

宏观点评报告

2022 年 9 月 13 日

能源、需求带动通胀回落 货币政策掣肘消失**2022 年 8 月通胀点评**

核心内容:

分析师

许冬石
☎: (8610) 8357 4134
✉: xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码: S0130515030003

- **CPI 同比回落, 核心 CPI 仍然低迷** CPI 环比下行, 食品价格继续走高, 非食品价格回落。8 月通胀环比下行主要是由于非食品价格带来的: (1) 原油价格走低, 非食品价格主要受到能源价格下行影响; (2) 食品方面, 食品涨价幅度趋缓。8 月份蔬菜、猪肉、粮油、鸡蛋价格小幅上行, 仅水果价格下行。8 月份蔬菜价格上行速度减缓, 8 月份猪肉价格仍然上行, 但上行幅度减弱。8 月份原油价格震荡回落, 供给逐步充足和需求的预期走弱使得原油价格处于回落状态。8 月份核心 CPI 环比平稳, 终端需求仍然较为疲软。
- **9 月份通胀环比小幅波动, 同比预计在 2.6% 左右** 9 月份猪肉受到供给短缺的影响价格仍然震荡上行, 同时 9 月蔬菜价格回落。非食品价格方面, 燃料价格预计震荡, 旅游价格上涨幅度减弱。
- **全年通胀预期缓慢上行** 全年通胀预期仍然可控, 进入 2022 年下半年, 通胀水平上升至 2.4% 左右: (1) 新时期疫情控制状态下, 物价上行可以预期, 物流和人员阻断下对价格的影响仍然在观察; (2) 猪肉供给陷入短缺, 下半年猪肉需求逐步上行, 猪肉价格回升; (3) 蔬菜价格已过最低点, 下半年逐步回升。预计 3、4 季度可能达到 2.4% 左右, 全年 CPI 预计在 2.2% 左右, 预计 2023 年上半年通胀水平会惯性上行至 2.9% 左右。
- **通胀仍然无忧** 尽管通胀水平在下半年走高, 但暂时仍然无需担忧: (1) 全球衰退正在上演, 高昂的原油价格出现变化, 原油价格水平下半年可能继续回落; (2) 全球需求回落和中国需求疲软可能共振, 终端需求的疲软拉低物价水平。
- **货币政策不受干扰** 央行的货币选择不会随着通胀起舞, 我国通胀全球来看属于低水平, 从自身来看, 需求不畅导致核心通胀较低, 央行并不担心通胀。现阶段央行面临的问题是宽信用渠道受阻, 央行的货币宽松效果不及预期。
- **PPI 回落趋势已成** 8 月份 PPI 环比大幅回落, 大宗商品价格均处于回落状态: (1) 国际原油受到供给稳定以及需求回落的影响, 价格继续下挫; (2) 煤炭期货价格稍显平稳, 但出厂价格大幅下行。下游投资继续疲软, 钢材、水泥等行业需求相对较弱; (3) 下游需求疲软, 相关出厂产品价格均下滑。

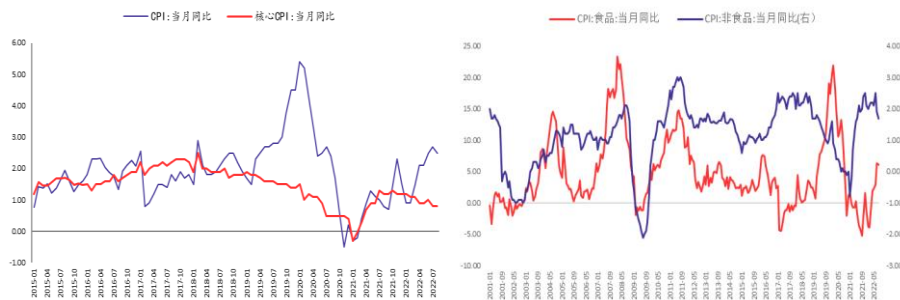
下半年 PPI 基数水平继续下滑, PPI 同比持续走低: (1) 能源价格高位回落会带动 PPI 下滑; (2) 下游开工虽然稍有好转, 但是速度较慢, 黑色系产品价格仍然不振; (3) 物流阻塞好转, 反映大宗商品运输为主的 BDI 下行, 预示着未来 PPI 环比仍然下滑。预计 9 月份 PPI 环比小幅波动, 9 月份 PPI 水平在 1.1% 左右。2022 年 PPI 前高后低, 全年预计在 4.6% 左右, 受到基数影响, PPI 在 3 季度和 4 季度分别约为 2.6% 和 0.4%。

