

通胀的“序章”

伴随油价大跌、猪价大涨，通胀预期出现分化。当前低通胀能否延续，有哪些潜在风险，未来通胀如何演绎？本文梳理，可供参考。

■ 温和通胀已不能掩盖成本压力的传导，而食品核心拖累项即将成为通胀推手

CPI 同比读数温和，无法掩盖成本传导压力，如能源成本高企等对 CPI 非食品中枢的显著推升。与原材料涨价直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在 CPI 中已有明显体现，例如油价上涨推升 CPI 交通工具用燃料一度达 40%、创新高。伴随能源等原材料涨价，非食品中枢明显抬升、CPI 非食品同比短短一年间由负值“陡升”至 2% 以上，剔除能源的服务和其他非食品尚未修复至疫情前。

伴随新一轮猪周期的启动，猪价即将由 CPI 拖累项变为通胀重要推手。作为 CPI 主要波动来源，CPI 食品项，一度受生猪供给上量、猪价大幅下跌拖累，创历史最低。伴随供给收缩，猪价开始持续上涨，22 省市生猪均价由 3 月的 12.3 元/千克、连续上涨至 5 月的 15.4 元/千克，带动 CPI 猪肉环比由 -9.3% 转正至 5.2%；6 月中下旬以来，猪价加快上涨，7 月初超 20 元/千克、创过去一年来新高。

■ “猪油”演绎不同，决定两者对未来通胀的影响，并非单纯的“共振”驱动

供需紧平衡下，原油等涨价传导或延续、成本端压力较难短时间内缓解，但直接影响边际减弱。伴随疫情退潮和出行旺季到来，原油需求仍在改善，产能受限背景下，原油价格仍将高企。但国内成品油上限“有顶”，当国际原油高于 130 美元/桶，国内汽、柴油价格不提或少提；当前国际原油处临界值，成品油调价空间或有限。同样，煤炭、铜等原料价格维持高位推升的成本端压力或也边际减弱。

产能去化放缓、供给上量加快等或削弱猪价弹性，但养殖成本抬升等或推升猪价中枢。猪周期本质上是养殖盈利驱动下的存栏量变化。非洲猪瘟影响下，养殖利润大幅累积，使得本轮养殖户“抗亏损”能力更强；叠加行业产能扩张、猪种改良等，或使得产能去化不彻底、供给能力上量快。同时，伴随玉米、大豆等原材料涨价，饲料等养殖成本或推升猪价中枢；若需求边际改善，猪价上行或更快。

■ 下半年 CPI 通胀抬升已成“共识”，但明年上半年通胀高企的风险不宜低估

猪周期启动、成本传导推动下，CPI 通胀或在 3 季度加速抬升，高点或在 3% 左右、甚至可能更高。全球粮食危机下，部分进口依赖度较高的粮食涨价或通过成本间接影响猪价等，叠加生猪产能去化、猪周期启动，猪价回升或带动 CPI 食品项反弹。食品价格回升的同时，原油等支撑非食品价格维持高位，或推动下半年 CPI 明显抬升；中性情景，CPI 或在 3 季度加速抬升、阶段高点或在 3% 左右。

明年上半年通胀中枢或进一步抬升，通胀在高位停留的时间可能超预期。不同于今年，明年核心 CPI 抬升，或成为 CPI 中枢进一步抬升重要变量之一，核心驱动或来自线下活动修复下，服务业“补偿式”涨价等。叠加猪周期启动、原材料涨价扩散等影响，中性情景下，明年 CPI 中枢或抬升至 2.6%，上半年中枢或接近 3%；悲观情景下，需求加速修复带动全面通胀，上半年 CPI 中枢或超 3.5%。

风险提示：原材料供给不及预期，猪价大幅反弹。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、非食品中枢受成本压力抬升，食品项核心驱动吹响涨价号角	4
（一）原材料涨价累积的成本端压力已明显推升非食品中枢	4
（二）非食品抬升下，新一轮猪周期启动吹响食品项回升号角	5
二、往后来看，CPI 核心驱动演绎节奏、影响幅度或不同以往	7
（一）供需紧平衡下，原油等涨价传导延续、直接影响边际减弱	7
（二）不同以往，新一轮猪周期去化节奏或拉长、价格中枢抬升	9
三、年内 CPI 高点或破 3%。警惕明年上半年的通胀风险释放	12
（一）“猪油共振”风险等，或推动年内 CPI 通胀高点达 3%	12
（二）相较于年内，关注明年上半年 CPI 维持高位的潜在风险	13
风险提示:	16

