



宏观研究

【粤开宏观】下半年中国通胀形势的走势、影响与应对

2022 年 08 月 16 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】以 ESG 理念引领全国电力市场体系建设》2022-08-11

《【粤开宏观】ESG 助力中国经济高质量发展》2022-08-11

《【粤开宏观】ESG 投资理念的内涵、演进历程及发展建议》2022-08-11

《【粤开宏观】经济二次探底与信贷社融大起大落的原因：7 月经济金融数据解读》2022-08-15

《【粤开宏观】财税中国系列福建篇：经济“优等生”面临的机遇与挑战》2022-08-16

导读

经济增长与通胀的不同组合对微观主体境况、行业发展和资本市场会产生不同的影响，也对政府部门的政策应对提出不同的要求。从全球范围内看，低增长、低通胀的组合渐行渐远，代之以低增长与高通胀成为趋势。美国等主要经济体当前面临的主要矛盾是高通胀以及抑制高通胀引发的经济衰退；而中国经济上半年面临的主要矛盾是低增长，到了下半年伴随通胀抬头，宏观调控要在提振经济增长和稳妥应对持续攀升的通胀中寻求平衡，政策应对难度明显加大。7 月 28 日的政治局会议更务实地处理经济增长目标的同时，明确提出“要着力稳就业稳物价”；央行在《二季度货币政策执行报告》中提出“要警惕结构性通胀压力”。

风险提示：猪周期重启、输入性通胀压力



目 录

一、当前中国物价形势与特征	3
二、未来物价走势预测	3
三、影响及应对举措	4



一、当前中国物价形势与特征

在全球高通胀的背景下，中国的通胀形势总体相对温和，这与中国超大规模经济特征、国内保供稳价政策有效落实、货币政策并未“大水漫灌”、经济需求低迷等相关。

与中国过往以及当前国际通胀形势相比较，我国通胀形势总体上呈现出新特征：一是当前通胀是 CPI 上行与 PPI 下行结合，并不能简单化认为通胀是上升或者下降，而要看通胀对经济的主要影响及是否引发政策调整。今年上半年，CPI 同比温和仅为 1.7%，但 PPI 同比为 7.7%，PPI 高位挤压了中下游企业利润引发了制造业投资不足等问题，成为政策关注点之一；下半年，PPI 持续回落缓和了利润挤压的问题，但 CPI 上升可能导致制约货币政策空间等问题，成为政策高度关注的指标。当前 PPI 高于 CPI，PPI 对 CPI 的传导仍在持续中。上一轮此种组合出现在 2019 年 2 月至 2020 年 2 月猪价大涨与总需求不足并存期间。二是供需关系上对通胀的影响从需求主导转变为供给主导。疫情冲击之下，省份间、城市间的分工和产业链的畅通受到了影响，受到疫情严重冲击的上海、吉林等地的 CPI 明显居前。三是我国面临的通胀是结构性通胀为主，输入性通胀为辅。当前的通胀主要源于猪周期带动食品价格快速上行，CPI 中非食品分项、核心 CPI 与 PPI 同比均一致下行，反映出猪周期上行与总需求不振并存。

二、未来物价走势预测

下半年和明年我国通胀的总体格局可能是：CPI 持续上升，下半年突破 3%，不排除年底个别月份突破 4%；PPI 持续回落，年底短暂反弹后明年再度下行甚至出现负增长；今年 9 月前后 CPI 或超过 PPI 同比。

从驱动力看，输入性通胀仍存，但可能有所弱化；结构性通胀压力上升。一是全球经济生产从效率模式转到安全模式，导致效率下降和成本上升，全球通胀形势已发生逆转，可能通过贸易、投资和其他大型经济体的政策外溢效应等渠道推升中国通胀上升。

二是国际大宗商品价格对国内通胀的影响主要体现在对外依赖度高的油气能源和周期属性较强的工业金属。我国石油自给率不足 30%，天然气自给率不足 60%，油气能源易受到国际市场波动影响。近期国际大宗商品价格下行更多源于市场对全球经济衰退引发需求下行的担心；2022 年四季度冬季能源供不应求，国际油气价格或将出现反弹，带动国内成品油价格上调，PPI 环比正增长，PPI 同比在下行中或将于四季度见底反弹。2023 年世界经济衰退风险加剧，工业金属价格跌幅加大，能源价格从供给溢价逐渐回归基本面定价，PPI 环比或由正转负，PPI 同比或再度触底。

