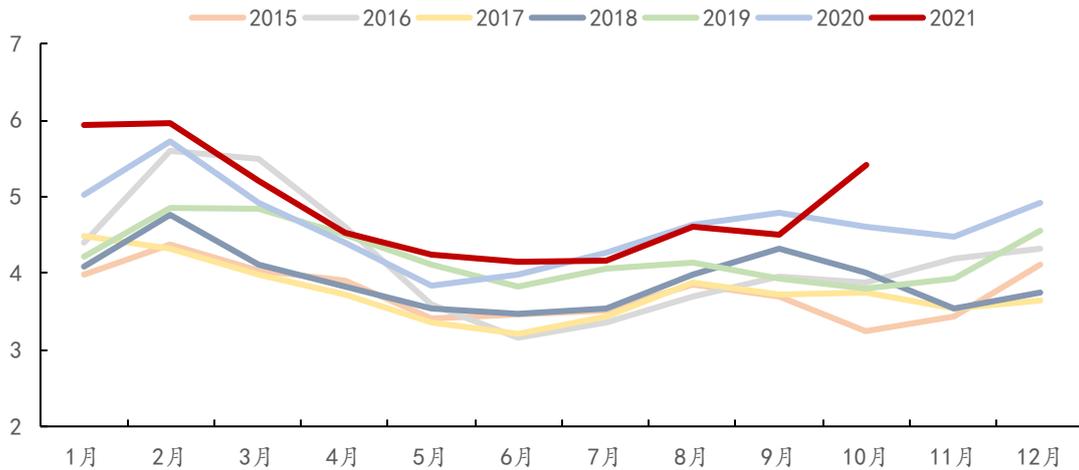
图 8 猪肉需求指数显示三、四季度猪肉消费进入旺季



资料来源：WIND，华西证券研究所

鲜菜：鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征。一般而言，12 月至次年的 2 月份，天气的逐渐转冷使得露地蔬菜结束供应，叠加季节性需求旺盛，助推蔬菜价格升至年内高点；3-6 月份，随着天气转暖，露地蔬菜供应逐步恢复，蔬菜开始大量上市，价格也逐步回落，6 月一般为年内低点；7-9 月，全国进入洪涝灾害多发期，对蔬菜生产、运输都会产生影响，这一时期蔬菜价格会小幅上涨；10-11 月，秋菜大量上市，供给相对充足，蔬菜价格会小幅回落。不过，今年 9 月以来，由于北方多个省份遭遇百年不遇的洪涝灾害，蔬菜受灾面积达 200 多万亩，蔬菜供给受到一定影响，同时化肥、农药等农资价格以及物流运价持续上涨进一步增加了蔬菜生产运输成本，导致今年 10 月份蔬菜价格明显高于往年，但后续随着天气逐渐转晴以及蔬菜的及时补种扩种，蔬菜供应会陆续恢复，价格也会转向平稳。

图 9 鲜菜价格呈现明显的季节性波动特征



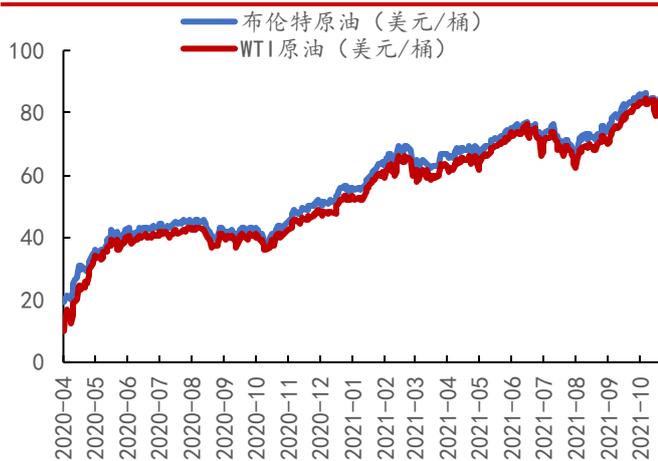
资料来源: WIND, 华西证券研究所

油价: 2021 年 Q4 维持高位, 2022 年前高后低, 全年中枢较今年有所下移

OPEC+会议维持原定政策, Q4 供需仍然偏紧, 原油价格可能继续维持高位。11 月 4 日 OPEC+会议没有回应消费国增产 60-80 万桶/日的需求, 而是继续维持原定 40 万桶/日的增产计划, 目前原油供给仍然偏紧。11 月美国期末库存量小幅抬升, 但仍处于较低水平。需求方面, 拉尼娜现象导致全球冬季气温偏低, 增加了冬季原油需求, 另外由于天然气涨价影响, 部分需求从天然气转向石油。综合来看, 今年 Q4 原油供需仍然偏紧, 价格有望继续维持目前高位。

