

2021 年 10 月 28 日

2022 年，CPI 通胀的核心变量

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

2022 年 CPI 通胀形势的展望，核心关注三个问题：猪价走势、原材料成本涨价向中下游传导，以及服务价格的涨价压力。本文系统梳理，可供参考。

● **猪肉供给出清节奏或决定猪价在 2022 年年中前无虞，需求变化仍需紧密跟踪生猪供给出清节奏，或决定猪价至少在 2022 年年中前无虞。**猪价持续回落下，生猪养殖利润自 2021 年 4 月以来持续亏损；但规模化养殖比例的大幅提升、前期存栏较多等因素，使得供给出清节奏较为缓慢，能繁母猪存栏量从 2021 年 7 月才开始出现环比减少。参照历史规律，本轮猪周期的价格见底回升，可能要到 2022 年下半年；在此之前，猪价即便阶段性出现上涨，空间预计也会相对有限。疫后消费需求修复，会否导致新一轮猪周期启动时，猪价上涨弹性增大，后续仍需跟踪。不同于以往，本轮猪价大幅回落，不仅有供给端影响，疫情期间消费量的下降也有贡献。2020 年人均猪肉消费量创有数据以来新低、较 2019 年下降超 10%，结合餐饮消费等数据，2021 年猪肉消费量大概率低于以往正常水平。2022 年，伴随疫后线下活动修复，猪肉需求或也将修复，加大供给收缩下的涨价压力。

● **原料涨价向下游传导，在耐用品上早有体现，未来可能进一步向日用品等扩散原材料涨价，在耐用品上早有明显体现；对中下游利润挤压，带来部分商品供给收缩，可能增加相关商品涨价弹性。**我们在《低估的通胀传导》中指出，与原材料直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在 CPI 中早有明显体现，典型的如汽油、家用器具等。原材料成本大幅上涨下，中下游行业持续亏损、部分企业甚至退出市场，导致相关商品供给收缩；一旦需求修复，涨价压力容易快速释放。其中，电价上浮等对 CPI 的间接影响更大，进一步强化原材料成本端压力的同时，也可能推升服务价格。居民用电价格控制下，电价上涨通过影响工业产品的量、价，进而传导至终端消费品，也可能推升服务相关成本。根据投入产出表模型，假设电价上涨 10%，对所有商品和服务完全传导、反复扩散和完全消耗，最终推升 CPI 约 0.48 个百分点；现实经济运行中，实际影响或略低于模型测算。

● **2022 年 CPI 通胀中枢或有所抬升，上半年压力相对可控、下半年容易超预期需求持续走弱、成本大幅上涨等背景下，部分行业供给收缩、加快出清，尤以服务业为甚；一旦终端需求修复，涨价压力会否加快释放，需要密切跟踪。**近期数据跟踪来看，以旅游为代表的分项价格涨幅，早已回到疫情前；而受疫情影响较大的餐饮、住宿 CPI，可能持续偏低。此外，部分服务价格的持续疲弱，也在起到平抑物价的作用，如政府主导下，医疗保健价格 2018 年以来持续回落等。中性情景下，2022 年 CPI 通胀率上半年相对平稳、下半年逐季抬升；中枢或抬升至 2% 左右、单月增速高点接近 3%。猪价在未来 2-3 季度，依然是平抑通胀的重要因素，叠加疫情反复对线下活动的干扰等，导致 2022 年中之前通胀率相对平稳，下半年不确定性较大。中性情景下，综合考虑猪肉价格、成本传导、服务价格补涨等因素，全年 CPI 通胀率前低后高、中枢或在 2% 左右，高点接近 3%。

