



任泽平：稳增长还是防通胀



7 月 CPI 同比上涨 2.7%，预期 2.9%，前值 2.5%；7 月 PPI 同比上涨 4.2%，预期 4.7%，前值 6.1%。

面对经济复苏基础不牢和通胀预期抬头的局面，稳增长还是防通胀，宏观政策存在两难抉择。我们认为：经济正处于复苏早期；通胀温和，尚不构成政策掣肘；经济增长基础不牢，需空中加油，稳增长应优先于防通胀。

在经济复苏初期，预期不稳、信心不足，必须要进行空中加油，过早转向将会二次探底，不得不再轰油门，这是我们 20 年来专注于实战经济学研究的基本发现。那些担心现在经济过热、建议政策应该转向收紧的观点，属于盲目乐观，应多接地气，心中想着民生。影响力越大，责任越大。

因此，政策要继续加大力度，为实体经济提供更有力的支持，巩固经济复苏的势头，稳增长是当前首要任务，空中加油，不进则退，信心比黄金重要。

同时，要避免货币超发和大水漫灌，防止未来的通胀风险。事实上，当前货币政策的主要目标不是宽货币，而是宽信用，狭义货币已经相当宽松，甚至出现“堰塞湖”现象，资金堆积在银行体系内，并没有流入实体经济，主因是房地产、地方基建、民营投资等宽信用渠道受阻，因此，未来政策的重点是宽信用，这需要发力稳楼市、增加地方政策性金融工具、激发民营经济信心。

7 月 CPI 同比上涨 2.7%，低于预期，猪周期是主要拉动因素；PPI 延续下行，有利于降低企业成本压力。关注反映终端需求的核心 CPI，7 月扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，处于较低水平。未对货币政策造成掣肘。

7 月 PMI 和高频数据反映经济复苏基础不牢。非制造业 PMI 维持景气扩张，与 CPI 服务业分项环比提升相印证；但制造业 PMI 回落至景气收缩，房地产销售环比再度回落，消费仍需发力，就业和市场主体仍需呵护，停贷、村镇银行等金融风险需要化解。

具体来看，7 月物价形势呈现以下特点：

1) 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点，环比上涨 0.5 个百分点。其中，食品价格同比 6.3%，涨幅继续扩大，影响 CPI 上涨约 1.12 个百分点，主因鲜菜、猪肉等价格上涨；非食品项价格同比涨幅回落，影响 CPI 上涨约 1.56 个百分点，主因大宗商品价格下降传导至国内叠加保供稳价政策。

2) 7 月猪肉价格同比转负为正。7 月猪价同比 20.2%，较上月回升 26.2 个百分点。2021 年 11 月至今，猪价进入“W”筑底阶段，2022 年 4 月为第二次筑底。我们判断，从 3-4 年一轮的猪周期看，当前或已进入新一轮猪周期的筑底上行期，这与产能去化时间规律相印证。预计未来价格温和上涨，但不具备快速大幅上行的条件，主因产能去化程度不深、且处于历史相对高位，叠加保供稳价措施出台，未来涨幅取决于产能去化程

度。

3) 7 月 PPI 环比、同比继续回落, 大宗传导效应叠加保供稳价见成效。PPI 7 月同比上涨 4.2%, 涨幅比上月回落 1.9 个百分点; 环比下降 1.3 个百分点。在 7 月份 PPI 4.2% 的同比涨幅中, 去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点, 新涨价影响约为 1.0 个百分点。

4) 7 月全球大宗商品价格持续回落。7 月 CRB 综合、工业、金属现货指数月涨跌幅分别 -2.4%、-1.4%、-2.6%; 其中 ICE 布油涨跌幅 -4.6%, LME 铜涨跌幅 -4.0%; COBT 大豆、小麦、玉米涨幅 1.1%、-8.2% 和 -0.4%; 伦敦金涨跌幅 -2.3%。

5) PPI 回落有利于降低企业的成本, CPI 回升反映终端需求改善。前期全球大宗商品价格飙升推涨上游原材料价格, 而 PPI 向 CPI 传导不畅, 企业利润受到损害。当前 PPI 和 CPI 剪刀差收窄有利于企业利润改善。企业困境反转。

2021 年 11 月至今, 猪价进入 “W” 筑底阶段, 边际企稳。2022 年 4 月为第二次筑底, 全国猪肉均价从 4 月低点 17.83 元/千克涨到 8 月 9 日 28.89 元/千克, 涨幅 62.0%; 7 月猪价一度触及 30.51 元/千克, 涨幅最高达 71.1%。7 月猪肉价格同比上涨 20.2%, 由负转正, 较上月大幅回升 26.2 个百分点。环比猪肉价格上涨 25.6%, 产能去化效应逐步显现。

产能已进入去化阶段。生猪和能繁母猪的存栏量分别自 2021 年 6 月

和 2022 年 12 月拐点下行、但处于历史相对高位。一方面，根据猪周期的时间规律，能繁母猪传导至猪价需要 10 个月左右，与今年 4 月猪肉价格二次探底相互印证。能繁母猪存栏从 2021 年 6 月高点 4564 万头降至 2022 年 6 月 4277 万头，6 月同比-6.3%。生猪存栏从 2021 年 12 月 4.5 亿头降至 2022 年 6 月 4.3 亿头，6 月同比-1.9%。另一方面，拉长时间跨度看，近两年生猪出栏量快速恢复，反映产能处于历史高位水平。2018 年以前中国每年累计生猪出栏量接近 7 亿头左右，在非洲猪瘟影响下，2019、2020 两年生猪累计出栏分别仅 5.4 亿、5.2 亿头，出栏缺口约达 2 亿头。2021 年生猪出栏恢复至 6.7 亿头，年度出栏缺口得到大幅缓和。

未来一段时间，生猪价格主要观察以下三个关键变量：

一是，产能加速去化预期。当前生猪产能绝对量位于历史高位；生猪存栏绝对值和能繁母猪存栏绝对值都在历史高位附近。目前生猪存栏约 4.3 亿头（6 月底），能繁母猪存栏约 4277 万头（6 月底），仍接近上轮猪周期 2014-2015 年存栏高点。

从历史猪周期看，2014 年和 2018 年开始的两轮猪周期都是经历了

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_45103