图表目录

图表 1: CPI 分项中，猪肉价格拖累明显	4
图表 2: 剔除猪肉和服务的 CPI 同比处近年高位	4
图表 3: 原油涨价，带动 CPI 交通工具用燃料抬升	4
图表 4: PPI 耐用消费品向 CPI 传导进一步显现	4
图表 5: 能源涨价等带动 CPI 非食品中枢明显回升	5
图表 6: 非食品抬升下，食品端压制 CPI 回升	5
图表 7: 伴随生猪出栏快速增加，猪价一度大幅下跌	5
图表 8: 猪价大幅下跌拖累 CPI 食品	5
图表 9: 生猪定点屠宰量一度大幅高于以往	6
图表 10: 猪企阶段性“压栏”加剧供给过剩	6
图表 11: 能繁母猪等领先指标显示猪价或于年中回升	6
图表 12: 2022 年 4 月中下旬，猪价企稳回升	6
图表 13: 食品细分项中的猪肉是 CPI 波动主要来源	7
图表 14: 猪肉对 CPI 的压制已有所减弱	7
图表 15: OECD 增产也较为谨慎	7
图表 16: 美国页岩油增产相对较慢	7
图表 17: 全球航班数量有望进一步修复	8
图表 18: 原油需求结构中，交通用油占比较大	8
图表 19: 当前油价已处高位	8
图表 20: 国内成品油价格调整有上限	8
图表 21: 部分省市纷纷上调电价上浮比例	9
图表 22: 电价上涨可直接、间接影响 CPI	9
图表 23: 煤炭、铜等原材料价格已处历史高位	9
图表 24: 保供稳价政策频出	9

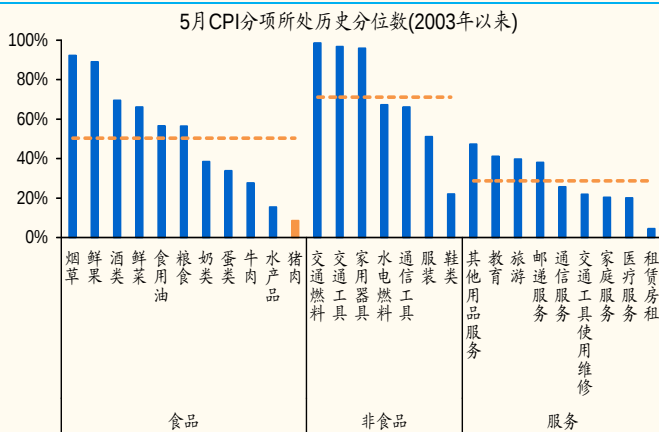
图表 25: 本轮猪周期生猪养殖利润一度大幅累积.....	10
图表 26: 上市猪企生猪存栏占比明显抬升.....	10
图表 27: 二元能繁母猪占比明显回升.....	10
图表 28: 二元母猪的繁殖能力相对更强.....	10
图表 29: 新一轮猪周期养殖成本或明显高于以往.....	11
图表 30: 猪价与粮食等饲料价格同向波动.....	11
图表 31: 全国各线城市餐饮恢复强度提升.....	11
图表 32: 下半年, 食品类消费需求季节性回升.....	11
图表 33: 相较三大主粮, 大豆等农产品进口依赖度高.....	12
图表 34: 国内大豆价格对国际价格敏感度较高.....	12
图表 35: 我国大豆主要用于压榨制油.....	12
图表 36: 猪饲料中玉米、豆粕占比较高.....	12
图表 37: 猪价回升或带动 CPI 食品回升.....	13
图表 38: CPI 食品项反弹或助力 CPI 回升.....	13
图表 39: 油价高位、猪周期启动或引发“猪油共振”.....	13
图表 40: 三季度, 猪油共振影响或相对明显.....	13
图表 41: 地铁客运量回升、尚未修复至疫前水平.....	14
图表 42: 全国各线城市餐饮恢复强度普遍提.....	14
图表 43: 疫后, 部分餐饮企业关闭门店较多.....	14
图表 44: 2020 年以来, 服务业经营状况持续堪忧.....	14
图表 45: PPI 一般日用品延续回升.....	15
图表 46: 部分一般日用品已明显提价.....	15
图表 47: 中性情景下, 2023 年上半年 CPI 中枢或接近 3%.....	15
图表 48: 通胀预期升温会引起政策关注.....	16
图表 49: 债市表现或一定程度受到通胀预期的干扰.....	16

