

## 宏观深度报告

## 未来一年全球通胀形势展望

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号  
S1060120120052  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号  
S1060121110020  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 2022年初以来，俄乌冲突为全球通胀“火上浇油”，以原油、粮食为代表的国际大宗商品价格冲高，助推海外通胀读数高位上行，也加剧了我国输入性通胀压力。尽管6月中旬以来海外“衰退交易”升温、大宗商品价格普遍调整，但美国、中国6月CPI增速均超市场预期，全球通胀前景仍然面临较大不确定性。在此背景下，本报告展望未来一年的海内外物价形势。
- 一、全球通胀形势展望。未来一年，国际油价和粮价仍是影响全球通胀形势的关键因素。**1) 国际油价**在未来一年的波动中枢或将缓慢下移至95美元/桶。驱动油价下行的主因是库存筑底并小幅回升。油价上行风险主要包括今年下半年能源需求超预期、以及地缘冲突制造新的供给冲击等；油价下行风险主要包括全球经济更快下行、俄罗斯能源出口好于预期、欧佩克增产超预期、以及伊朗原油恢复出口等。**2) 国际粮价**在未来一年波动中枢或逐步回归至2021年四季度水平。一是，全球农产品供给韧性较强；二是，全球粮食贸易逐步恢复；三是，能源价格中枢下移或带动粮价回落。
- 二、海外通胀形势展望。**1) 美国** CPI通胀率预计在2022年三季度保持9%左右，四季度回落至8%左右（高于最新美联储预测的6.7%），2023年一季度和二季度或将较快回落至5.8%和3.7%左右。**2) 欧元区** HICP通胀率预计2022年三季度破9%，四季度小幅回落至8.6%（高于最新欧央行预测的6.8%），2023年一和二季度大幅回落至4.7%和2.4%。**3) 日本** CPI通胀率将于2022年10月破3%，年末或达3.5%（高于最新日本央行预测的2%左右），2023年一季度和二季度分别回落至2.8%和2.1%。
- 三、国内通胀形势展望。国内通胀的主要关注点在CPI，PPI输入性通胀风险或有缓和。**CPI方面**，预计同比增速中枢将明显抬升，多个月份存在破“3”的可能性。中性情形下，预计2022年CPI中枢为2.3%，2023年上半年为2.9%；未来四个季度CPI同比增速的中枢分别为3.2%、2.7%、3.3%、2.4%。**PPI方面**，海外定价的大宗商品价格颓势已经显现，但国际原油价格和国内定价的黑色商品价格上行对PPI增速或有小幅支撑。中性情形下，预计2022年PPI中枢为5.0%，2023年上半年为0.1%；未来四个季度PPI同比增速的中枢分别为3.6%、0.6%、0.9%、-0.8%，呈逐季下滑态势。
- **风险提示**：国际地缘局势发展超预期；国内疫情风险抬头阻碍物流运输；统计数据偏差导致能繁母猪实际存栏被高估等。

# 正文目录

<b>一、 全球通胀影响因素</b> .....	<b>4</b>
1.1 国际油价 .....	4
1.2 国际粮价 .....	7
<b>二、 海外通胀形势展望</b> .....	<b>8</b>
2.1 美国 .....	8
2.2 欧元区 .....	9
2.3 日本 .....	10
<b>三、 国内通胀形势展望</b> .....	<b>11</b>
3.1 CPI 通胀预判 .....	12
3.2 PPI 通胀预判 .....	14

## 图表目录

图表 1	今年以来，食品和能源是推升全球通胀的关键推手	4
图表 2	国际油价未来一年展望	5
图表 3	全球液体燃料生产量或于 2020 年二季度以来首次超过消费量	5
图表 4	EIA 预计 2022 下半年至 2023 年 OECD 商业燃料库存水平小幅回升、脱离历史底部	6
图表 5	美油库存与油价高度相关	6
图表 6	全球商业航空需求仍有修复空间	6
图表 7	近期俄罗斯天然气断供风险推升燃气价格	6
图表 8	预计 2022/23 年全球谷物需求缺口尚可控	7
图表 9	全球食品贸易限制进一步升级空间有限	7
图表 10	全球食品价格与国际油价走势高度相关	8
图表 11	未来一年美国 CPI 同比增速展望	8
图表 12	美国住房租金 CPI 滞后于房价 1 年左右	9
图表 13	预计 2022 下半年 CPI 住房租金环比 0.6% 左右	9
图表 14	未来一年欧元区 HICP 同比增速走势展望	10
图表 15	未来一年日本 CPI 同比增速走势展望	11
图表 16	上半年 CPI 猪肉分项负增长，能源分项抬升	12
图表 17	上半年 PPI 生活资料同比增速继续上行	12
图表 18	未来一年猪肉价格走势的情景假设	13
图表 19	未来一年中国核心 CPI 走势预测	13
图表 20	未来一年中国 CPI 同比增速预测	14
图表 21	近期“衰退交易”愈演愈烈，大宗商品期货大幅调整	15
图表 22	未来一年中国 PPI 同比增速预测	16

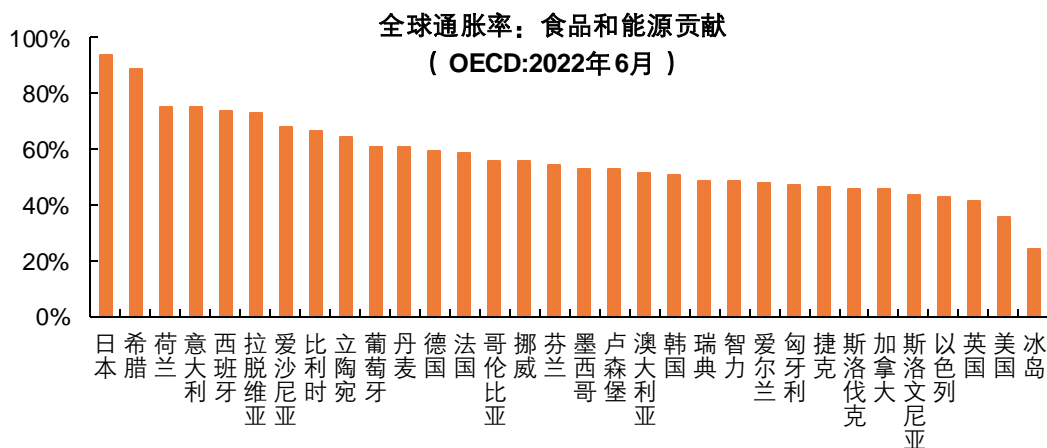
2022年初以来，俄乌冲突为全球通胀“火上浇油”，以原油、粮食为代表的国际大宗商品价格冲高，助推海外通胀读数高位上行，也加剧了我国输入性通胀压力。尽管6月中旬以来海外“衰退交易”升温、大宗商品价格普遍调整，但美国、中国6月CPI增速均超市场预期，全球通胀前景仍然面临较大不确定性。

在此背景下，本篇报告展望未来一年的海内外物价形势。我们认为：未来一年，国际能源和食品价格中枢有望下移，全球主要地区通胀率在输入性通胀缓和、经济增长趋缓的背景下，环比增速有望逐步下降，但同比读数将于2022年内保持在历史高位，2023上半年才有望明显回落。中国CPI读数在未来一年仍有冒头（破3%）风险，PPI读数有望明显回落。

## 一、全球通胀影响因素

国际油价和粮价是影响全球通胀形势的关键因素。据经合组织（OECD）2022年6月发布的报告，食品和能源对美国、英国、德国和日本CPI通胀率的贡献分别达到36%、41%、60%和94%。我们测算，截至2022年6月，能源和食品拉动了美国CPI通胀率9.1%中的4.5个百分点，拉动了欧元区HICP通胀率8.6%中的6.1个百分点。

图表1 今年以来，食品和能源是推升全球通胀的关键推手



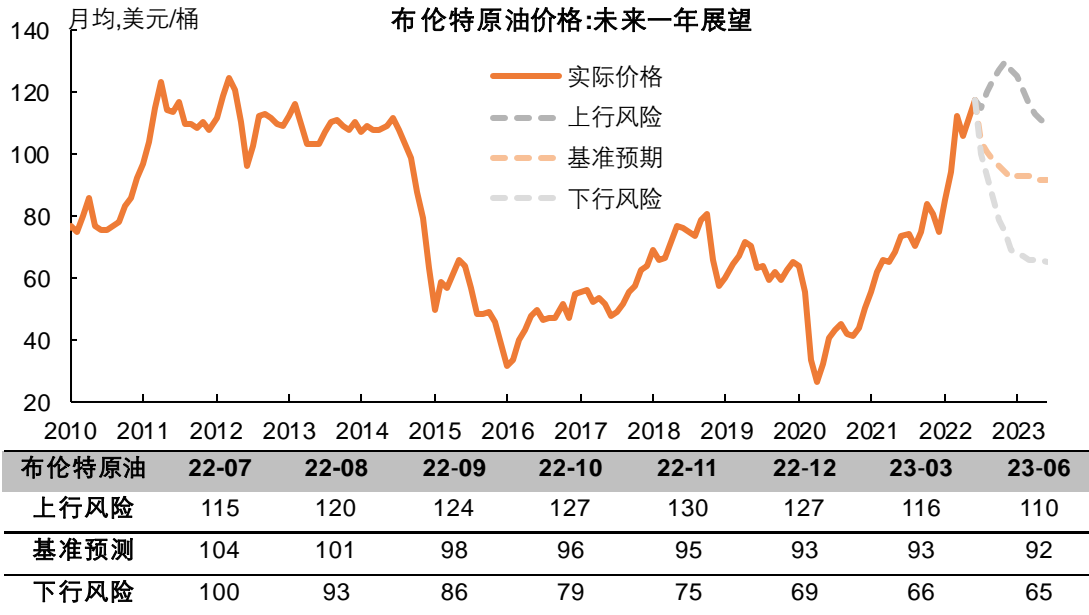
资料来源：OECD(2022.6),平安证券研究所

### 1.1 国际油价

2022上半年，俄乌冲突的爆发以及围绕俄罗斯的制裁措施，冲击了全球能源供给，进一步抬升了原已处于高位的国际能源价格。国际油价波动区间由年初的80美元/桶附近，升至目前的100美元/桶附近，最高曾于3月升破130美元/桶。截至6月，国际油价同比达60%，IPE英国天然气期货价同比达150%。6月中旬以来，国际能源市场有所降温。7月以来截至15日，布伦特油价均值为104美元/桶，较6月均值的117.5美元/桶已下降11%。

展望未来一年，我们的基准预测为，国际油价（布伦特原油）波动中枢将缓慢下移至95美元/桶，在未来四个季度，国际油价均值预计分别为101、94、93和92美元/桶。

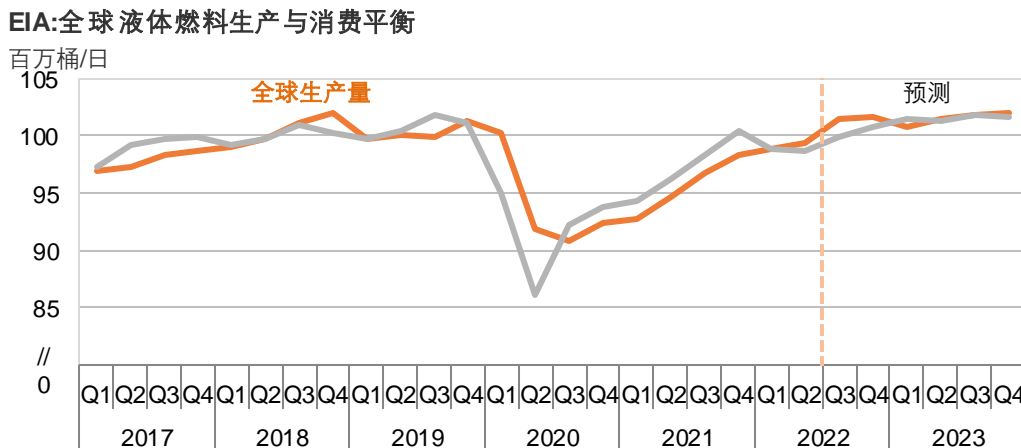
图表2 国际油价未来一年展望



资料来源: Wind,平安证券研究所

核心原因在于，全球原油库存有望回升，驱动油价中枢下移。预计未来一年，全球能源需求增速或保持平稳下行，供给保持稳步增长，自2022年三季度起，全球原油库存或将开始筑底回升，但累库节奏可能较为缓慢。因此，油价波动中枢或出现下移，但可能不会大幅下跌。据美国能源信息署（EIA）7月的最新预测，自2022年二季度末，全球液体燃料生产量或于2020年二季度以来首次超过消费量，意味着全球原油库存或将开始止跌回升。美国原油库存与WTI原油价格保持较强相关性，当前美油库存不足9.2亿桶，绝对水平为2004年以来最低，且低于2011-2014年油价破百期间10.4亿桶左右的库存水平。预计未来一年美油库存将缓慢回升，并于2022年末回升至10亿桶、2023年中回升至10.5亿桶左右，库存水平对应合理油价在90-100美元/桶左右。

图表3 自2022年二季度末，全球液体燃料生产量或于2020年二季度以来首次超过消费量



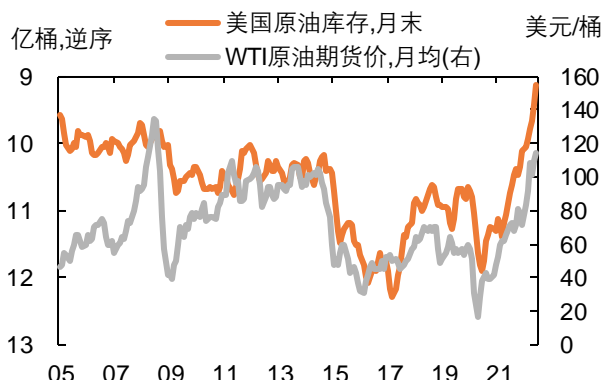
资料来源: EIA(2022.7),平安证券研究所

图表4 EIA 预计 2022 下半年至 2023 年 OECD 商业燃料库存水平小幅回升、脱离历史底部



资料来源: EIA(2022.7), 平安证券研究所

图表5 美油库存与油价高度相关

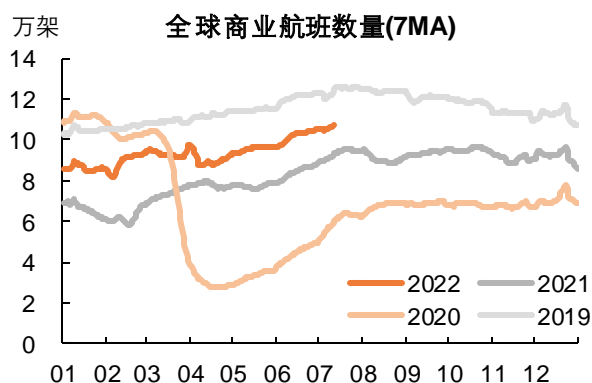


资料来源: Wind, 平安证券研究所

考虑到国际油价影响因素的高度不确定性，在基准预测基础上，我们分别提示油价上行和下行风险，并倾向于认为油价的下行风险更大。

**油价上行风险：**今年下半年能源需求超预期、以及地缘冲突制造新的供给冲击等。在此情形下，预计未来一年国际油价波动中枢升至 120 美元/桶。今年下半年，夏季和冬季能源需求均较旺盛。据 Flightradar24 网站监测，截至 7 月中旬，全球商业航班活跃数量为 2019 年同期水平的 86%，仍有一定恢复空间。如果中国国内疫情解封进展较快、以及海外出行需求继续复苏，夏季用油需求或更快增长。当前，俄乌冲突仍在持续，地缘因素扰动国际能源供给的风险仍存。近期俄罗斯断供欧洲天然气风险抬头，未来俄罗斯能源出口仍面临不确定性。7 月 11 日至 22 日，北溪 1 号天然气管道定期维护，被认为可能是俄罗斯断供天然气的机会。

