



彭文生：我们亦将告别低通胀



意见领袖 | 彭文生、张文朗等



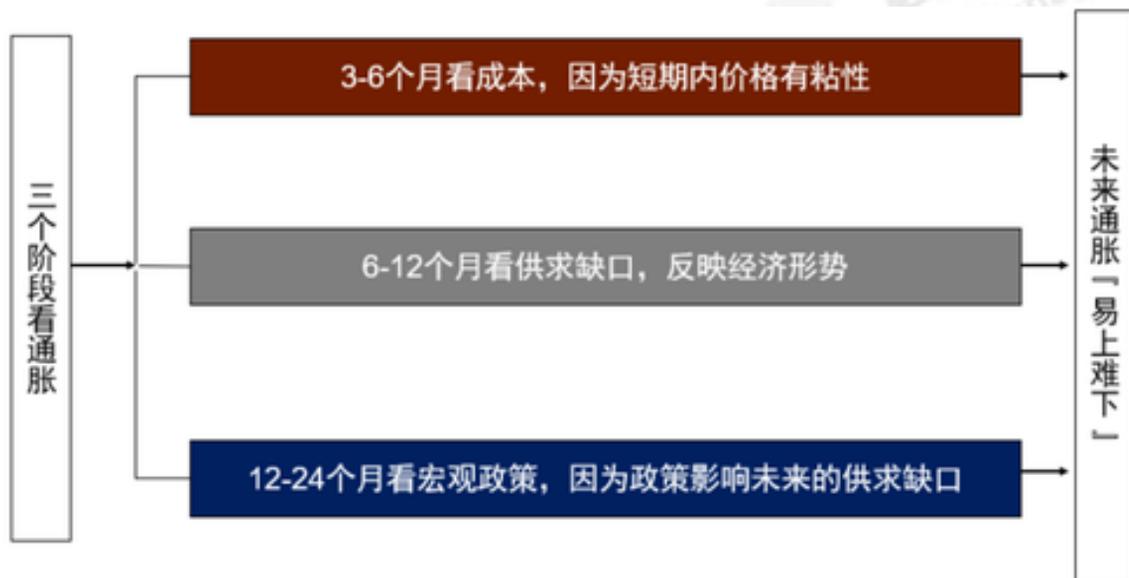
三个阶段看通胀

如何判断通胀走势？我们有两点要注意。

一是不同时间维度的通胀要看不同的变量。我们不妨简单地分为 3 个时间段来看通胀（图表 1）。短期的维度，比如 3-6 个月，可以看当前的成本，也就是各个分项的通胀，因为物价短期有粘性。也就是说，短期价格逻辑适度线性外推也无可厚非。6-12 个月的通胀主要看供求缺口，因为通胀粘性会不会持续，主要分项的通胀会不会传导到其他分项要看经济形势，就是供需关系。再看远一点，比如 12-24 个月的通胀，我们主要关注政策的演变，因为政策会领先供求缺口，换句话说，今天以及未来的政策会影响更长时期的供求缺口。

二是看近期的通胀，可以看分项，自下而上，但是越远的通胀，越要看总量，因为影响各个分项的通胀变量很多，时间越远，越不好判断。所以，比较长期的通胀判断重点在于方向，至于具体数字的预测主要起到参考的作用。