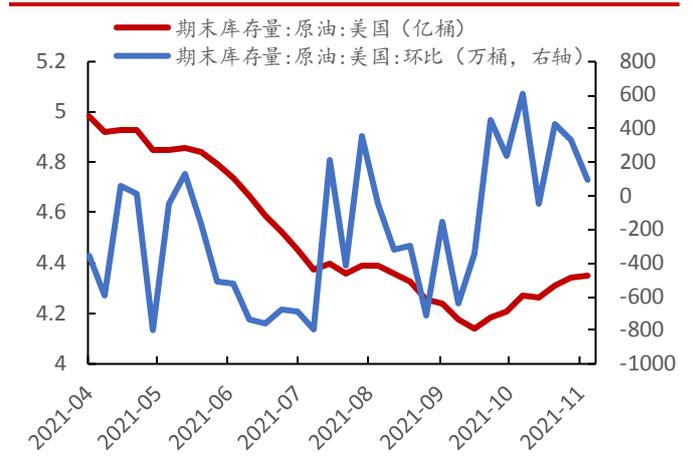
2022 年供给逐步恢复, 供需缺口收窄, 价格中枢有望下移。供给方面, OPEC+、美国、俄罗斯等主要产油国 2022 年原油供给均会稳步增加, 根据美国能源信息署 (EIA) 的最新预测, OPEC+在 2022 年 Q1-Q4 原油产量分别为 28.1、28.38、28.49、28.49 百万桶/天, 平均产量为 28.37 百万桶/天, 较 2021 年的 26.33 百万桶/天增加了约 2 百万桶/天。美国 2022 年原油平均产量也将由 2021 年的 18.75 百万桶/天提升至 2022 年的 20.15 百万桶/天。需求方面, 多种因素互相叠加, 整体保持稳中有升态势。全球主要经济体增速放缓叠加海外发达国家宽松政策陆续退潮, 将会在一定程度上拖累需求, 不过随着新冠疫苗和特效药的进一步普及, 跨境出行的增多可能会部分增加对原油的需求。整体来看, 2022 年随着供给的逐步恢复, 供需缺口将会收窄, 价格中枢有望下移, EIA 最新预测显示 2022 年油价将会降至 72 美元/桶。

图 10 原油价格目前维持高位



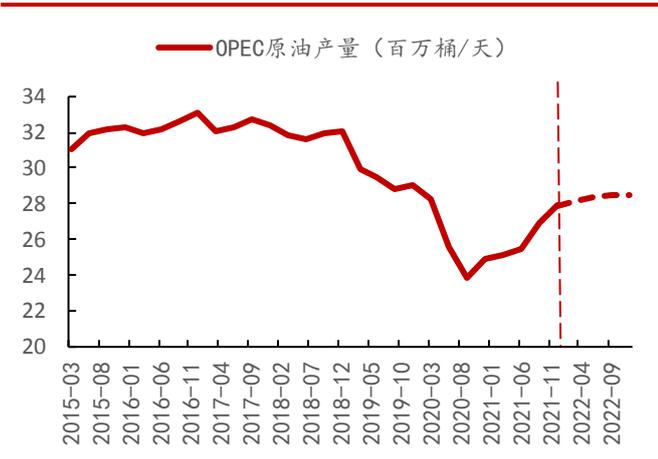
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 11 美国原油库存仍然处于低位



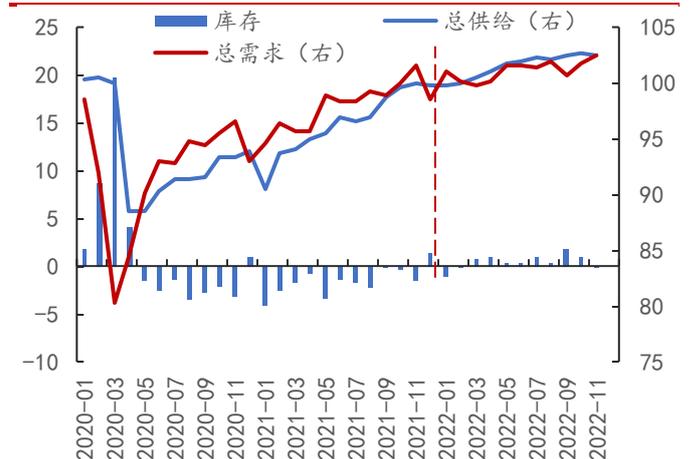
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 12 OPEC+原油产量