三是国内新一轮猪周期启动将成为结构性通胀的主要贡献因素。近二十年以来，我国猪价呈现出 3-4 年一轮的周期性波动。猪周期的本质是市场调节的周期性，由于猪肉需求总体稳定，主要是通过生猪产能的扩大与缩小发生作用。我国生猪养殖以散户为主、集中度较低加剧了市场调节的盲目性，放大了猪周期的幅度。6 月生猪存栏量和能繁母猪存栏量同比分别为-1.9%和-6.3%，较高点大幅回落。截至 8 月 12 日，22 个省市的生猪平均价较 3 月的低点已上升 48%；7 月 CPI 食品分项中猪肉价格同比为 20.2%，较上月大幅上升 26.2 个百分点。“猪周期”的上行期通常为一年半至两年，因此至少未来一年都将对 CPI 形成支撑。

四是极端气候、俄乌冲突等导致国际粮价大幅上涨，我国总体上粮食安全保障较好，但仍要防止国际粮价大幅上行对我国粮价的冲击。

五是前期消费刺激政策如车辆购置税减免以及各地推出的消费券等行动将带动消费从低位反弹，边际上推动 CPI 上升。



三、影响及应对举措

CPI 同比上行、PPI 同比下行，PPI-CPI 剪刀差收窄将对企业经营、居民生活、政府收入、资本市场等产生重大影响，必须予以高度关注。其一，居民与企业之间、上游与下游行业之间利益再分配。CPI 同比上行在推高居民生活成本的同时，也增加了企业销售收入；PPI 同比下行降低了下游行业的原材料成本压力，增大其利润空间。其二，财政收入增速可能下行，中西部资源型省份财政收入增速和占比可能下行。我国的财政收入与 PPI 同比高度相关。今年上半年我国中西部地区财政收入增速远高于东部地区，主要是山西、内蒙古等地区受煤炭价格大幅上升影响财政收入增速高，分别达到 44%和 36.6%。其三，财政和货币政策空间收窄。当 CPI 连续突破 3%甚至达到 4%时，货币政策持续宽松就面临继续推升通胀的风险，存在一定掣肘。当 CPI 持续上行、PPI 下行，一方面财政收入下行，另一方面财政支出有必要加大对中低收入人群生活的补贴，避免受到物价上涨的冲击，减收增支造成财政压力。其四，资本市场感知到政策空间收窄后将提前反应，风险偏好下降，市场产生扰动。

因此，面临此种格局和影响，监管当局有必要未雨绸缪，提前做好政策储备和应对，除了坚持稳健的货币政策以外，还需其他政策协调配合，主要包括：一是继续做好保供稳价工作，坚定做到能源和粮食安全，实现国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行、猪肉充足供应，避免价格大起大落。二是产业政策和疫情防控政策要避免一刀切，保障物流和供应链产业链畅通运转，防止出现暂时性区域性的物资短缺。三是对中低收入人群提供适当的生活补助，减轻物价上涨对其生活水平的影响。四是要从根子上解决地方治理体系和治理能力现代化不足的问题，重塑激励机制，避免人为导致的物价波动。近年来我国物价的波动与部分地方和部门的治理能力有关，比如部分地方采取了环保过度扩大化导致了上一轮猪周期中生猪产能大幅减少，引发猪价大幅上涨；比如部分部门采取了毕其功于一役的减碳行动，导致煤炭等价格大涨；疫情期间部分地区采取过度防疫的政策，引发物流不畅导致物价大涨等。

总体而言，我国具备保持物价水平总体稳定的有利条件：我国是大国，市场广阔，能够较好地应对和消化输入性通胀；我国的粮食连续丰收，价格稳定；我国猪肉储备也相对充足，有利于平抑猪周期的影响。应客观研判与妥善应对未来通胀形势，但不必过度忧虑。

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_45218