一、非食品中枢受成本压力抬升，食品项核心驱动吹响涨价号角

(一) 原材料涨价累积的成本端压力已明显推升非食品中枢

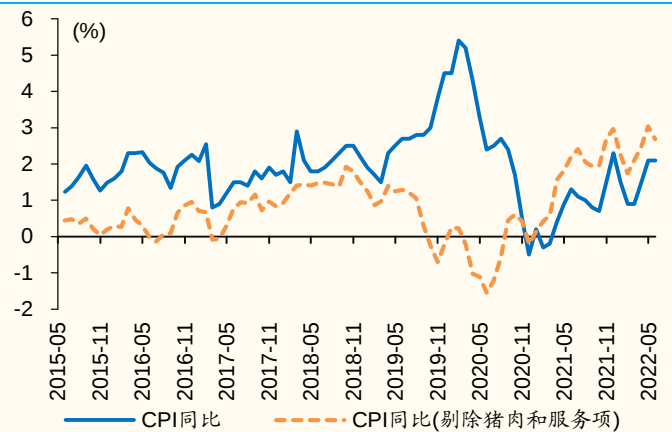
CPI 同比读数温和低位并非传导受限，剔除猪肉和服务的 CPI 已近年高位。CPI 主要分项中，猪肉价格拖累显著，5 月 CPI 猪肉同比-21.1%、依然处于历史不足 10%的分位数，CPI 服务项整体也相对低迷、处于历史不足 30%的分位数，而 CPI 交通燃料、交通工具、家用器具等非食品细分项均处于历史 95%以上分位数的绝对高位；剔除猪肉和服务项的 CPI 同比一度超 3%。

图表 1: CPI 分项中，猪肉价格拖累明显



来源: Wind、国金证券研究所

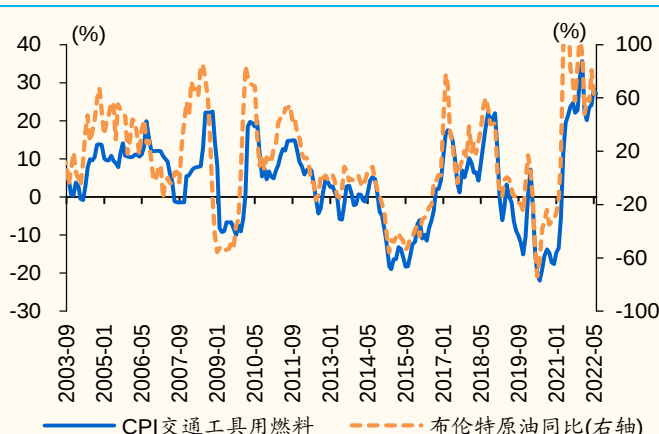
图表 2: 剔除猪肉和服务的CPI同比处近年高位



来源: Wind、国金证券研究所

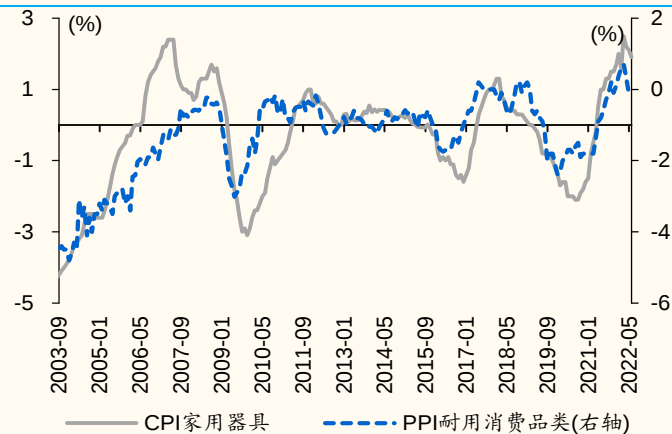
与能源等原材料涨价直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在 CPI 中已有明显体现。原油等到大宗商品涨价直接抬升相关燃料价格，影响 CPI 水电燃料、交通工具用燃料等分项，已在 CPI 中明显体现，例如，原油涨价带动 CPI 交通工具同比大幅抬升至 30%左右。同样地，钢、铜等涨价，推升耐用品制造成本，使得 CPI 家用器具一度攀升至 2.5%、创历史新高。

图表 3: 原油涨价，带动CPI 交通工具用燃料抬升



来源: Wind、国金证券研究所

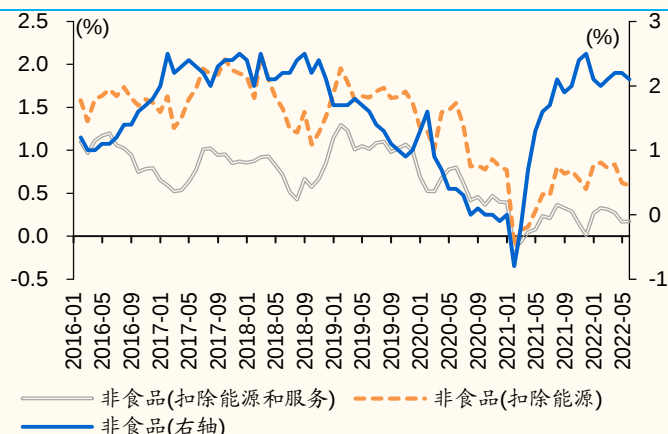
图表 4: PPI 耐用消费品向CPI 传导进一步显现



来源: Wind、国金证券研究所

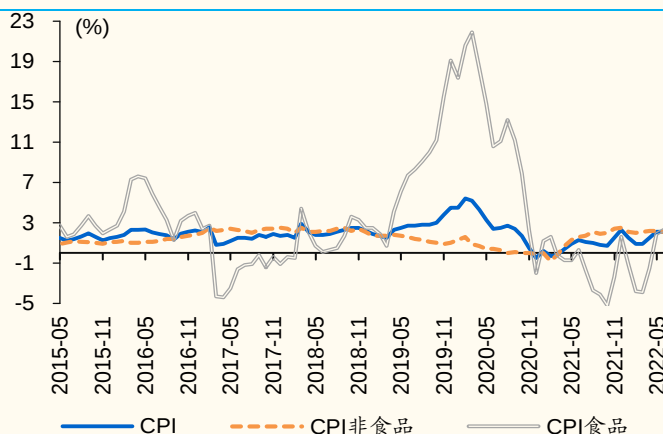
能源等原材料涨价已明显推升非食品中枢，剔除能源的服务和其他非食品价格仍有修复空间。CPI 非食品中主要包括生活相关的商品和服务，受到上游原材料供应等成本影响；而成本型通胀，一旦抬升、短期内或较难明显回落。事实上，本轮能源等原材料涨价带来的成本型通胀已明显推升非食品中枢，CPI 非食品同比在短短一年间由负值“陡升”至 2% 以上、一度达 2.5%；而剔除能源的服务和其他非食品价格同比在 0.5%-0.9% 间徘徊、尚未修复至疫前。

图表 5：能源涨价等带动 CPI 非食品中枢明显回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：非食品抬升下，食品端压制 CPI 回升

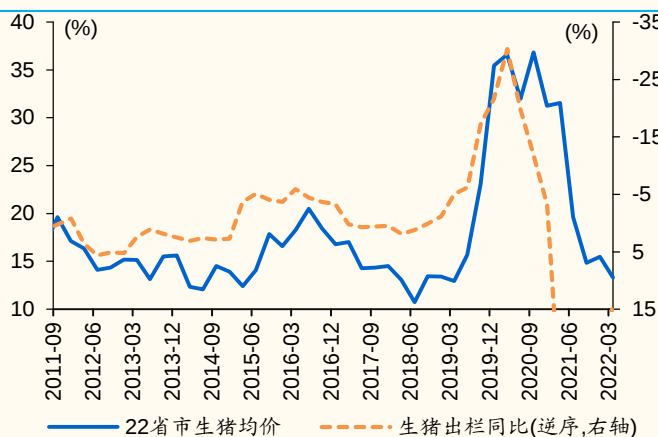


来源：Wind、国金证券研究所

(二) 非食品抬升下，新一轮猪周期启动吹响食品项回升号角

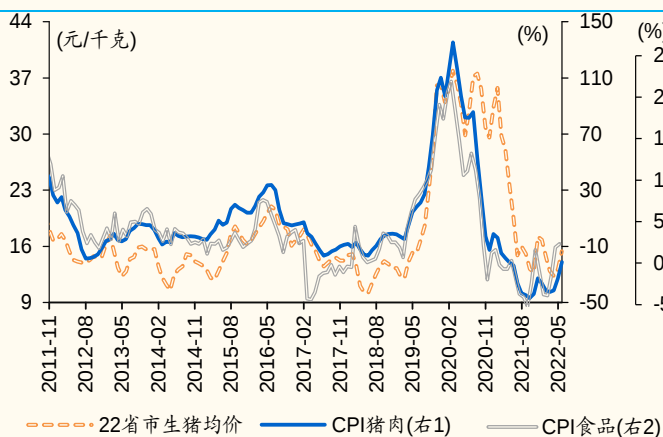
生猪供给上量、猪价大幅下跌，一度拖累 CPI 食品创历史最低。伴随着能繁母猪产能修复、生猪出栏量大幅增长。叠加部分时段猪企“压栏”、屠宰超季节性放量等，也一定程度加剧了猪肉供给过剩。此外，疫情反复下，线下消费活动阶段性干扰使得猪肉需求下降，拖累猪肉价格大幅回落。例如，22 省市生猪均价由 2020 年年中高点近 38 元/千克，“腰斩”至 2022 年年初的不足 13 元/千克；同时，CPI 猪肉也跌至-47%的“深坑”。

图表 7：伴随生猪出栏快速增加，猪价一度大幅下跌



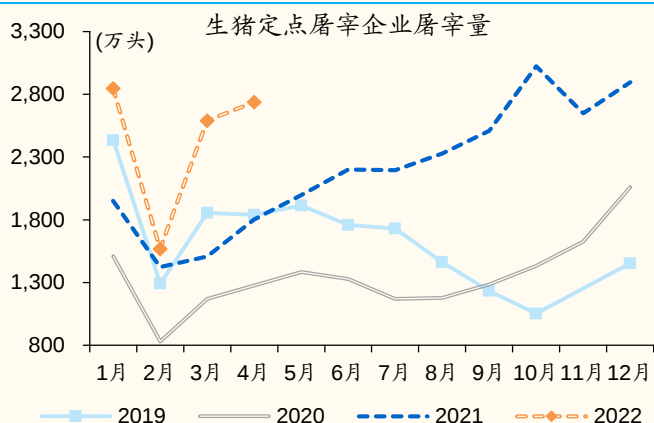
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：猪价大幅下跌拖累 CPI 食品



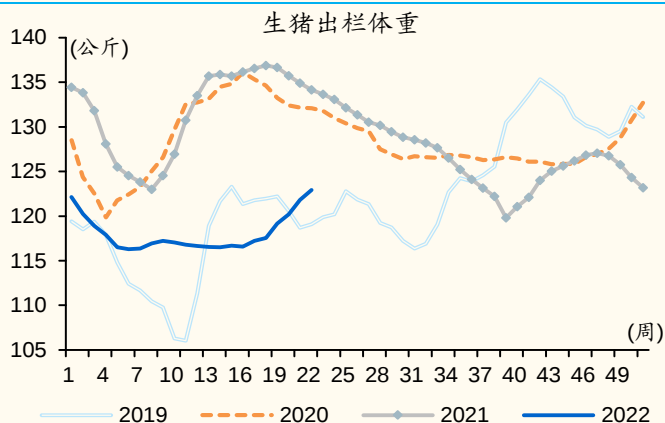
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：生猪定点屠宰量一度大幅高于以往



