

## 本轮猪周期对 CPI 影响力或削弱

2022 年 8 月 14 日

2022 年 7 月 CPI 录得 2.7%，低于市场一致预期。为何猪肉价格环比大幅上行，但是对 CPI 却低于预期？

### ➤ 一个意料之外，权重下调后猪肉价格对 CPI 驱动力显著减弱

7 月猪价大幅上涨，引发市场对居民通胀的担忧。有趣的是 7 月 CPI 数据出来后，通胀并未如想象中强烈。

7 月局部疫情反复导致服务业价格走弱，核心通胀持续偏低。**除此之外，猪价上涨未能等幅影响 CPI，这是 7 月通胀低于预期的重要原因。**

年初以来猪价同比增速的确在快速上行，然而我们必须要注意的是，猪价对 CPI 的影响权重年初以来持就在续下滑。**1 月至 7 月，相关权重已下滑近 4 成。**

进入 7 月后，猪价同比由跌转涨，且价格波动率陡增。**然而市场普遍忽略了 CPI 中猪肉价格权重下调事实，也就相应高估了 7 月猪肉价格对 CPI 同比上行的驱动力。**

### ➤ 本轮猪周期对 CPI 同比影响弱化，下半年或难兑现“猪油共振”逻辑。

我们仔细回顾并梳理了 CPI 权重设置方法，推算得到今年 8 至 12 月的猪肉价格权重。**预计今年下半年的猪肉权重或在 1.5%，低于 2021 年 2.3% 水平。**

猪肉权重显著降低，意味着只要下半年猪价有序上涨，猪肉价格对 CPI 同比上行的驱动力弱于往年。

市场之前普遍担忧猪油共振对中国 CPI 的上行驱动，是否会中国 CPI 引向一个比较高的读数。根据我们对 CPI 权重设置的理解，本轮猪周期对 CPI 的影响或不及市场之前预期。

**下半年 CPI 大概率同比上行，但无需过度担忧 CPI 上行幅度。**

### ➤ 无需担忧“结构性”通胀对中国货币政策的实质性掣肘。

《二季度货币政策执行报告》中，央行开设专栏 4 探讨“应警惕结构性通胀压力”。市场对未来央行货币操作转向担忧升温。

**首先需要明确，任何一次“阶段性反弹”“结构性”通胀，不会引发货币调控大转向。**

央行总量货币调控需要应对的是典型的周期性（或趋势性）全面通胀，这是刻在央行货币调控框架中的基本规则。应对结构性通胀，或者阶段性物价反弹，或运用局部定向操作，或诉诸于其他领域政策，例如产业政策，而非总量货币收紧。

**既然央行在二季度货政执行报告中将未来通胀定义为“结构性”和“阶段性”，基本决定了年内我们很难见到大的货币政策转向。下半年我们依然面临的是总量宽松的货币环境。**

货币政策总量方向不转向，那为何央行还是要强调通胀？我们认为目的在于提醒市场，财政等被动因素转变，未来市场或迎来边际转向的货币流动性。**货币流动性或许从极宽走向偏宽。**

**风险提示：**经济走势超预期；疫情发展超预期；测算方法及口径存在误差。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 分析师 谢文迪

执业证书：S0100522060001

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

#### 相关研究

1、《怎样理解央行对通胀的关注？》

## 目 录

1 CPI 低于预期缘起猪肉价格权重下降.....	3
2 CPI 分项权重有两个重要设置 .....	3
3 权重设置可平缓猪周期对 CPI 的扰动 .....	4
4 下半年猪肉权重对 CPI 影响几何 .....	5
5 风险提示 .....	7
插图目录 .....	8