资料来源：美国能源信息署（EIA），华西证券研究所

图 13 2022 年全球原油供需基本平衡（百万桶/天）

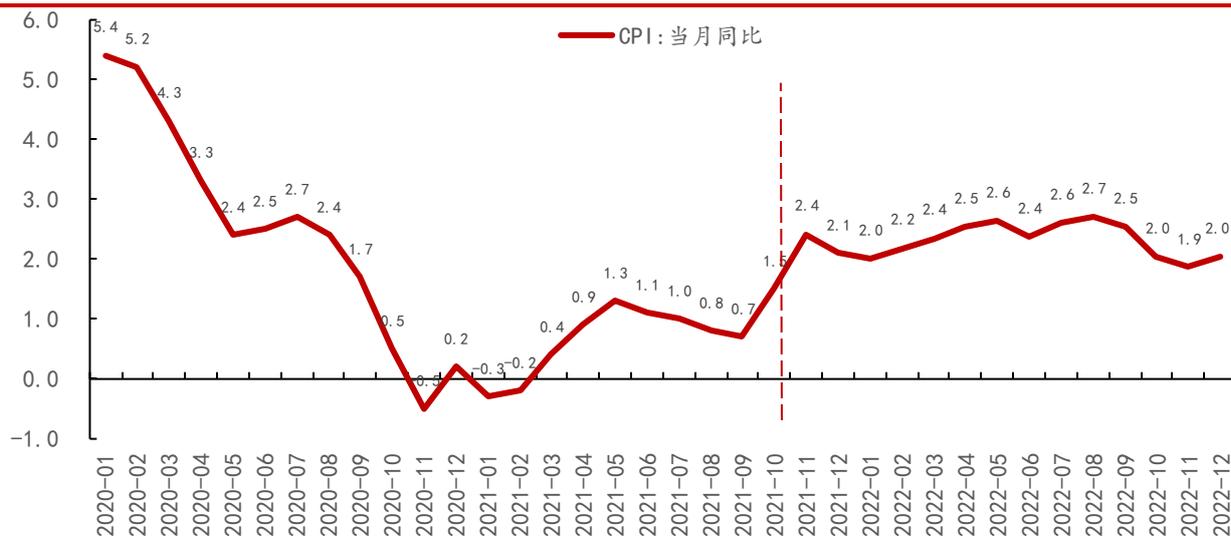


资料来源：美国能源信息署（EIA），华西证券研究所

服务业价格：今年 10 月份以来，全国多个省份再度爆发散点疫情，对服务消费的恢复产生了一定负面影响。不过往后看，随着新冠疫苗加强针以及特效药的进一步推进，疫情对服务业的影响有望缓解，叠加明年北京冬奥会开办，会在一定程度上提振国内旅游、餐饮市场，进而对 CPI 产生一定支撑。

综上对 CPI 核心驱动因素的分析 and 判断，对 CPI 同比走势预测如下：**2022 年 CPI 整体呈现先上后下态势，高点出现在 8 月份（2.7%），全年中枢 2.3%，压力相对不大。**

图 14 2022 年 CPI 同比走势 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

表 1 CPI 食品分项同比预测

	猪肉	鲜菜	其它	食品烟酒
权重 (%)	2.41	2.00	23.36	27.78
预测依据	基于供需格局, 对未来价格走势进行判断		过去五年历史均值	
2022-01	-29.60	17.84	1.90	0.57
2022-02	-28.49	26.10	2.27	1.59
2022-03	-20.19	38.50	1.90	2.86
2022-04	-11.15	42.36	1.92	3.89
2022-05	-1.83	42.53	1.88	4.62
2022-06	-12.23	43.70	1.84	3.84
2022-07	-6.65	48.96	1.77	4.62
2022-08	-1.37	44.68	1.72	4.68
2022-09	5.91	45.61	1.69	5.31
2022-10	13.18	28.37	1.71	4.62

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_29216



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn