



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

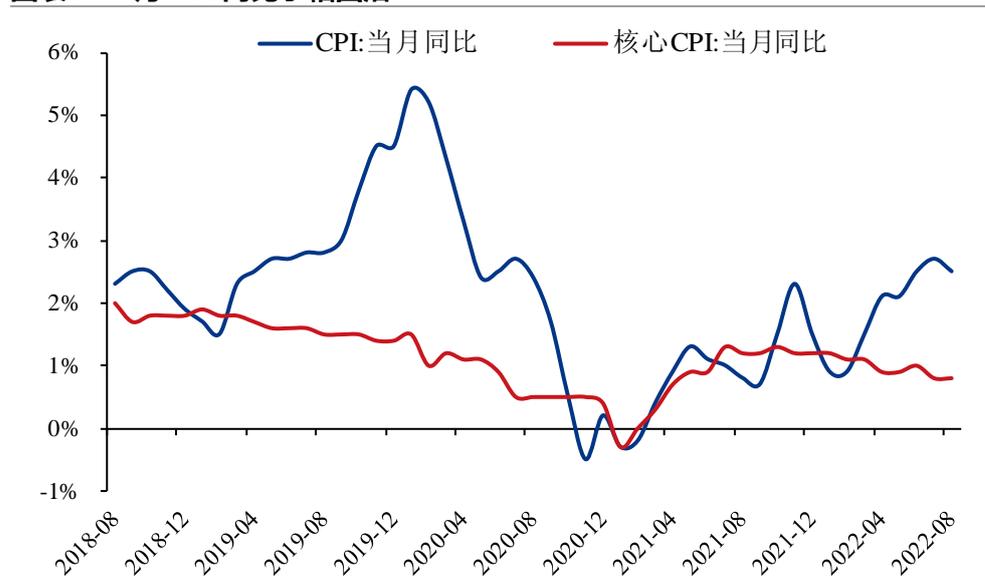
总需求不足体现在 CPI 中非食品分项、核心 CPI 与 PPI 同比一致下行。8 月非食品 CPI、核心 CPI、PPI 同比较上月分别下降 0.2、0、1.9 个百分点。

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



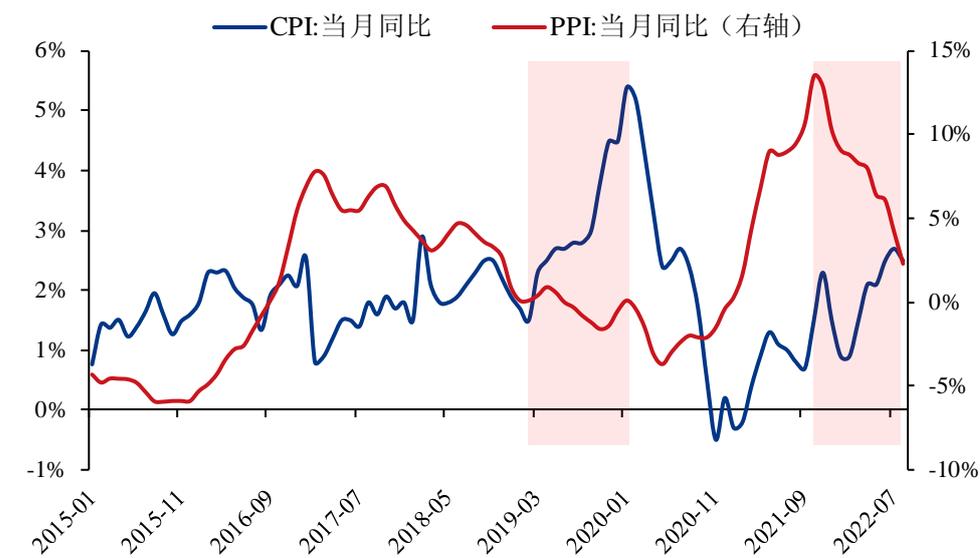
资料来源：Wind、粤开证券研究院

（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

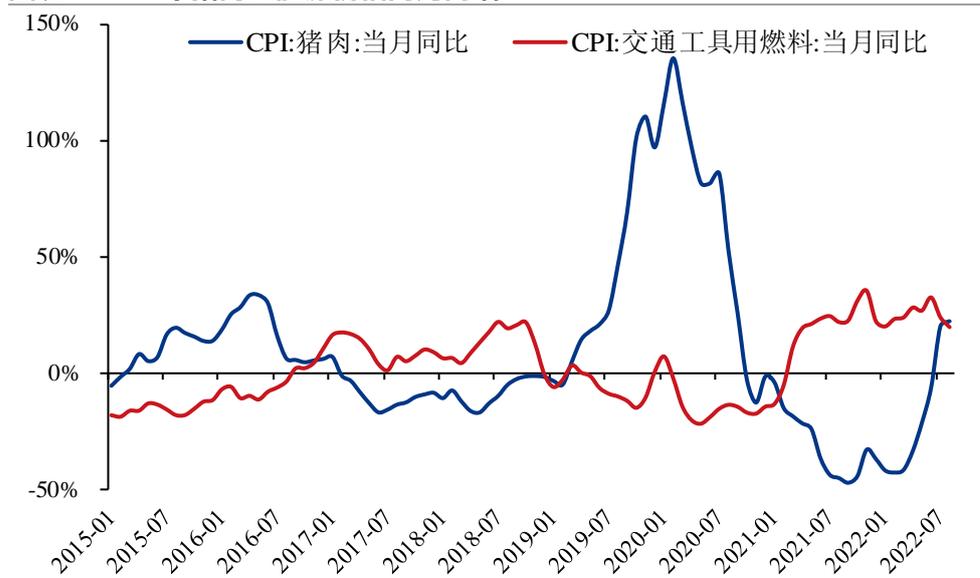


资料来源：Wind、粤开证券研究院

（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。

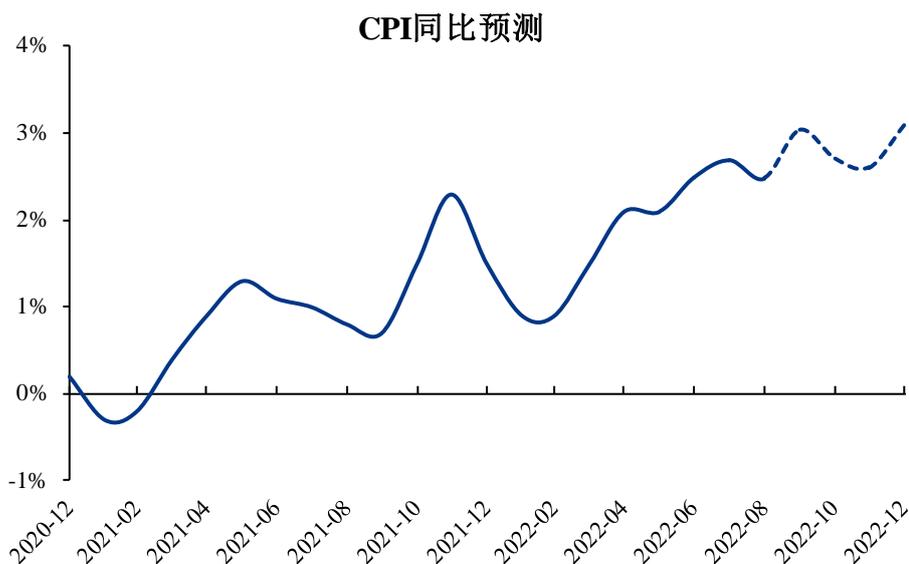
三是国内新一轮猪周期启动将成为结构性通胀的主要贡献因素。近二十年以来，我国猪价呈现出 3-4 年一轮的周期性波动。猪周期的本质是市场调节的周期性，由于猪肉需求总体稳定，主要是通过生猪产能的扩大与缩小发生作用。我国生猪养殖以散户为主、集中度较低加剧了市场调节的盲目性，放大了猪周期的幅度。6 月生猪存栏量和能繁母猪存栏量同比分别为-1.9%和-6.3%，较高点大幅回落。截至 9 月 8 日，农业部猪肉平均批发价较 4 月中旬的低点已上升 72%。“猪周期”的上行期通常为一年半至两年，因此至少未来一年都将对 CPI 形成支撑。

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。

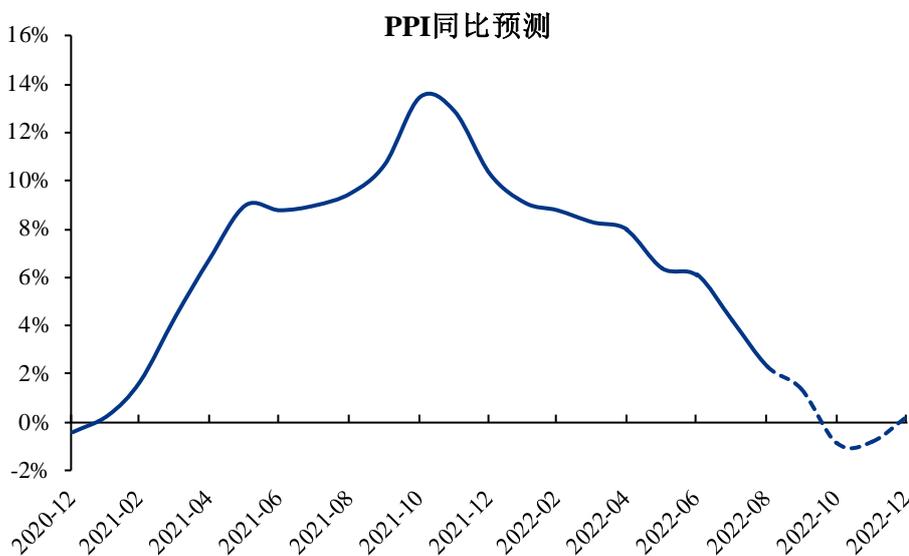


图表4：预计CPI同比将明显上升



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



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）企业、居民、政府和资本市场将受重大影响

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。CPI 同比上行在推高居民生活成本的同时，也增加了企业销售收入；PPI 同比下行降低了下游行业的原材料成



本压力，增大其利润空间。

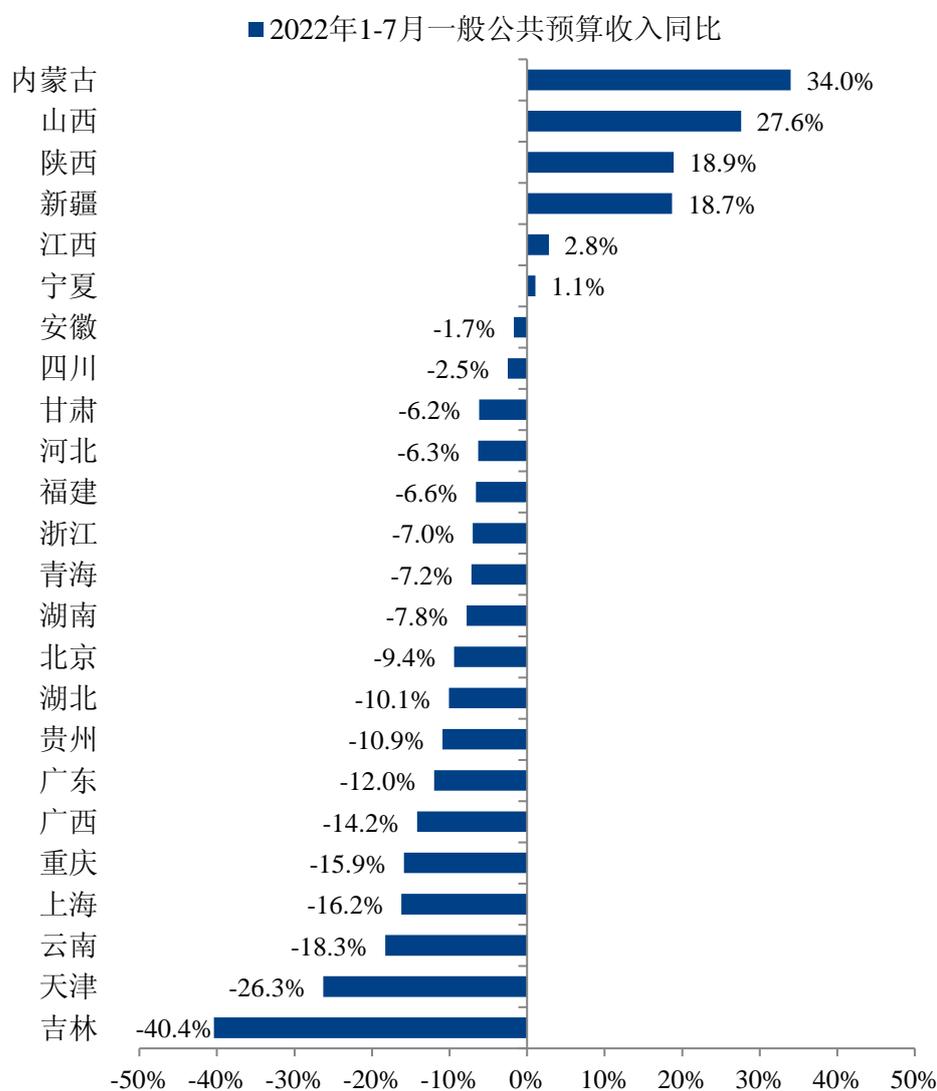
其二，财政收入增速可能下行，中西部资源型省份财政收入增速和占比可能下行。

我国的财政收入与 PPI 同比高度相关。今年 1-7 月我国中西部地区财政收入增速远高于东部地区，主要是内蒙古、山西等地区受益于煤炭价格大幅上升，一般公共预算收入累计同比分别高达 34.0%和 27.6%。

其三，财政和货币政策空间收窄。当 CPI 连续突破 3%甚至达到 4%时，货币政策持续宽松就面临继续推升通胀的风险，存在一定掣肘。当 CPI 持续上行、PPI 下行，一方面财政收入下行，另一方面财政支出有必要加大对中低收入人群生活的补贴，避免受到物价上涨的冲击，减收增支造成财政压力。

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。

图表6：部分省份 1-7 月财政收入增速



资料来源：各地财政厅（局）、粤开证券研究院；注：辽宁、黑龙江、江苏、山东、河南、海南、西藏数据暂缺



三、提高地方治理能力，避免行政管控导致的物价波动

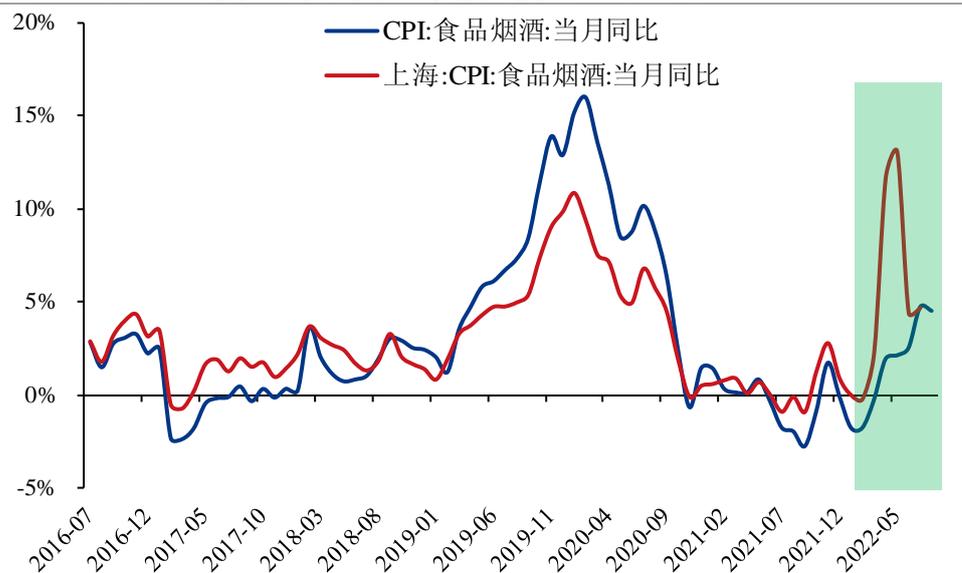
近年来我国物价的波动与部分地方和部门的治理能力有关。例如，部分地方采取了环保过度扩大化导致了上一轮猪周期中生猪产能大幅减少，引发猪价大幅上涨；部分部门采取了毕其功于一役的减碳行动，导致煤炭等价格大涨；疫情期间部分地区采取过度防疫的政策，引发物流不畅导致物价大涨等。因此，要从根子上解决地方治理体系和治理能力现代化不足的问题，重塑激励机制，避免行政管控导致的物价波动。

图表7：非洲猪瘟叠加环保限养导致 2019 年“超级猪周期”



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表8：今年 4-5 月，上海食品价格涨幅大幅高于全国水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院

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。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com