7月CPI同比读数为2.7%，低于市场预期。其中一个重要原因在于猪肉权重下调，猪肉涨价对通胀的影响明显弱化。

这种权重调整是否科学？猪肉权重下调是否可持续？对下半年通胀的担忧是否能够减轻？

本文旨在分析猪肉权重变化及其对下半年通胀的影响程度。

## 1 CPI 低于预期缘起猪肉价格权重下降

7月猪价大幅上涨，不少从业者预估7月CPI同比可达3%，然而7月CPI同比读数最终仅落在2.7%，低于市场一致预期。

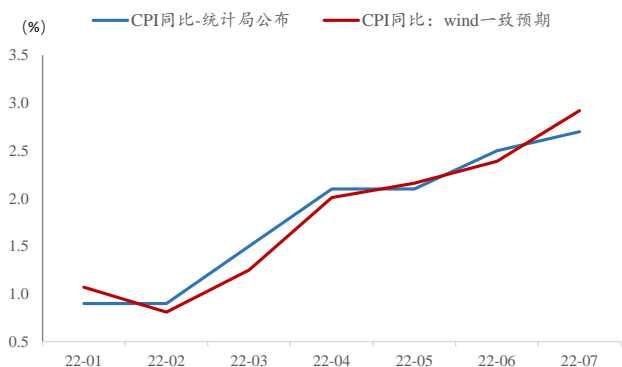
**市场疑惑的是，为什么猪肉环比大涨的情况下，CPI同比仍然较低？**

我们认为7月CPI低于预期有两大原因，一是华东地区疫情再现，干扰了服务业的景气度，核心通胀比正常季节性低0.2%；二是猪肉价格上涨幅度较大，其同比增速从6月的-6%上升至7月的20.2%，上升幅度达26.2pct。但猪肉同比权重下滑较多，缓冲了猪价对CPI的影响。

**猪肉同比权重下滑并非7月才发生，而是年初以来权重在持续下滑。**

上半年猪价波动较小，市场对猪肉权重的变化并未重视。7月猪价同比由跌转涨，价格波动率陡增，因此在计算猪价对通胀的影响时，容易忽视权重的变化，最终导致市场预期高于实际公布CPI。

图 1：今年 7 月 CPI 显著低于市场一致预期



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：一致预期指分析师对于某月CPI同比增速的平均预测值，采样来自Wind。

图 2：猪肉同比权重较年初下滑超 4 成



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2 CPI 分项权重有两个重要设置

先来看统计局对于物价的计算方法。

**一是统计局每隔五年选择调整“一篮子”商品构成。**

统计局计算价格指数时采用链式拉氏计算方法。因商品和服务过多，不可能所有商品和服务都纳入进来，因此会选择有代表性的商品和服务作为观察对象，也称“篮子”。

随着时间推移，商品和服务会发生变化，“篮子”里会对过时的商品服务进行剔除，并与时

俱进，增加新的商品和服务。“篮子”内商品和服务难以每月调整，因此要选择一个“基期”，国内将逢“5”和“0”的年份作为基期。

以最近一次基期轮换为例，在对部分消费项目删减、合并的基础上，增加了外卖、母婴护理服务、新能源小汽车、可穿戴智能设备等商品和服务。

## 二是篮子内各类细分商品和服务的价格权重，每月都在变动。

确定了“篮子”和“基期”后，就要确定商品和服务的权重。权重等于这一类商品和服务的消费支出占整个篮子里的总支出比重。

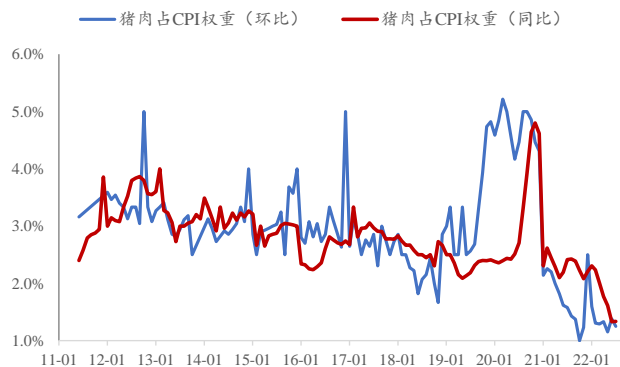
具体而言，统计局在公布某项商品或服务价格增速时，可能会同步公布该项对CPI同比和环比的拉动，进而我们可以推得其同比价格指数时的权重（以下简称同比权重）和环比价格指数时的权重（以下简称环比权重）。

以猪肉为例，计算今年7月猪价对CPI同比拉动时，权重采用2021年7月（上一年同期）猪肉消费额占总消费支出的比重；计算今年7月猪价对CPI环比拉动时，采用今年6月猪肉消费额占该月总消费支出的比重。