● **风险提示：**能源危机加剧，生猪产能出清加快。

相关研究报告

《宏观经济点评-出口景气下，中游行业利润暂回升》-2021.10.27

《宏观经济专题-地产调控放松效果或有限》-2021.10.26

《宏观经济专题-全球“大割裂”下的市场展望》-2021.10.25

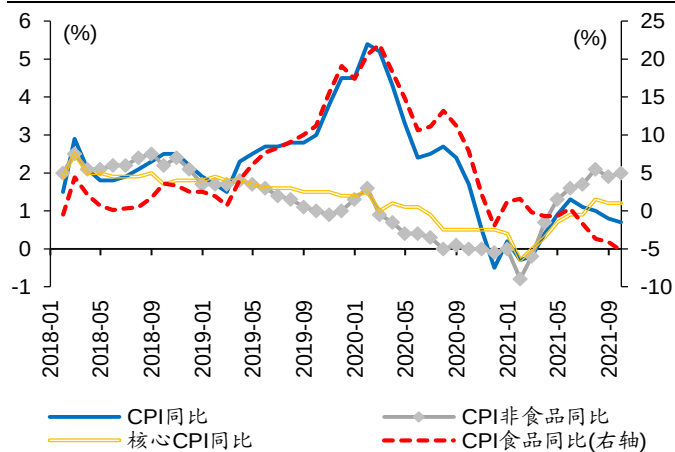
目 录

1、 供给出清节奏或决定猪价年中前无虞，需求变化仍需跟踪.....	3
2、 原材料涨价在耐用品上体现明显，未来或向日用品等扩散.....	5
3、 服务潜在涨价动能，或来自供给弹性下降下的需求释放等.....	8
4、 风险提示	11

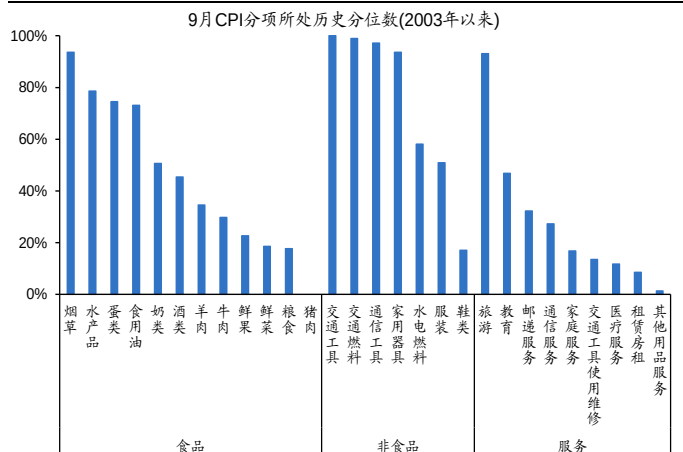
图表目录

图 1: 食品拖累 CPI 低迷，非食品已超过疫情前	3
图 2: 食品主因猪肉拖累，非食品商品多数已处历史高位.....	3
图 3: 当前生猪养殖利润已处于持续亏损区间	3
图 4: 能繁母猪存栏环比 7 月开始转负	3
图 5: 按照历史经验，猪价可能在 2022 年年中前后见底.....	4
图 6: 规模以上养殖场占比在 60%左右	4
图 7: 2020 年，人均猪肉消费创有数据以来新低	4
图 8: 餐饮、食品等消费仍明显低于疫情前	4
图 9: 数据显示，拉尼娜状态或逐步形成	5
图 10: 10 月初以来，蔬菜价格超季节性涨价	5
图 11: 气候异常会对物价产生阶段性干扰.....	5
图 12: 极端天气下，CPI 蔬菜会阶段性超季节性上涨	5
图 13: 油价上涨带动 CPI 交通工具用燃料大幅抬升	6
图 14: 耐用消费品涨价带动 CPI 家用电器价格攀升	6
图 15: 2021 年以来，OPEC+一直谨慎增产	6
图 16: 原材料涨价对中下游利润挤压	7
图 17: 相较上游，部分下游企业面临成本抬升、亏损.....	7
图 18: 电价上涨可以直接和间接影响 CPI	7
图 19: 政府管制下，居民用电价格非常稳定	7
图 20: CPI 服务总体处于低位	9
图 21: 教文娱已回到疫情前，医疗保健等持续回落	9
图 22: 通信、邮递服务等持续处于低位	9
图 23: 疫情反复下，餐饮消费低于商品消费和疫情前.....	10
图 24: 线下服务拖累下，CPI 其他商品和服务创新低	10
图 25: 酒店等餐饮类成本中燃料耗用占有一定比例	10
图 26: 2020 年底以来，物流成本明显上升	10
图 27: 2022 年年中之前，猪肉涨价幅度或有限	11
图 28: 中性情景下，2022 年下半年 CPI 压力抬升	11
表 1: 国内成品油价格调整存在上限约束	6
表 2: 理想情况下，电价上涨 10%，推升 CPI 大约 0.48 个百分点	8
表 3: 在外餐饮、宾馆住宿等线下活动相关并未公布细项.....	9