图表6 全球商业航空需求仍有修复空间



资料来源: Flightradar24, 平安证券研究所

图表7 近期俄罗斯天然气断供风险推升燃气价格



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**油价下行风险：**全球经济更快下行、俄罗斯能源出口好于预期、欧佩克增产超预期、以及伊朗原油恢复出口等。在此情形下，预计未来一年国际油价波动中枢下降至 80 美元/桶。一是，在货币政策激进紧缩背景下，美欧经济有较大概率在 2023 年陷入衰退，且衰退时点还可能提前。近期美欧经济下行信号增多，如美欧制造业和服务业 PMI 指数均滑落至近两年以来最低水平。美国亚特兰大联储模型基于最新经济数据预测，今年二季度美国经济将环比萎缩 1-2%左右，或将连续第二个季度萎缩。二是，美欧围绕俄罗斯的能源制裁效果可能不及预期，因俄罗斯能源仍在出口至印度等地区，且可能间接流入欧洲。三是，欧佩克增产有可能加速。7 月初欧佩克秘书长巴尔金多去世，欧佩克在增产决议上的团结和克制有出现松动的可能。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。



7月中旬美国和沙特举行了会晤，双方签署了包括能源领域在内的 18 项合作协议，并重申对全球能源市场稳定的承诺，未来沙特有可能增加石油供应。四是，伊朗石油出口仍有可能恢复。6 月底，在欧盟撮合之下，美国和伊朗在多哈举行谈判，尚未取得明显进展，但通胀压力下，美欧继续推动谈判的意愿仍存。

## 1.2 国际粮价

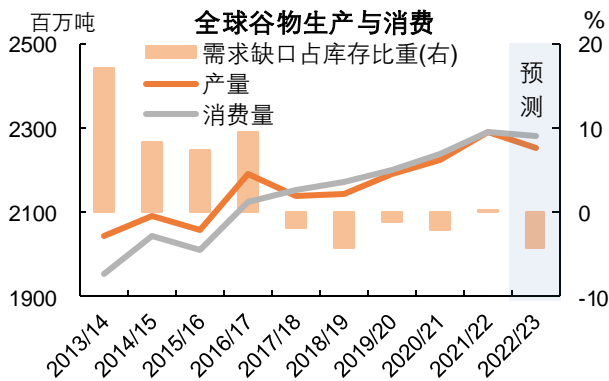
2022 上半年，俄乌冲突影响了以玉米和小麦为代表的全球粮食供给，驱动国际粮价大幅攀升。截至 2022 年 6 月，FAO 全球食品价格指数同比上涨 23%，CBOT 大豆、玉米和小麦期货价同比分别上涨 14%、19%和 52%。7 月以来截至 14 日，上述农产品期货价均值分别为 1360、600 和 830 美分/蒲式耳。

展望未来一年，我们认为国际粮价再度明显上行的动力不足，波动幅度也有望缩窄，波动中枢或逐步回归至 2021 年四季度水平。具体来看，CBOT 大豆、玉米和小麦期货价中枢或于 2023 年上半年回落至 1200、600 和 800 美分/蒲式耳左右。

一是，全球农产品供给韧性较强。全球谷物协会 6 月 23 日发布的预测报告显示，因小麦和玉米丰收，2021/22 年全球谷物产量预计为 22.90 亿吨，同比增长 2.9%，也略高于同期消费需求的 22.89 亿吨。受俄乌战争、极端天气的影响，2022/23 年全球谷物产量预计为 22.55 亿吨，同比下降 1.5%，比同期的消费需求低 2500 万吨。但这部分需求缺口仅占目前全球谷物库存的 4.2%，与 2018/19 年相当，即仍处于历史正常波动区间，需求缺口对粮价的支撑或有限。

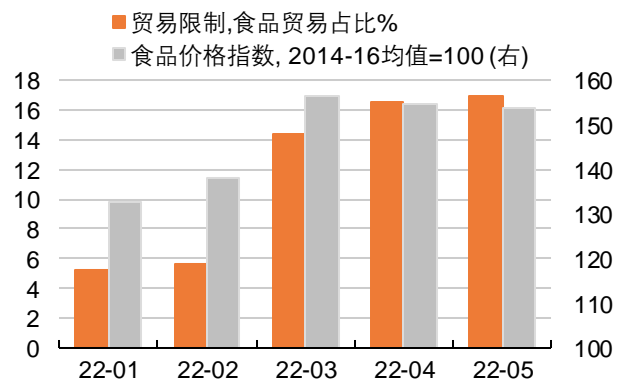
二是，全球粮食贸易在逐步恢复。据世界银行统计，俄乌冲突后，全球范围内食品领域的出口限制政策持续增多，2022 年 6 月 1 日达到峰值 155 项。随着全球粮食供应压力缓和，贸易管制政策已经开始减少，到 6 月 16 日（最新数据）食品领域的出口管制政策已下降至 148 项。乌克兰粮食出口受俄乌战争的影响最大，不过其粮食海运航线正在恢复。乌克兰官方称，截至 7 月 9 日多瑙河通往黑海的运输航线已经恢复，通过该航线乌克兰每月可增加 50 万吨的粮食出口。根据国际谷物理事会 6 月的预测，2021/22 年全球谷物贸易量预计为 4.17 亿吨，同比下降 2.1%，俄乌战争和粮食贸易保护政策的影响或不及市场预期。

图表8 预计 2022/23 年全球谷物需求缺口尚可控



资料来源: IGC(2022.6), 平安证券研究所

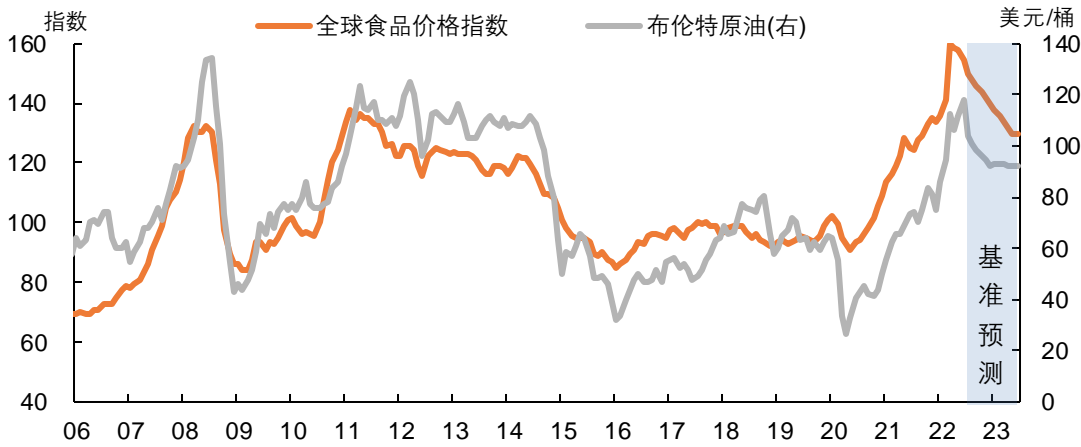
图表9 全球食品贸易限制进一步升级空间有限



资料来源: OECD(2022.6), 平安证券研究所

三是，能源价格中枢下移或带动粮价回落。历史数据显示，全球食品价格与国际油价走势高度相关。食品价格与油价有一系列直接相关性，例如农业生产中的农药、化肥等产品来自化石燃料，农用机械的生产和运行需要燃料，以及生物燃料与化石燃料亦有替代关系等。中国农药价格指数在今年 1 月见顶后，到 5 月已连续 4 个月下降，累计降幅为 10.4%。基于国际油价中枢缓慢下移的预测，国际粮价上涨压力有望得以缓解。

图表10 全球食品价格与国际油价走势高度相关



资料来源: Wind,平安证券研究所

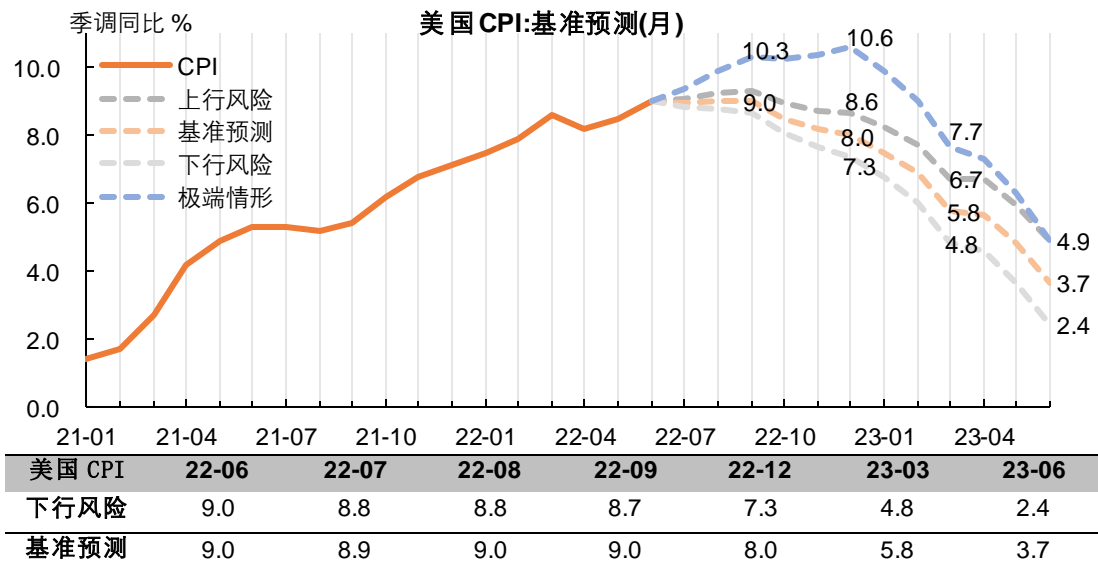
## 二、海外通胀形势展望

### 2.1 美国

2022上半年,美国通胀率持续攀升并刷新近40年新高,主要推手是国际能源涨价,以及新一轮房地产周期启动后的住房租金上涨。美国CPI同比增速于6月升至9.1%。其中,能源、住房租金、食品、运输服务和二手车卡车五个分别贡献了3.1、1.9、1.4、0.5和0.3个百分点。除去能源和食品价格的核心CPI同比为5.9%,已连续第三个月回落。美联储2022年6月预测,2022和2023年末美国PCE同比分别为5.2%和2.6%。我们基于PCE和CPI历史关系的模型测算,上述两项预测隐含的CPI同比增速预测分别为6.7%和3.2%。

我们的基准预测显示,美国CPI通胀率(季调同比)预计在2022年三季度保持9%左右,四季度回落至8%左右,2023年一季度和二季度或将较快回落至5.8%和3.7%左右。

图表11 未来一年美国CPI同比增速展望



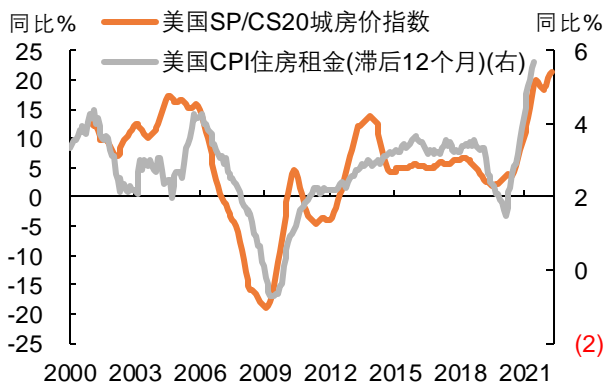


上行风险	9.0	9.0	9.2	9.3	8.6	6.7	4.9
极端情形	9.0	9.4	9.9	10.3	10.6	7.7	4.9

资料来源: Wind,平安证券研究所。注:“基准预测”假设 2022 下半年月环比 0.4%、2023 上半年月环比 0.2%;“上行风险”假设 2022 下半年月环比 0.5%、2023 上半年月环比 0.3%;“下行风险”假设 2022 下半年月环比 0.3%、2023 上半年月环比 0.1%;“极端情形”假设 2022 下半年月环比 0.8%、2023 上半年月环比 0%。

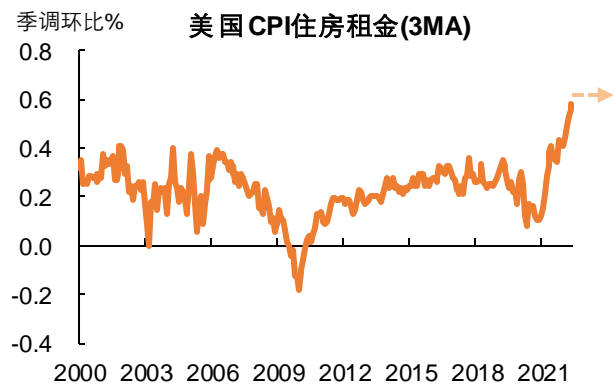
首先,预计 2022 年下半年美国 CPI 环比增速仍将保持较高水平,主要贡献来自住房租金上涨。考虑到美国住房租金与房价有 1 年左右滞后关系,2021 年中截至目前美国 20 城房价指数同比仍保持在 20%左右的历史高位,因此预计年内住房租金难有明显回落,预计年内美国 CPI 住房租金分项环比为 0.6%左右,贡献 CPI 环比 0.2 个百分点。考虑到国际油价中枢下移,预计 CPI 能源分项环比为-0.7%左右,贡献 CPI 环比-0.05 个百分点。其次,预计 2023 年上半年美国 CPI 环比增速或有明显回落,主要考虑到美国经济下行压力加大。基于年内通胀率高企的假设,美联储有较大概率在年内加息至 3.5%左右的限制性水平,继而 2023 年上半年美国经济下行压力或更为明显,CPI 环比增速料将出现明显回落。再次,基数原因更加凸显了美国 CPI 同比增速“前高后低”的曲线特征。由于 2021 年三季度美国 CPI 同比增速走平、四季度走高,预计 2022 年三季度 CPI 同比增速维持 9%左右高位,四季度小幅回落至 8%左右。但由于 2022 年上半年 CPI 增速较快,预计 2023 年上半年美国 CPI 同比将在环比增速下滑和基数效应下呈现快速回落,2023 年一季度和二季度或将较快回落至 5.8%和 3.7%左右。最后,“极端情形”(美国年内通胀再超预期、美联储紧缩力度超预期)不能排除,这一情形下美国 CPI 同比年内可能破 10%,但这也意味着 2023 年上半年或明显衰退、CPI 同比快速回落。如果 2022 年下半年美国通胀超预期恶化,美联储被迫采取更加激进的紧缩行动(如加大缩表力度、加息至 4%以上等),继而美国经济或于 2023 年上半年开始明显衰退,美国 CPI 走势呈现较大波动。

图表 12 美国住房租金 CPI 滞后于房价 1 年左右



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表 13 预计 2022 下半年 CPI 住房租金环比 0.6%左右