图表 1：三个阶段看通胀



资料来源：中金公司研究部

3-6 个月：猪油共振到分化，PPI 下行，CPI 回升

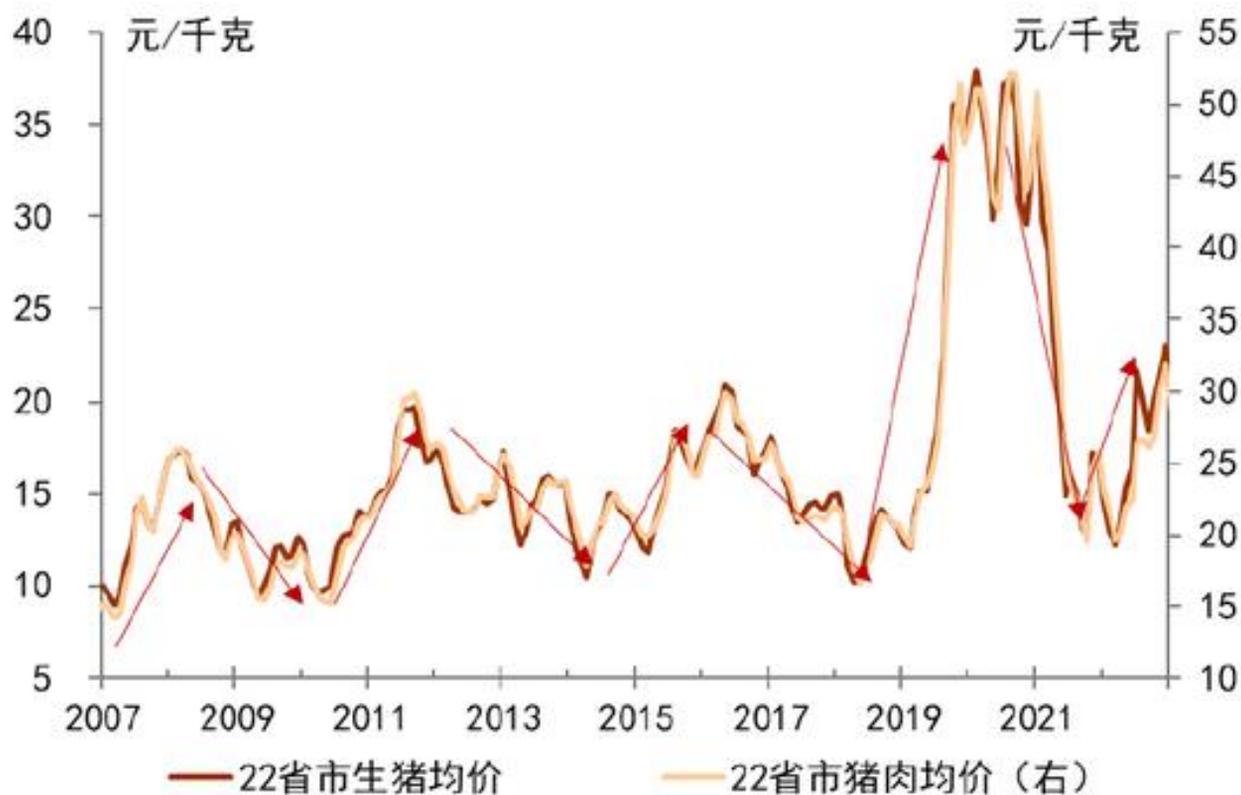
3 月到 6 月份，“猪油共振”，猪周期上行叠加俄乌冲突国际大宗价格上涨，畜肉和非食品消费品边际拉抬 1ppt 和 0.4ppt，推升 CPI 同比从 0.9% 上升至 2.5%。往前看，未来 3-6 个月，猪周期继续上行，但国际大宗从“断供恐慌”步入“有序减量”，加之海外金融条件收紧和衰退预期升温，猪油或从共振走向分化，加之高基数，PPI 同比或继续放缓，而 CPI

同比在猪价和服务带动下或将回升。

猪周期上行开启，近期压栏加速涨价，但本轮猪周期反弹高度难比上轮，未来升势或缓解，加之基数先降后升，我们预计猪价对 CPI 同比贡献 Q3 续升 (+1ppt)，Q4 稳定。4 月以来，猪周期上行，养殖户压栏，加上广西散发疫情担忧，22 省市生猪均价上涨 92%至 23 元/千克，猪价已提前实现了我们年底的预期价格。但本轮供求缺口小于以往（能繁存栏低点高于以往周期低点，产能结构优化），且猪瘟防疫完备、疫苗推广，本轮或难出现 2019-2020 年非洲猪瘟大规模流行、供给短缺严重、价格高点远超前几轮的状况。当前压栏情况已有边际改善迹象，4Q 对 CPI 同比抬震趋稳。