2022 年 CPI 通胀形势的展望，核心关注三个问题，猪价走势、原材料成本涨价向中下游传导，及服务价格的涨价压力。2021 年 CPI 通胀率较低，主要缘于猪价和服务拖累、剔除两者后的 CPI 已达 2% 左右，CPI 猪价、多个服务项价格均处于历史低位，服装和部分一般日用品价格也处于相对低位；而原材料涨价对耐用消费品价格影响已非常明显，较为典型的交通工具、交通工具燃料、通信工具、家用器具等 CPI 分项均处于历史高位（详情参见《低估的通胀传导》）。

图1：食品拖累 CPI 低迷，非食品已超过疫情前


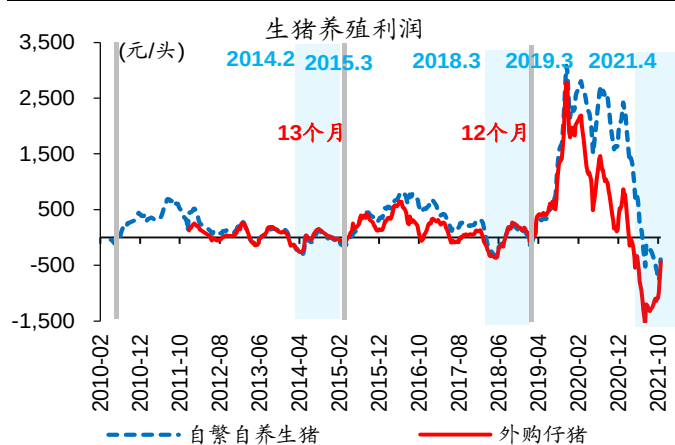
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：食品主因猪肉拖累，非食品商品多数已处历史高位


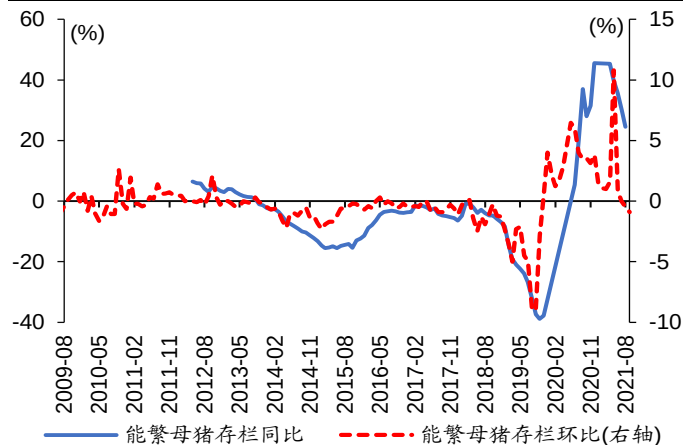
数据来源：Wind、开源证券研究所

1、供给出清节奏或决定猪价年中前无虞，需求变化仍需跟踪

生猪供给出清节奏，或决定猪价至少在 2022 年年中前无虞。猪价持续回落下，生猪养殖利润自 2021 年 4 月以来持续亏损；但产能出清节奏较慢，能繁母猪存栏量从 2021 年 7 月才开始出现环比负增长，可能与规模化养殖比例的大幅提升、前期存栏较多等有关。参照历史规律，本轮猪周期的价格见底回升，可能要到 2022 年下半年；在此之前，猪价即便阶段性出现上涨，空间预计也会相对有限。