资料来源: Wind,平安证券研究所

## 2.2 欧元区

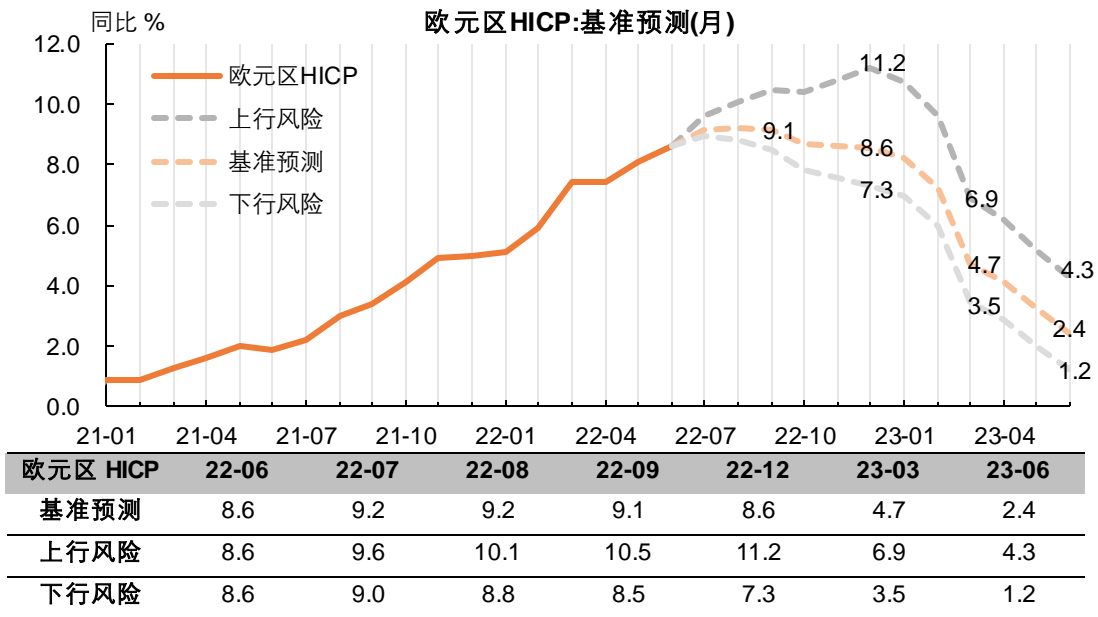
2022 上半年,欧元区受俄乌冲突影响而几乎陷入“能源危机”,通胀水平大幅上升。截至 2022 年 6 月,欧元区 HICP 同比达 8.6%,为欧元区成立以来历史新高。但欧元区核心 HICP 同比仅 3.7%,明显低于美国核心 CPI 同比的 5.9%。这说明,欧元区通胀压力主要来源于供给冲击。欧央行 2022 年 6 月预测,2022 和 2023 年欧元区 HICP 同比将分别达到 6.8%和 3.5%。

我们的基准预测显示,欧元区 HICP 通胀率(同比)预计在 2022 年三季度破 9%,四季度小幅回落至 8.6%,2023 年一季度和二季度大幅回落至 4.7%和 2.4%。

相较而言,2022 年内预计欧元区通胀压力持续来源于能源紧缺,即使考虑到国际油价中枢有望下移,但欧洲天然气价格压力仍存,且不排除俄罗斯断供天然气等供给冲击的可能。然而,我们预计欧元区经济衰退风险高于美国,2023 年上半年经济或明显下行甚至衰退,且若在此过程中发生金融风险(如新一轮“欧债危机”),欧元区经济衰退或更快到来、幅度更大。

我们的基准测算假设,2022年下半年欧元区 HICP 环比增速为 0.4%左右,低于 2022 年二季度 0.6-0.8%的水平,但预计 2023 年上半年欧元区经济衰退、HICP 环比增速平均为 0%。在此基准上,“上行风险”考虑了欧洲能源供给发生更大冲击的情形,继而年内 HICP 环比或达 0.8%左右,欧央行货币被迫采取更大力度的紧缩,继而 2023 年上半年欧元区经济明显衰退、HICP 环比为-0.1%;“下行风险”则考虑了欧元区经济下行压力提前显现,年内 HICP 环比下降至 0.2%左右,欧央行货币政策不再紧缩,继而 2023 年 HICP 环比保持在 0%左右。

图表 14 未来一年欧元区 HICP 同比增速走势展望



资料来源: Wind,平安证券研究所。注:“基准预测”假设 2022 年下半年月环比 0.4%、2023 上半年月环比 0%;“上行风险”假设 2022 下半年月环比 0.8%、2023 上半年月环比-0.1%;“下行风险”假设 2022 下半年月环比 0.2%、2023 上半年月环比 0%。

### 2.3 日本

2022 上半年,日本通胀在所有发达经济体中仍然保持较低水平。截至 5 月,日本 CPI 同比为 2.4%、核心 CPI 同比为 1.9%。不过,当前日本通胀率已经处于 2015 年 3 月以来最高水平。日本保持相对低通胀的原因包括经济增长疲弱、长期通缩环境下物价和工资粘性较强、以及 2021 年日本政府实施降压通讯费用政策等。日本央行 2022 年 4 月预测,2022 财年日本 CPI 预计在 2%左右。

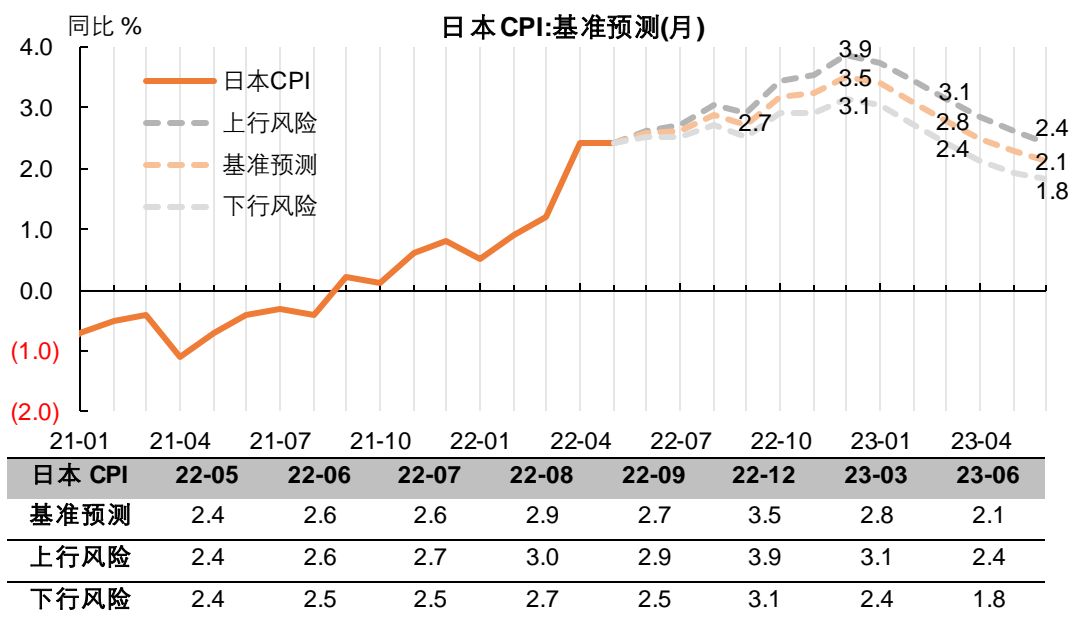
我们的基准预测显示,日本 CPI 通胀率(同比)将于 2022 年 10 月破 3%,年末或达 3.5%,2023 年一季度和二季度分别回落至 2.8%和 2.1%。

一方面,预计未来一年日本 CPI 月度环比增速快于 2015-2019 年平均水平(0.05%)。当前日本通胀压力主要来源两方面:一是“输入性通胀”与成本压力。日本的消费价格因长期处于低增长状态而更显粘性,PPI 向 CPI 的传导有一定滞后性。历史数据显示,日本 CPI 同比走势通常滞后于 PPI 3-6 个月,意味着日本消费价格上涨压力或将持续较久。日本 CPI 同比增速与国际油价(绝对水平)走势亦有滞后的相关性。当前,日本 PPI 同比达 10%左右,为 1981 年以来最高水平,国际油价也处于 100 美元/桶左右高位。因此,预计成本压力将对未来一年日本 CPI 增速继续产生正向贡献。二是,日本央行货币宽松的坚守与“弱日元”。当前,日元兑美元汇率为 20 年以来最弱。日本央行行长黑田东彦坚持奉行“安倍经济学”(宽货币、弱日元),市场预计其 2023 年 4 月任期到期前,日本央行难以改变宽松立场。