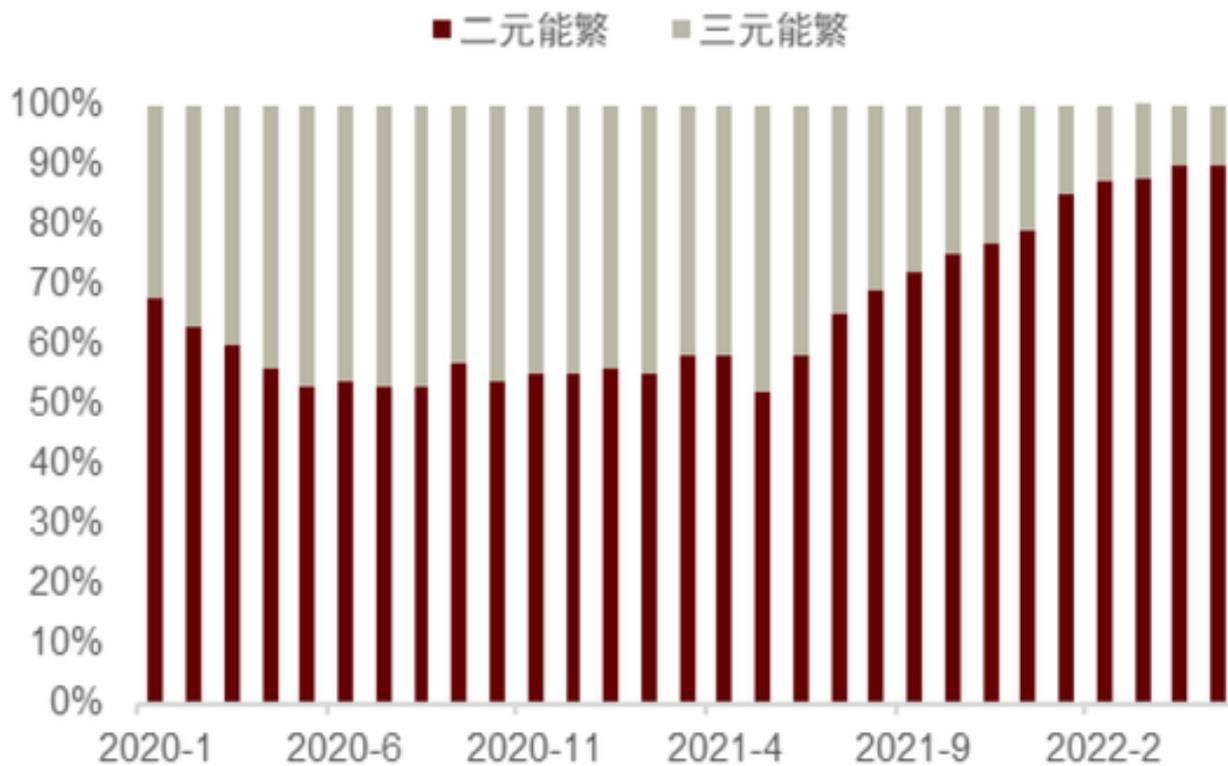
(图表 2-5)

图表 2：猪价边际抬升



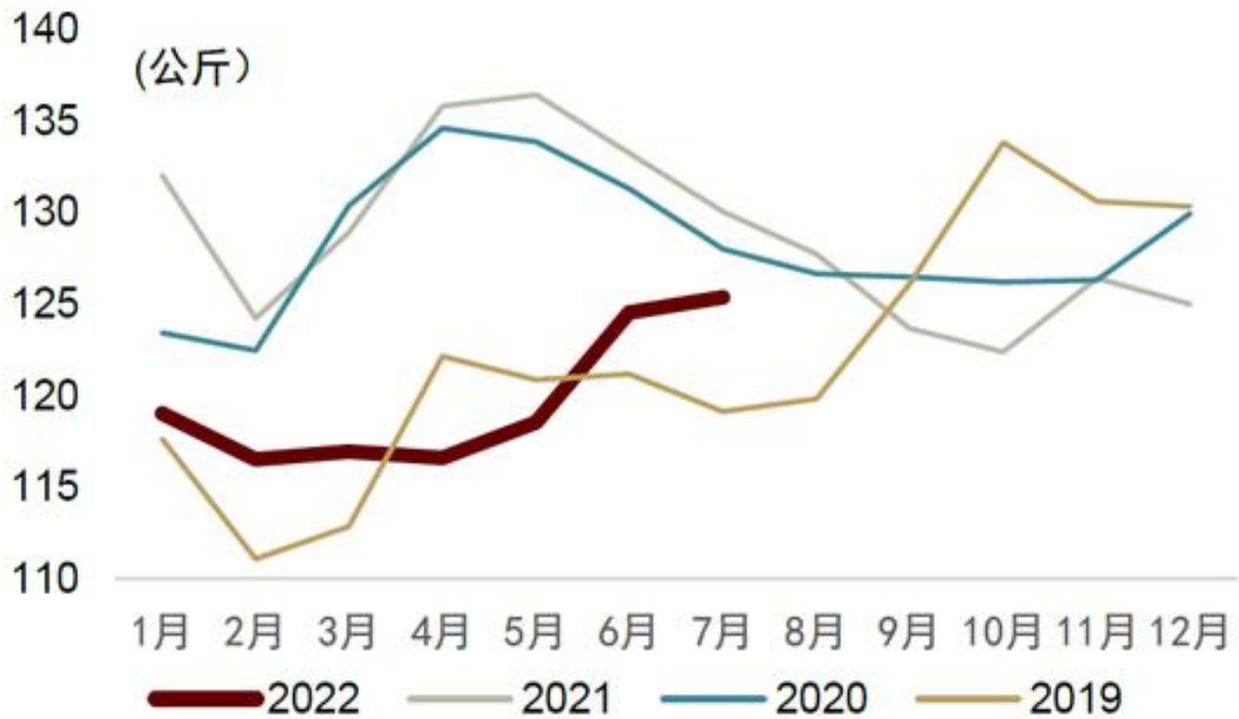
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 3：能繁母猪结构优化