终端物价波动具有一定季节性特征，市场更加关心CPI的同比读数，因此在讨论猪肉CPI权重时，往往谈及的是同比权重。我们通过统计局公布的猪价同比增速和猪价对CPI同比增速的拉动，可以反推出去年同期猪肉消费权重。

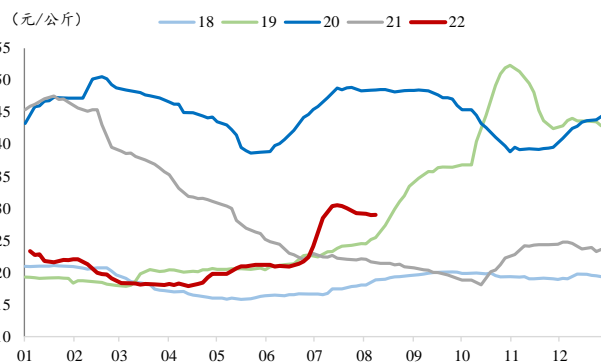
**我们发现年初以来猪肉占居民消费的权重从2.3%下滑至1.3%，下滑幅度超4成。**

图 3：同比权重和环比权重不一致



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：全国猪肉批发均价



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 3 权重设置可平缓猪周期对CPI的扰动

按统计局的CPI分项权重设置特征，猪周期价格波动对CPI的扰动将被削弱。

即猪周期处于价格上行时期，猪肉价格的实际权重逐期走低，猪肉价格上涨对CPI上行驱动力被削弱；猪周期处于价格下行时期，猪肉价格的实际权重逐期走高，猪肉价格下跌对CPI的下压力量被削弱。

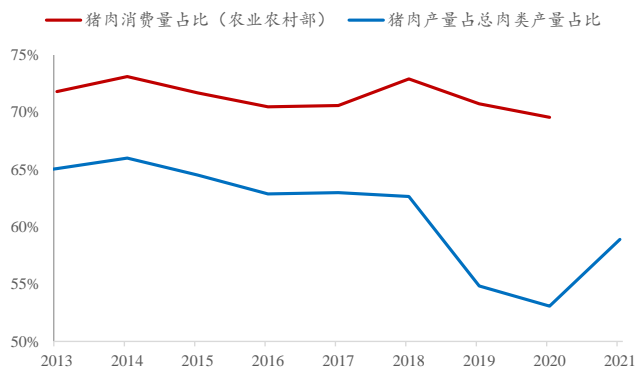
**链式拉氏计算方法设置猪肉权重，这种权重设置是否有其合理性？**

**第一，** 偏高价格经验上搭配偏低权重，这种组合客观上削弱了单个分项（例如猪肉价格）对

CPI 的周期性冲击。假设猪价处于上行通道，第二年猪价高于第一年，又因为消费量的弹性往往低于价格的弹性，因此第一年的猪肉总消费额较低，占总消费支出的权重较低。在计算第二年猪价对于 CPI 的拉动时，采用的是第一年同期的猪肉消费支出权重，所以高价格增速和较低权重会同时出现。反之，当猪肉处于下跌通道时，往往面临着是去前一年的高价对应的高消费额，因此价格同比走低和同比权重走高会同时出现，最终二者在数理上会形成负相关。

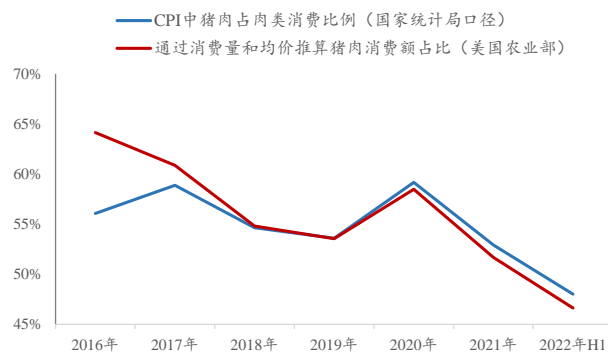
**第二**，第三方数据能够验证统计局的猪肉权重设定较为科学。通过将各肉类（猪、牛、羊）年度消费量乘以其年度均价，可以推算各肉类的总消费金额，并得到猪肉占总肉类消费额的权重。这一权重与 CPI 指数倒推出来的猪肉权重，不论在趋势还是量级层面均基本一致。