另一方面,相比欧美,日本面临较为特殊的通缩(低通胀)压力,因而预计 CPI 环比增速难以大幅跃升。一是,成本压力向消费端传导不畅,且成本上涨反而加剧通缩风险。与欧美不同,日本企业面对成本压力时通常不会选择转嫁给消费者,反而更可能选择削减劳动力成本、削减产量等,继而造成通缩而非通胀。二是,日本货币和财政刺激效率不足,终端需求仍然

低迷。日本虽实质上践行了“现代货币理论”，新冠疫情以来实施了总规模预计达 78.9 万亿日元的经济刺激计划。不过，正如《日本经济新闻》分析指出的，计划中与增长战略相关部分仅占两成左右，而应对新冠疫情的开支占了近六成。其评论称，虽然通过扩大财政支出来刺激需求是必要的，但财政支出的用途更为关键。此次经济计划的内容让人辨不清方向，很难称之为“着眼未来经济增长的精明决策”。

图表 15 未来一年日本 CPI 同比增速走势展望



资料来源: Wind,平安证券研究所。注:“基准预测”假设 2022 下半年月环比 0.25%、2023 上半年月环比 0.1%;“上行风险”假设 2022 下半年月环比 0.3%、2023 上半年月环比 0.1%;“下行风险”假设 2022 下半年月环比 0.2%、2023 上半年月环比 0.1%。

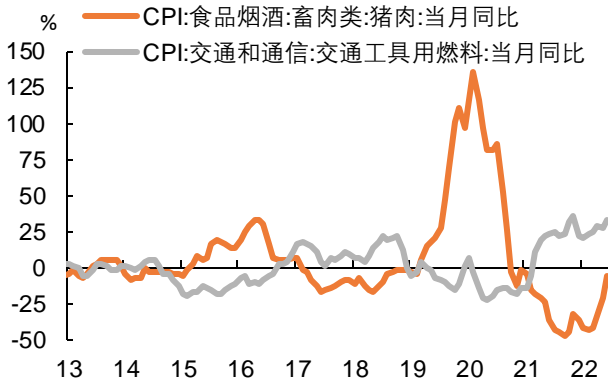
### 三、国内通胀形势展望

年初以来，国内物价呈 CPI 读数不高、PPI 高位同比下行的状态。

**CPI 方面**，今年上半年 CPI 同比增速温和回升，中枢在 1.7% 的较低位置。CPI 结构上呈现三个特点：**一是**，不包括食品和能源项目的核心 CPI 稳中有降，自去年 12 月的 1.2% 降至 6 月的 1.0%。背后是国内需求疲弱、疫情对线下服务型消费产生较强的抑制。**二是**，CPI 食品相关分项尚在低位。猪肉及畜肉类 CPI 低迷，一定程度上抵消着粮食和食用油价格上行的压力，成为上半年 CPI 维持在较低位置的“稳定器”。**三是**，国际能源价格攀升，能源相关 CPI 分项较快上行。前 6 个月 CPI 交通工具用燃料分项累计同比上行了 26.2%，高出同期 CPI 累计同比增速 24.5 个百分点，带动 CPI 同比增速的中枢抬升。

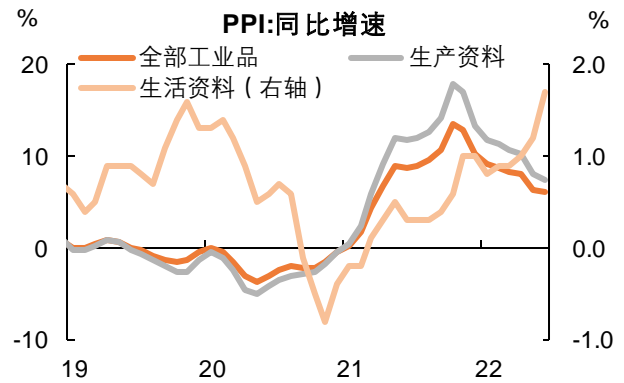
**PPI 方面**，今年上半年 PPI 同比增速 7.7%，自去年高位回落。**分翘尾和新涨价因素看**，PPI 同比读数的回落主要源于基数抬升的贡献，翘尾因素较快下行；新涨价因素的累计贡献达 2.3 个百分点，减缓了 PPI 同比增速下行的速度。**从 PPI 的大类结构看**，生产资料与生活资料 PPI 增速差收窄，上游生产资料的涨价压力逐渐传导至与居民消费相关的生活资料。PPI 生产资料分项自去年 12 月的 13.4% 下滑至 6 月份的 7.5%，而 PPI 生活资料分项自 1 月的 0.8% 上行至 6 月的 1.7%。

图表16 上半年 CPI 猪肉分项负增长，能源分项抬升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表17 上半年 PPI 生活资料同比增速继续上行



资料来源: Wind,平安证券研究所

### 3.1 CPI 通胀预判

我们将 CPI 的波动拆分为四个部分：剔除能源与食品影响的核心 CPI、能源相关、猪肉相关、剔除猪肉的食品项。其中，剔除猪肉的食品项季节性特征较明显，中枢与粮食价格存在一定关联。核心 CPI 同样存在季节性特征，年度中枢水平主要受宏观需求强弱和货币信用传导的影响。因而在预测中，我们把自上而下的中枢判断与环比的季节性波动结合起来。对于能源和猪肉两个分项，则更关注它们本身的供需特征和变化节奏。

除国际原油价格走势的不确定性外，国内 CPI 通胀的风险点还有两个方面：

一是，猪肉价格对 CPI 读数的扰动较大。2021 年 CPI 一篮子商品权重调整后，猪肉项在 CPI 中的权重约 2.1%，畜肉类总权重约 4.3%。由于猪肉作为替代品对其他肉类价格有一定的拉动作用，我们估算猪肉价格上涨对 CPI 整体的影响约 2.4%（2016 至 2021 年的回归系数）。短期看，以能繁母猪存栏外推的猪肉潜在供给自 7 月份起更大幅度减少，疫情趋稳、建筑施工加速带动消费需求进一步增加，猪肉价格在三季度消费旺季的上行压力或将延续。

以官方数据推断，本轮猪肉价格上涨幅度应该是可控的：农业农村部数据表明，本轮猪周期的产能去化阶段从 2021 年 7 月开始，到 2022 年 4 月仅持续了 10 个月，能繁母猪降幅约为 8.5%，去化程度远低于前两轮猪周期（上轮共去化 19 个月，下降幅度约 28.4%；上上轮去化 34 个月，下降幅度约 19.1%）。不过，钢联、卓创、涌益等三方机构调研所显示的本轮能繁母猪存栏下滑幅度在 15% 左右。若能繁母猪的实际去化程度被低估，猪肉价格可能以偏快的节奏上涨。

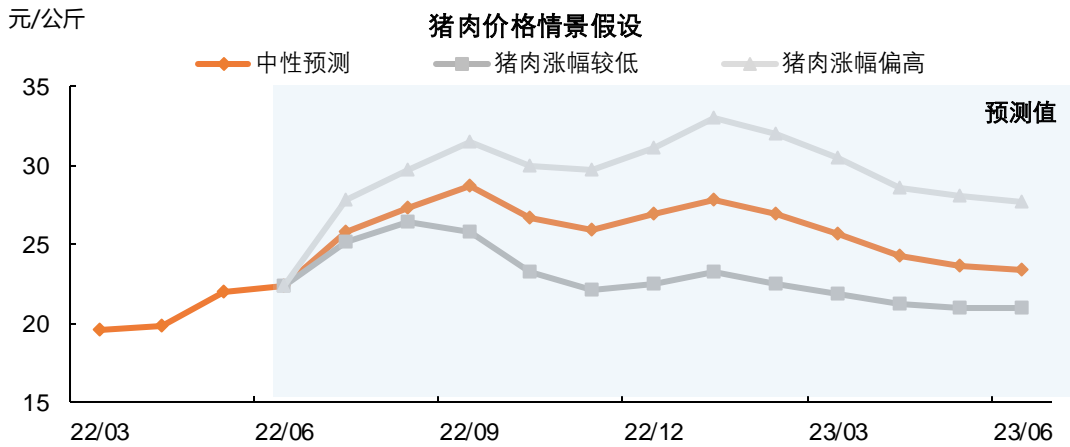
由于未来一年猪肉价格走势存在较大的不确定性，我们做出三种情形的假设：

1) 中性情形：假设猪肉价格在 2022 年三季度较快上行，同时带动养殖户补栏；2022 年四季度至 2023 年一季度的猪肉供需相对稳定，按季节性规律高位震荡；2023 年二季度进入消费淡季，受养殖户补栏的滞后影响供给增加，价格回落。中性情形下，假设未来一年猪肉价格的均值为 26 元/公斤，对应地，未来四个季度猪肉价格的中枢分别为 27 元/公斤、26.5 元/公斤、27 元/公斤和 24 元/公斤。

