



宏观研究

【粤开宏观】8月CPI同比略有回落，但结构性通胀压力仍存

2022年09月09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

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】人民币汇率再次贬值 原因、影响及展望》2022-09-02

《粤港澳大湾区金融业发展的现状、问题及对策》2022-09-03

《【粤开宏观】中国财政形势：2022年区县财政调研报告》2022-09-07

《【粤开宏观】以改革稳增长，以降低制度性成本稳预期》2022-09-08

《【粤开宏观】“六省一市养全国”的表象与真相》2022-09-09

摘要

一、当前中国物价形势的三大新特征

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三大新特征。

1、总需求不足与结构性通胀压力并存。总需求不足体现在CPI中非食品分项、核心CPI与PPI同比一致下行。8月非食品CPI、核心CPI、PPI同比较上月分别下降0.2、0、1.9个百分点。结构性通胀压力体现在猪肉为代表的食品价格中。8月猪肉价格同比上涨22.4%，较上月扩大2.2个百分点。

8月CPI同比未继续上冲而是有所回落，并不代表未来没有结构性通胀压力。猪肉价格虽然因近期出栏量增加而涨幅放缓，但猪周期上行周期已启动；国际能源价格近期虽然回调，但后续仍要关注供给冲击的幅度，因此对结构性通胀仍要警惕。

8月PPI下行主要源于：1) 全球经济衰退预期下的国际大宗商品价格下行，传递到了影响国内；2) 国内总需求不足；3) 落实煤炭等保供稳价，以减少对中下游的挤压。

2、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。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。

3、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，4-5月受到疫情严重冲击的上海、吉林等地CPI同比明显居前。当前面临的结构性通胀和输入性通胀也主要来自于供给面扰动，结构性通胀主要源于猪周期带动食品价格快速上行，输入性通胀主要来自于极端气候、俄乌冲突等导致的全球能源和粮食价格波动。

二、未来物价走势展望及其影响

1、下半年和明年我国通胀的总体格局可能是：CPI持续上升，个别月份突破3%；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。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。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。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。四是极端气候、俄乌冲突等导致国际粮价大幅上涨。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。

2、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。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。其三，财政和货币政策空间收窄。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。

三、提高地方治理能力，避免行政管控导致的物价波动

1、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。例如，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；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。**因此，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，避免行政管控导致的物价波动。**

2、面对当前的结构性通胀压力，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。

风险提示：猪周期上行超预期、输入性通胀超预期



目 录

一、当前中国物价形势的三大新特征	4
(一) 总需求不足与结构性通胀压力并存	4
(二) CPI 上行与 PPI 下行结合	4
(三) 从需求主导转变为供给主导	5
二、未来物价走势展望及其影响	6
(一) 预计 CPI 持续上升并突破 3%，PPI 持续回落至负增长	6
(二) 企业、居民、政府和资本市场将受重大影响	7
三、提高地方治理能力，避免行政管控导致的物价波动	9

图表目录

图表 1：8 月 CPI 同比小幅回落	4
图表 2：当前 CPI 上行与 PPI 下行的组合与 2019 年相似	5
图表 3：CPI 中猪肉和能源价格同比高增	5
图表 4：预计 CPI 同比将明显上升	7
图表 5：预计 PPI 同比将持续回落	7
图表 6：部分省份 1-7 月财政收入增速	8
图表 7：非洲猪瘟叠加环保限养导致 2019 年“超级猪周期”	9
图表 8：今年 4-5 月，上海食品价格涨幅大幅高于全国水平	9



一、当前中国物价形势的三大新特征

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三大新特征。

（一）总需求不足与结构性通胀压力并存

总需求不足体现在 CPI 中非食品分项、核心 CPI 与 PPI 同比一致下行。8 月非食品 CPI、核心 CPI、PPI 同比较上月分别下降 0.2、0、1.9 个百分点。

结构性通胀压力体现在猪肉为代表的食品价格中。8 月猪肉价格同比上涨 22.4%，较上月扩大 2.2 个百分点；在猪肉价格上涨带动下，鸡肉和鸭肉价格同比分别上涨 6.6% 和 12.7%，涨幅比上月均有扩大。

8 月 CPI 同比未继续上冲而是有所回落，并不代表未来没有结构性通胀压力。猪肉价格虽然因近期出栏量增加而涨幅放缓，但猪周期上行周期已启动；国际能源价格近期虽然回调，但后续仍要关注供给冲击的幅度，因此对结构性通胀仍要警惕。

8 月 PPI 下行主要源于：1) 全球经济衰退预期下的国际大宗商品价格下行，传递到了影响国内；2) 国内总需求不足；3) 落实煤炭等保供稳价，以减少对中下游的挤压。