图 5：猪肉产销占比总肉类近年不断下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：国统局倒推出的猪肉权重与第三方机构基本一致



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4 下半年猪肉权重对 CPI 影响几何

截止目前，我们知道的最新一期猪肉价格占 CPI 中的权重，也是适用于今年 7 月的同比权重（本质上是去年 7 月消费结构信息）。今年 8 月及以后的猪肉价格对 CPI 的影响权重，我们目前无法明确获知。但我们知道了适用于今年 7 月及之前的环比权重，所以方法上可以用环比权重去推导未来月份的同比权重。

**首先，理论上同比权重会滞后环比权重 11 个月。**

例如 2022 年 7 月的猪肉同比权重应与 2021 年 8 月的猪肉环比权重一致，因为猪肉权重均采用 2021 年 7 月份猪肉支出占总消费支出的比例。

**其次，经验上滞后 11 期的同比权重，确实与环比权重基本一致。**

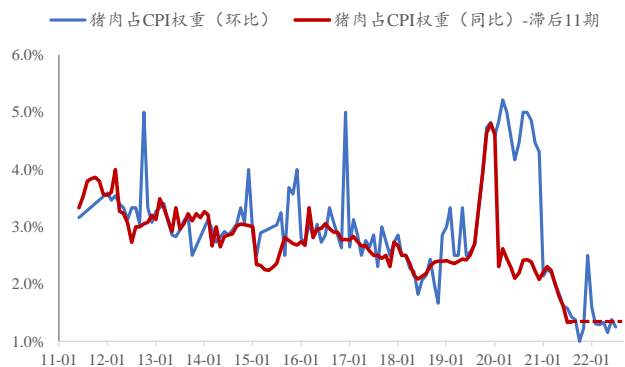
非基期轮换首年，两者差值基本围绕 0% 波动。考虑到商品价格及消费量本身存在调研误差，这一差值可被接受。

在基期轮换首年（例如 2016 年和 2021 年），“篮子”内的商品和服务出现变化，猪肉项的同比权重和环比权重出现明显差异。同时，2016 年和 2021 年猪价同比增速波动较大，可能在一定程度上也加剧了两者读数之差。

好在 2022 年已进入至基期轮换的第二年，各项商品权重基本稳定，因此去年下半年猪肉环比权重可作为今年下半年猪肉同比权重的参考指标。

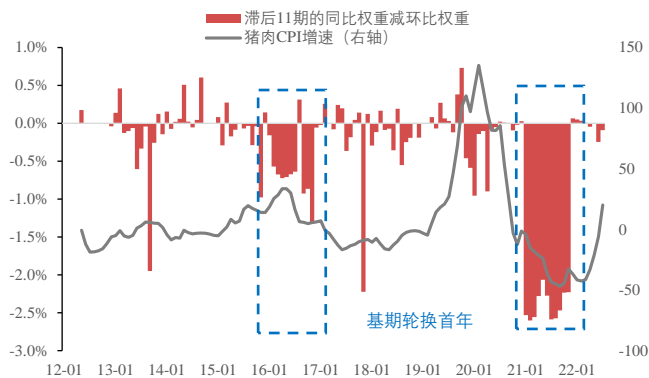
**今年下半年的猪肉权重可能仍然保持在 1.5% 左右，低于 2021 年 2.3% 左右的水平。只要猪价不出现无序上涨，其对 CPI 的拉动将弱于往年。**

图 7：猪肉产销占比总肉类近年不断下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：基期轮换时间误差放大



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 5 风险提示

**经济走势超预期：**经济大幅度变动。

**疫情发展超预期：**新增确诊人数出现大幅度的波动。

**测算方法及口径存在误差：**文章中较多引用各家机构数据，可能存在口径不可比等误差。

## 插图目录

图 1: 今年 7 月 CPI 显著低于市场一致预期.....	3
图 2: 猪肉同比权重较年初下滑超 4 成.....	3
图 3: 同比权重和环比权重不一致.....	4
图 4: 全国猪肉批发均价.....	4
图 5: 猪肉产销占比总肉类近年不断下滑.....	5
图 6: 国统局倒推出的猪肉权重与第三方机构基本一致.....	5
图 7: 猪肉产销占比总肉类近年不断下滑.....	6
图 8: 基期轮换时间误差放大.....	6



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026