2) 猪价偏弱：如果生猪产能去化的实际情况弱于预期，4 月下旬以来的猪价反弹仅由养殖户育肥压栏的短期行为驱动，而养殖户又在三季度前后价格上涨中集中补栏，那么猪肉价格或在 2022 年三季度末四季度初前后压栏育肥猪集中出栏时明显调整，在 2023 年二季度受供给增加的影响再度下探。在猪价偏弱的情形下，假设未来一年猪肉价格的均值为 23 元/公斤（养殖预期利润处盈亏平衡点附近），对应地，未来四个季度猪肉价格的均价分别为 26 元/公斤、22.5 元/公斤、22.5 元/公斤、21 元/公斤。

3) 猪价偏强：如果农业农村部对于能繁母猪存栏的调查数据误差较大，生猪产能的实际去化程度接近甚至强于第三方调研的 15% 左右，猪肉价格的中枢可能更高，在未来三个季度持续偏强。在猪价偏强的情形下，假设未来一年猪肉价格的均值为 30 元/公斤，对应地，未来四个季度猪肉价格的均价分别为 30 元/公斤、30 元/公斤、32 元/公斤和 28 元/公斤。

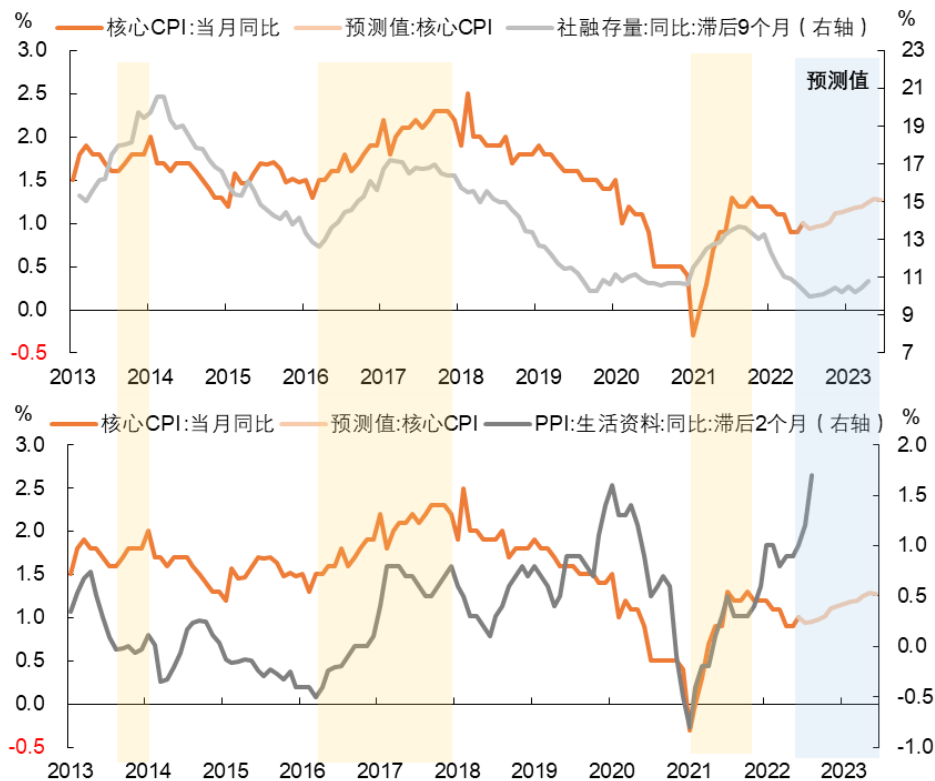
图表18 未来一年猪肉价格走势的情景假设



资料来源: Wind,平安证券研究所

二是，核心 CPI 存在一定的上行风险。今年 6 月核心 CPI 增速超季节性上行，原因在于疫情防控对居民服务消费需求的抑制趋缓，CPI 服务分项环比超季节性上行，旅游、家庭服务等分项环比涨幅强于过去两年同期。回顾历史，我国社融增速领先核心 CPI 约 3-4 个季度，自 2021 年四季度起震荡回升；PPI 生活资料领先核心 CPI 约一个季度，截止 2022 年 6 月已连续 5 个月上行，PPI 向 CPI 传导的现象依然存在。往后看，若疫情防控政策对国内需求的影响进一步减弱，线下消费需求得以较快恢复，叠加社融增速、PPI 生活资料价格增速上行的滞后影响，未来一年的核心 CPI 或震荡上行。

图表19 未来一年中国核心 CPI 走势预测



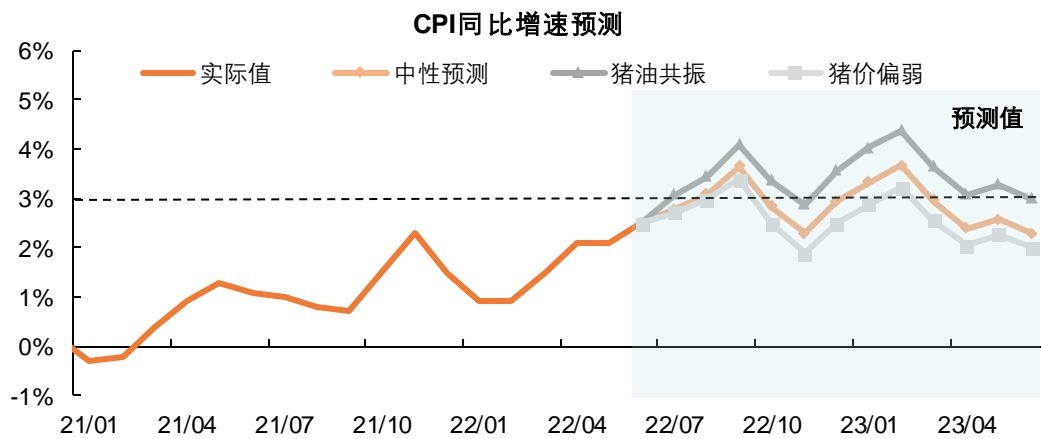
资料来源: Wind,平安证券研究所



基于核心 CPI 温和上行、原油价格高位，同时猪肉价格上行不确定性较强，对 CPI 同比增速的读数构成扰动，预计未来一年 CPI 同比增速的中枢将明显抬升，多个月份存在破“3”的可能性。节奏上，受基数效应影响，2022 年 9 月和 2023 年 2 月的 CPI 同比增速为阶段性高点。

- 1) 中性情形下，假设猪肉价格未来一年的中枢为 26 元/公斤，原油价格未来一年的中枢在 95 美元/桶左右，预计 2022 年 CPI 中枢为 2.3%，2023 年上半年为 2.9%；未来四个季度 CPI 同比增速的中枢分别为 3.2%、2.7%、3.3%、2.4%。
- 2) 猪油共振情形下，假设猪肉价格未来一年的中枢为 30 元/公斤，原油价格未来一年的中枢在 120 美元/桶左右，预计 2022 年 CPI 中枢为 2.5%，2023 年上半年为 3.6%；未来四个季度 CPI 同比增速的中枢分别为 3.5%、3.3%、4.0%、3.1%。
- 3) 猪价偏弱情形下，假设猪肉价格未来一年的中枢为 23 元/公斤，原油价格未来一年的中枢在 95 美元/桶左右（与中性情形相同），预计 2022 年 CPI 中枢为 2.2%，2023 年上半年为 2.5%；未来四个季度 CPI 同比增速的中枢分别为 3.0%、2.3%、2.9%和 2.1%。