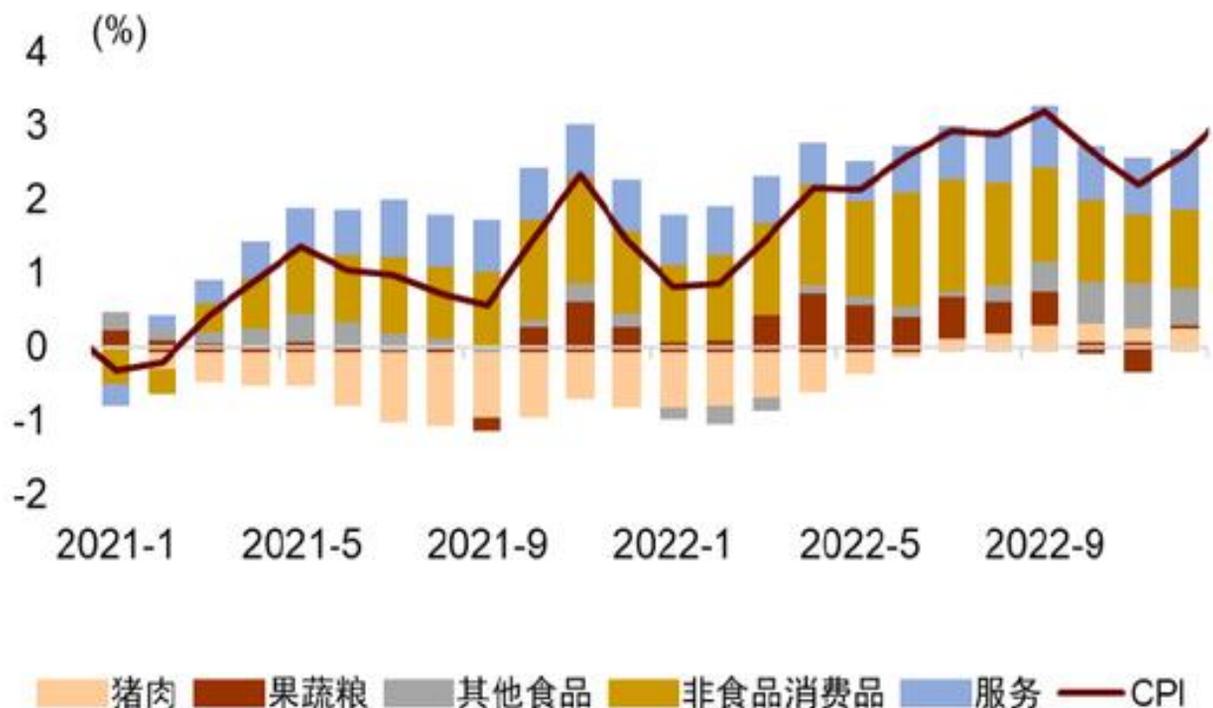
资料来源：涌益咨询，中金公司研究部

图表 4：生猪出栏均重涨势放缓显示压栏或有改善迹象



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 5：我们预计猪价对 CPI 同比贡献 Q3 续升 Q4 稳定



资料来源：Wind，中金公司研究部注：2022 年 6 月之后的数据为预测值

国际大宗供给溢价消退，下半年价格震荡或走弱，加之高基数，PPI 同比回落，成本驱动 CPI 非食品消费品同比从历史高位回落。

▶ 能源：油价从“断供恐慌”步入“有序减量”。第六轮对俄制裁后布油一度冲高至 125 美元/桶，带动国内成品油价格上涨。但美欧紧缩引发衰退担忧，对俄制裁对供给端实质影响低于预期。基准情形下，我们预计对俄制裁将减少供给 200 万桶/天，下半年布油或在 100-110 美元/桶。煤炭国内保供压力仍存，但长协覆盖、价格可控。电改接近尾声，电价涨幅放缓。

▶ 有色：供需矛盾减弱，价格或趋势下行。海外衰退风险导致耐用品需求承压，内需中地产基本面疲软、基建建筑领域尚未形成实物工作量，供需矛盾减弱，价格或趋势下行。但地缘政治不确定性仍存，能源成本对电解铝行业成本端仍有支撑。

、 四 名 、 政 增 长 、 减 立 和 降 成 本 并 行 、 价 格 或 低 位 上 行 、 需 求 进 甘

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_44463