来源：Wind、国金证券研究所

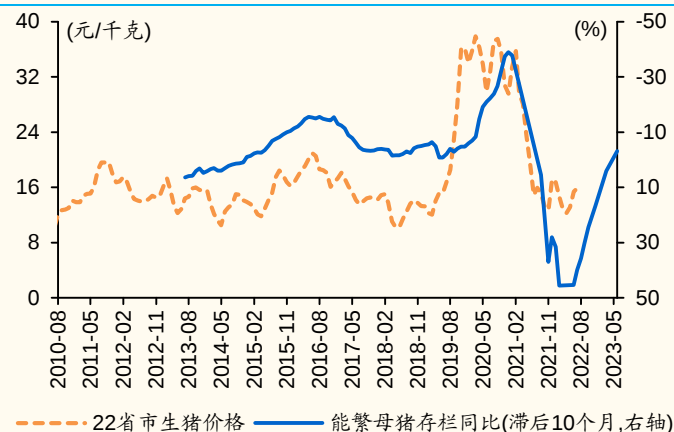
图表 10：猪企阶段性“压栏”加剧供给过剩



来源：Wind、国金证券研究所

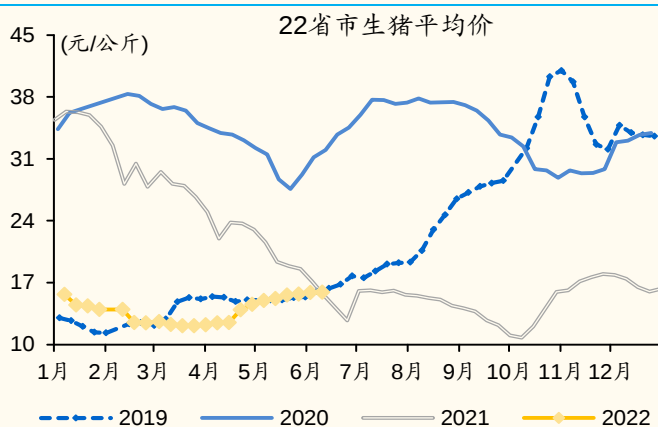
伴随生猪产能调整，猪价已有企稳回升迹象，对 CPI 环比正向影响有所显现。生猪养殖周期显示，能繁母猪存栏量领先猪价拐点 10 个月左右，或预示猪价于年中前后止跌回升。事实上，4 月中下旬以来，22 省市生猪均价已有企稳迹象，由 3 月的 12.3 元/千克、连续回升至 6 月的 16.4 元/千克、7 月初已超 20 元/千克，带动 CPI 猪肉环比转正（详情参见《CPI 通胀风险仍在积蓄》）。