图表 20 未来一年中国 CPI 同比增速预测



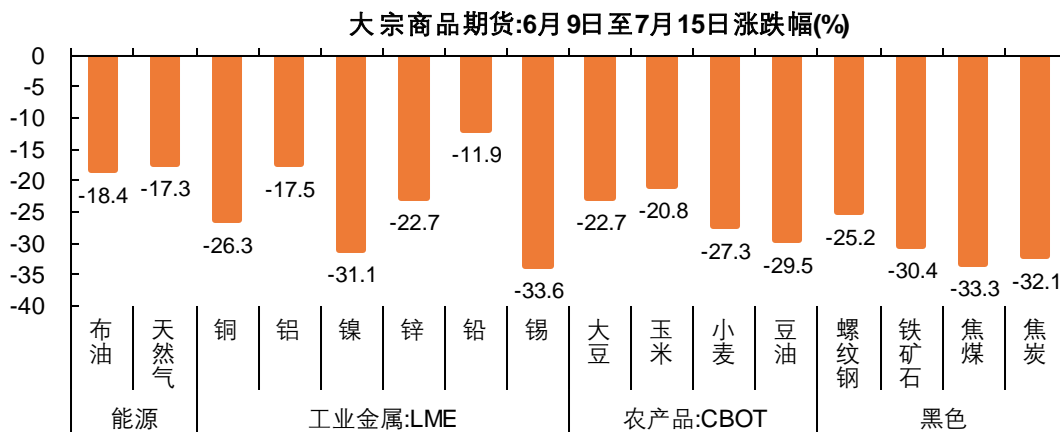
CPI 同比(%)	2022 年 Q1	2022 年 Q2	2022 年 Q3	2022 年 Q4	2023 年 Q1	2022 年 Q2
中性预测			3.2	2.7	3.3	2.4
猪油共振	1.1	2.2	3.5	3.3	4.0	3.1
猪价偏弱			3.0	2.3	2.9	2.1
核心 CPI 假设	1.1	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3

资料来源: Wind,平安证券研究所

### 3.2 PPI 通胀预判

PPI 方面，预计未来一年环比增速对 PPI 的贡献转负。这主要基于，海外央行“紧货币”下，全球制造业景气度下滑，大宗商品的需求和价格走弱。自 6 月 9 日美国 5 月通胀数据公布以来，海外市场“衰退交易”愈演愈烈，大宗商品价格颓势已经显现。

图表21 近期“衰退交易”愈演愈烈，大宗商品期货大幅调整



资料来源: Wind,平安证券研究所

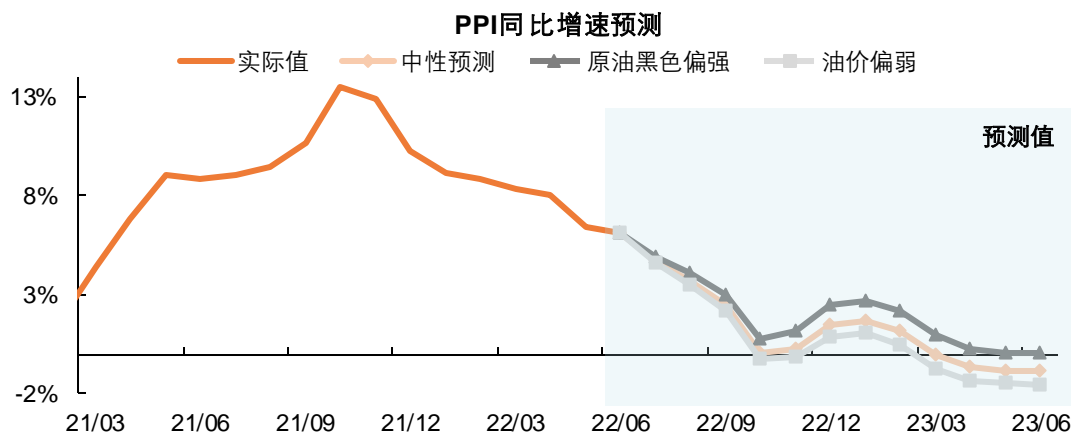
不过，除前述提及的国际原油价格外，国内定价的黑色商品价格在本轮下跌后，上冲风险依然存在，或对 PPI 环比增速构成支撑。本轮疫情后国内需求的实际恢复速度相对缓慢，商品面临“弱现实”的压制，叠加美联储加息、美元指数上行对大宗商品风险偏好的打压，6月以来螺纹钢、铁矿石、焦煤、焦炭等黑色系商品价格出现调整。不过，在本轮调整后，黑色系商品价格仍有上行风险：一方面，在 3000 亿元政策性、开发性金融工具和 8000 亿元政策性银行贷款调增额度的配合下，若下半年国内基建积极发力“稳增长”，且地产投资有超预期的恢复，黑色商品或有涨价压力。另一方面，海内外动力煤价格倒挂的现象依然存在，持续影响着我国煤炭的进口供应，一定程度上削弱了国内“保供稳价”措施的效果。如果未来一段时间海外“能源荒”问题未能有效缓解，叠加国内经济恢复带来的用电需求增加，我国动力煤价格仍有上行风险。

结合基数判断，节奏上 PPI 同比增速或在 2022 年 10 月前后到达阶段性低点，2022 年 11 月至 2023 年 1 月小幅反弹，而后继续回落。

- 1) 中性情形下，假设原油价格未来一年的中枢在 95 美元/桶左右，螺纹钢未来一年价格中枢约为 4100 元/吨，动力煤(Q5500)未来一年价格中枢约 1400 元/吨。预计 2022 年 PPI 中枢为 5.0%，2023 年上半年为 0.1%；未来四个季度 PPI 同比增速的中枢分别为 3.6%、0.6%、0.9%、-0.8%，呈逐季下滑态势。
- 2) 油价与黑色系商品偏强情形下，假设原油价格未来一年的中枢在 120 美元/桶左右（较中性情形高出 25 美元/桶），螺纹钢未来一年价格中枢约为 4700 元/吨（较中性情形高出 600 元/吨，接近 2022 年上半年均价），动力煤(Q5500)未来一年价格中枢约 1500 元/吨（较中性情形高出 100 元/吨），预计 2022 年 PPI 中枢为 5.3%，2023 年上半年为 1.1%；未来四个季度 PPI 同比增速的中枢分别为 4.0%、1.5%、2.0%和 0.2%。
- 3) 油价偏弱情形下，假设原油价格未来一年的中枢下滑至 80 美元/桶左右，其他商品价格波动中枢与中性情形相似，预计 2022 年 PPI 中枢为 4.8%，2023 年上半年为 -0.6%；未来四个季度 PPI 同比增速的中枢分别为 3.4%、0.1%、0.2%和 -1.5%。



图表22 未来一年中国 PPI 同比增速预测



PPI 同比(%)	2022 年 Q1	2022 年 Q2	2022 年 Q3	2022 年 Q4	2023 年 Q1	2022 年 Q2
中性预测			3.6	0.6	0.9	-0.8
原油黑色偏强	8.7	6.8	4.0	1.5	2.0	0.2
油价偏弱			3.4	0.1	0.2	-1.5

资料来源: Wind,平安证券研究所

**风险提示:** 1) 国际地缘局势发展超预期, 继而影响国际能源和粮食供给; 2) 海外经济下行压力或超预期, 继而通缩压力可能更早显现。3) 国内疫情风险抬头阻碍物流运输, 继而影响国内生产和消费成本。4) 统计数据偏差导致能繁母猪实际存栏被高估等, 或影响国内猪肉价格与 CPI 走势。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033