一、CPI 同比回落，核心 CPI 仍然低迷

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比走低，核心 CPI 平稳，8 月份 CPI 同比下行。8 月份 CPI 同比增速 2.5%，比 7 月份下行 0.2 个百分点。8 月份 CPI 环比下行；其中食品价格环比上行 0.5%，非食品价格下行 0.3%。核心 CPI 同比增速 0.8%，环比保持平稳。

图 1：CPI 同比持平（%）

图 2：食品和非食品价格变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

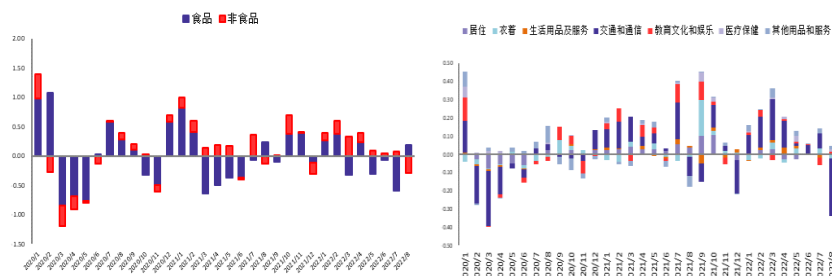
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 2.6%，比上个月上行。通胀环比下行，食品价格继续走高，非食品价格回落。8 月通胀环比下行主要是由于非食品价格带来的：（1）非食品价格方面，原油价格走低，交通工具用燃料价格下行 4.7%，旅游价格下行 0.1%，家用器具价格下行 0.5%。非食品价格主要受到能源价格下行影响；（2）食品方面，食品涨价幅度趋缓，蔬菜价格 8 月份上行 2.0%，蔬菜平均价格超出正常水平；8 月份猪肉价格上行 0.4%，猪肉价格大幅上行暂缓；其他食品方面，鸡蛋、食用油价格继续走高，仅有水果价格下行；

从食品价格来看，猪肉需求上升幅度较弱，猪肉供给受阻，继续带动猪肉价格上行，但现阶段猪肉价格供给需求趋向平衡。8 月份猪肉价格继续震荡走高，但上行幅度减缓。仍然需要注意，猪肉的消费旺季即将到来，猪肉价格在 4 季度仍然上行。蔬菜价格受到物流缓解和天气炎热影响继续回升，天气因素仍然主导市场价格变化。

从非食品价格来看，除车用燃料和旅游价格外，其他商品和服务类价格总体保持平稳。原油价格下行，车用燃料价格随之走低。

图 3：食品和非食品价格对 CPI 的拉动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、猪肉和蔬菜价格未来走高

2018-2022 年猪周期已经结束，生猪价格底部回升，新一轮猪周期开启。能繁母猪存栏同比稍有回升，近期母猪存栏环比回升稍有停滞。生猪产能受到饲料价格的影响，产能增加较为谨慎。

8 月份猪肉供给减少，需求虽然仍然较弱，但供给减少的速度更快，价格仍然上行，预计下半年生猪价格以上升为主。8 月份由于是消费淡季，价格出现仍然小幅上行，显示生猪供应紧张，这种紧张可能持续至年末。预计本轮猪周期的价格高度可能在 2018-2022 年度的 50% 左右。

图 4：母猪存栏增速（%）

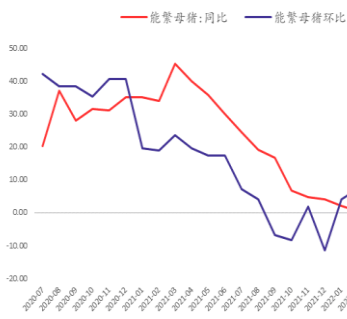
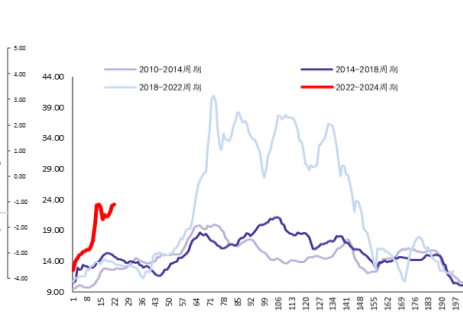