图表 11：能繁母猪等领先指标显示猪价或于年中回升



来源：Wind、国金证券研究所

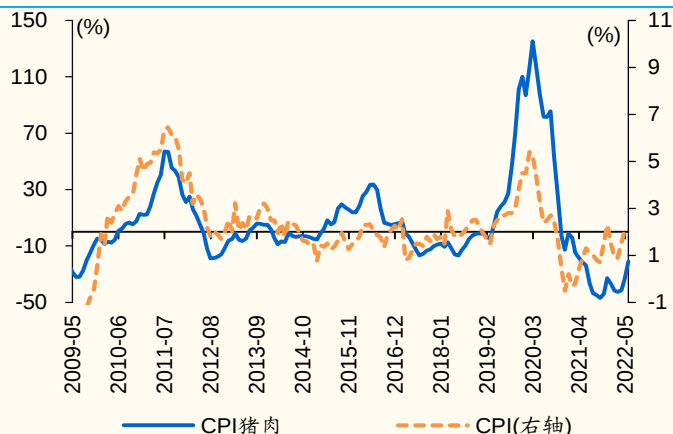
图表 12：2022 年 4 月中下旬，猪价企稳回升



来源：Wind、国金证券研究所

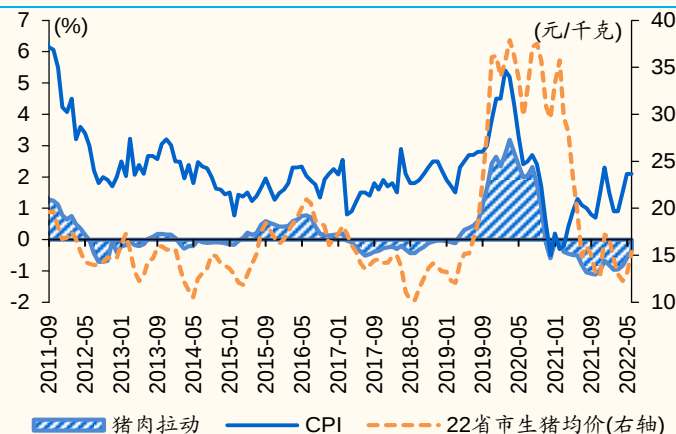
经验显示，猪价回升“号角”响起，或推动 CPI 通胀升温。CPI 权重中最高的为食品项、占比近 1/3，尤其是细分项中的猪肉，是 CPI 通胀率波动的主要贡献项。回溯历史，伴随猪价的周期性波动，CPI 多有明显起伏，特别是非洲猪瘟期间，猪价“急涨急跌”影响明显加大，一度成为影响 CPI 波动的主要来源。2021 年以来，CPI 温和低位也多缘于猪价低位的压制；伴随猪价企稳回升，CPI 通胀预期正逐步升温。

图表 13：食品细分项中的猪肉是CPI波动主要来源



来源：Wind、国金证券研究所

图表 14：猪肉对CPI的压制已有所减弱



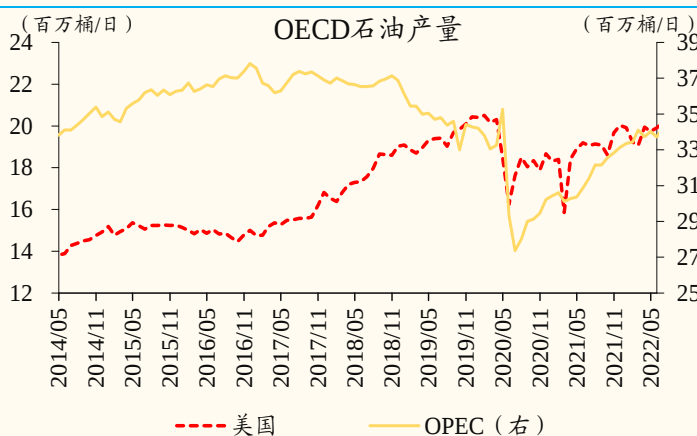
来源：Wind、国金证券研究所

二、往后来看，CPI核心驱动演绎节奏、影响幅度或不同以往

（一）供需紧平衡下，原油等涨价传导延续、直接影响边际减弱

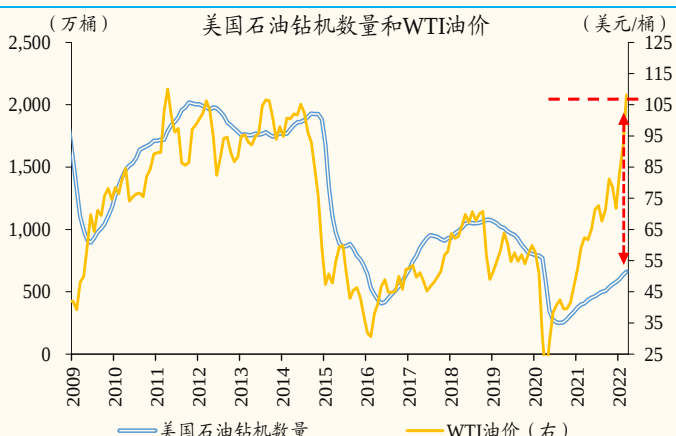
供需紧平衡下，原油等国际大宗商品价格或仍将高企。供给端上，OPEC作为原油市场的“头号玩家”。近期增产屡屡不及预期，且石油财政主导下的高油价诉求较强，缓慢增产或将是常态，同时，美国页岩油也增产放缓等，或使得原油供给弹性仍有约束；伴随着疫情退潮和出行旺季的到来，原油需求仍在改善。供需紧平衡下，原油上涨第二波仍在途中（详情参见《油价上涨第二波，尚在途中》）。