图表1：8 月 CPI 同比小幅回落



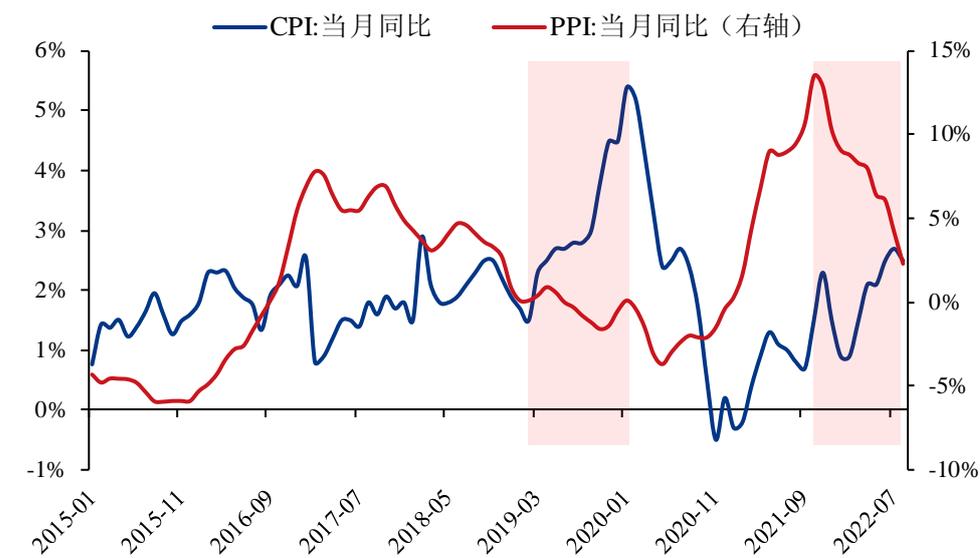
资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）CPI 上行与 PPI 下行结合

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。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。



图表2：当前CPI上行与PPI下行的组合与2019年相似

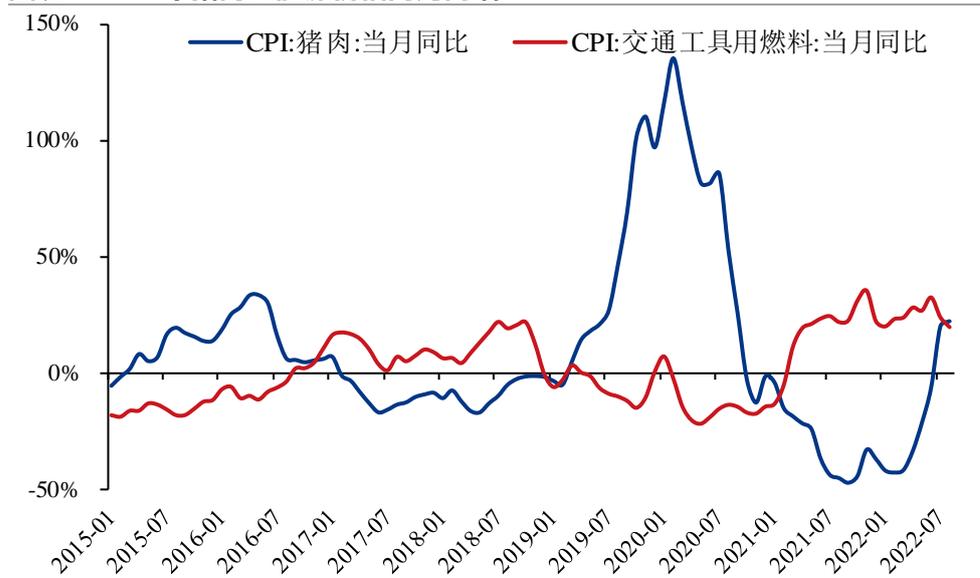


资料来源：Wind、粤开证券研究院

（三）从需求主导转变为供给主导

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，4-5月受到疫情严重冲击的上海、吉林等地CPI同比明显居前。当前面临的结构性通胀和输入性通胀也主要来自于供给面扰动，结构性通胀主要源于猪周期带动食品价格快速上行，输入性通胀主要来自于极端气候、俄乌冲突等导致的全球能源和粮食价格波动。

图表3：CPI中猪肉和能源价格同比高增



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、未来物价走势展望及其影响

(一) 预计 CPI 持续上升并突破 3%，PPI 持续回落至负增长

下半年和明年我国通胀的总体格局可能是：CPI 持续上升，个别月份突破 3%；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。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 9 月 8 日，农业部猪肉平均批发价较 4 月中旬的低点已上升 72%。“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。乘联会数据显示，8 月国内乘用车市场零售量为 187.1 万辆，同比增长 28.9%，是近 10 年来的最高增速，并有望实现“金九银十”的良好局面。



图表4：预计CPI同比将明显上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表5：预计PPI同比将持续回落



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_45894