图 5：猪周期生猪价格对比（元/公斤）

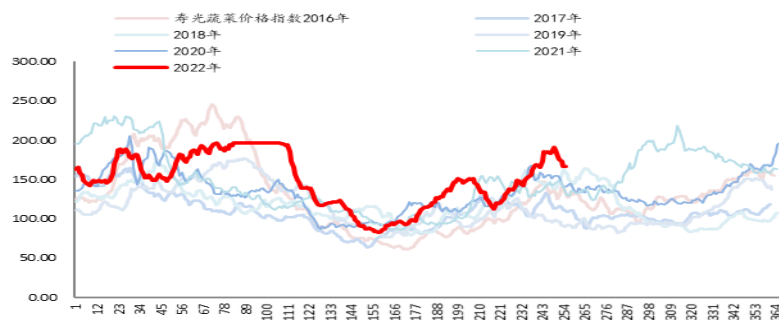


资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大，物流对蔬菜价格的影响减弱。蔬菜价格在 7 月份大幅上行后，8 月份上行幅度减弱，蔬菜生产运输仍然受到高温和雨水天气影响，7-8 月蔬菜价格是季节性回升。9 月份下旬蔬菜价格回落，蔬菜价格回归正常价格区间。9 月前 10 天蔬菜价格走低，9 月份蔬菜价格回落，10 月份小幅波动，而 11 月份进入季节性低点。

图 6：蔬菜价格指数（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

三、全年通胀预期温和

8 月份 CPI 环比上行，非食品价格带动了 CPI 回落。8 月份蔬菜、猪肉、粮油、鸡蛋价格小幅上行，仅水果价格下行。8 月份蔬菜价格上行速度减缓，8 月份猪肉价格仍然上行，上行

幅度减弱。8 月份原油价格震荡回落，供给逐步充足和需求的预期走弱使得原油价格处于回落状态。8 月份核心 CPI 环比平稳，终端需求仍然较为疲软。

9 月份翘尾水平小幅回落，达到 2.5%。食品价格方面，9 月份猪肉受到供给短缺的影响价格仍然震荡上行，同时 9 月蔬菜价格回落。非食品价格方面，燃料价格预计震荡，旅游价格上涨幅度减弱。9 月份预计 CPI 环比仍然小幅上行。

全年通胀预期仍然可控，进入 2022 年下半年，通胀水平上升至 2.4% 左右：（1）新时期疫情控制状态下，物价上行可以预期，物流和人员阻断下对价格的影响仍然在观察；（2）猪肉供给陷入短缺，下半年猪肉需求逐步上行，猪肉价格回升；（3）蔬菜价格已过最低点，下半年逐步回升。

尽管通胀水平在下半年走高，但暂时仍然无需担忧：（1）全球衰退正在上演，高昂的原油价格出现变化，原油价格水平下半年可能继续回落；（2）全球需求回落和中国需求疲软可能共振，终端需求的疲软拉低物价水平。

现阶段我国通胀仍然处于可控阶段，下半年翘尾水平上行，猪肉、蔬菜价格回升，预计 3、4 季度可能达到 2.4% 左右，全年 CPI 预计在 2.2% 左右，预计 2023 年上半年通胀水平会惯性上行至 2.9% 左右。

央行的货币选择不会随着通胀起舞，我国通胀全球来看属于低水平，从自身来看，需求不畅导致核心通胀较低，央行并不担心通胀。现阶段央行面临的问题是宽信用渠道受阻，央行的货币宽松效果不及预期。而美联储等外围市场收紧的条件下，央行的货币宽松也有所谨慎。央行在下半年仍然会以经济增长和美联储选择为主，并不会因为通胀上行而使得货币政策有所变化。首先，通胀上行是蔬菜、猪肉、原油带来的，属于货币不可控因素。通胀水平虽然在下半年上行，但除个别月份，CPI 水平很难超过 3%。参考 2019 年 4 季度 CPI 上行至 5%，央行货币政策也仅是保持了观望。其次，稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，经济增长是主线，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。

图 7： 2022-2023 年 CPI 预测 (%)



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_46020