图表 15：OECD增产也较为谨慎



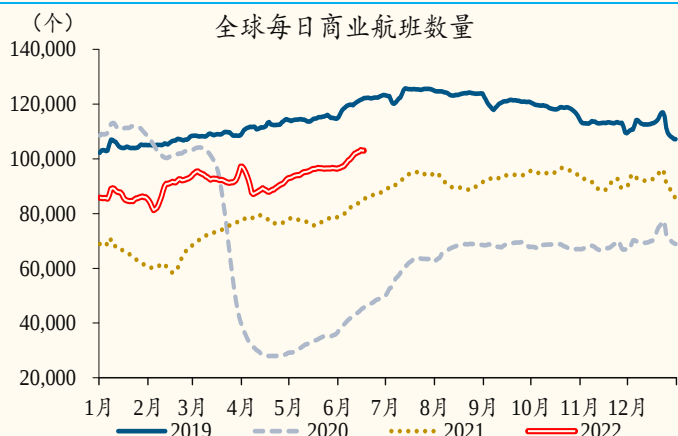
来源：Wind、国金证券研究所

图表 16：美国页岩油增产相对较慢



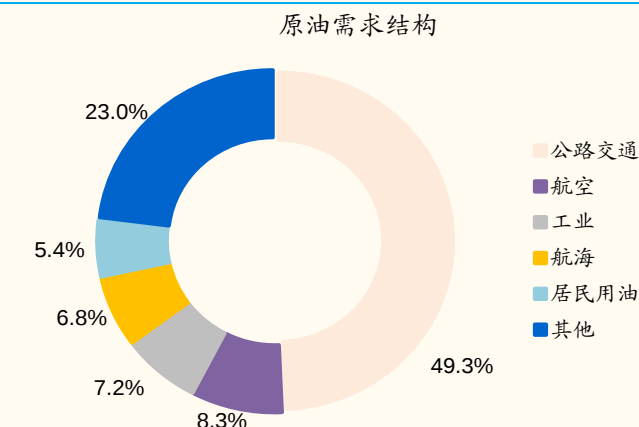
来源：Wind、国金证券研究所

图表 17: 全球航班数量有望进一步修复



来源: Bloomberg、国金证券研究所

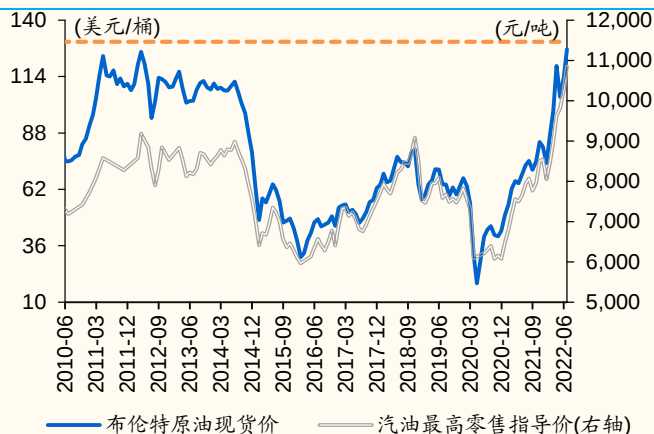
图表 18: 原油需求结构中, 交通用油占比较大



来源: Wind、国金证券研究所

原油等国际大宗商品涨价传导或延续、成本端压力较难短时间内缓解, 但直接影响边际减弱。原油等国际大宗商品涨价带动国内成品油涨价, 直接体现在 CPI 交通工具用燃料、CPI 水电燃料等分项上。但国内成品油价格上限“有顶”, 根据调整机制, 国际原油价格高于 130 美元/桶, 国内汽、柴油原则上不提或少提; 当前布伦特原油已接近临界值, 国内成品油调价空间或相对有限。

图表 19: 当前油价已处高位



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 国内成品油价格调整有上限

国际市场原油价格	成品油价格计算规则
低于每桶40美元(含)	按原油价格每桶40元、正常加工利润率计算成品油价格
高于每桶40美元低于80美元(含)	按正常加工利润率计算成品油价格
高于每桶80美元	开始扣减加工利润率, 直至按加工零利润计算成品油价格
高于每桶130美元	采取适当财税政策保证成品油生产和供应, 汽、柴油原则上不提或少提

来源: 发改委、国金证券研究所

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_43649