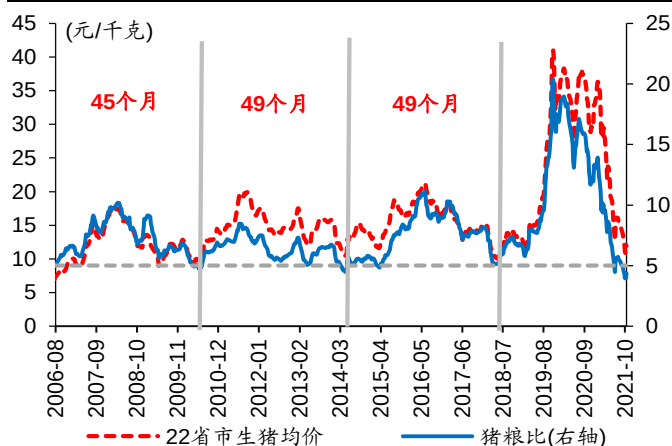
图3：当前生猪养殖利润已处于持续亏损区间


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：能繁母猪存栏环比 7 月开始转负


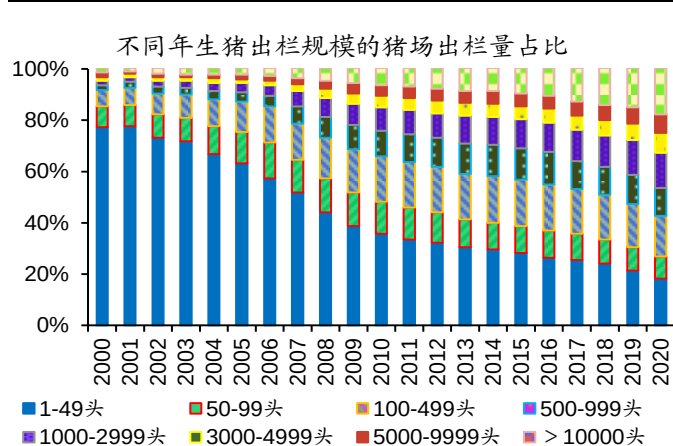
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5: 按照历史经验, 猪价可能在 2022 年年中前后见底



数据来源: Wind、开源证券研究所

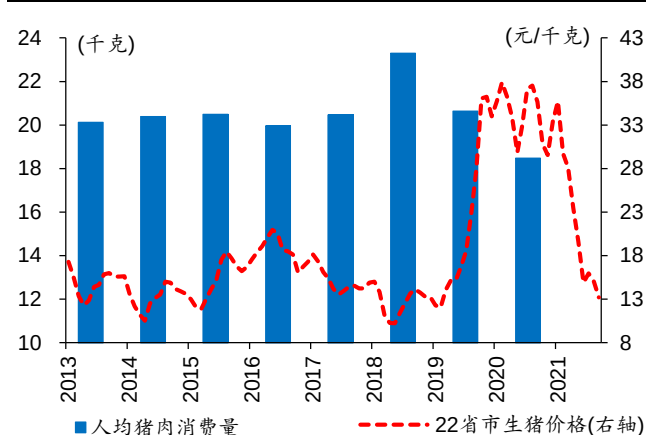
图6: 规模以上养殖场占比在 60%左右



数据来源: Wind、农业农村部、开源证券研究所

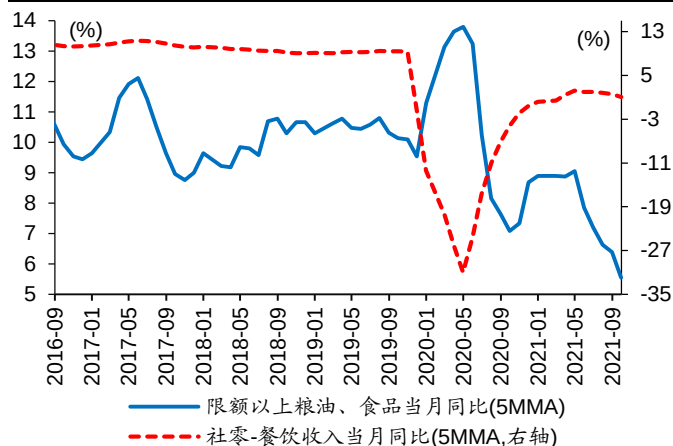
疫后消费需求修复, 会否导致新一轮猪周期启动时, 猪价上涨弹性增大, 后续仍需跟踪。经验显示, 猪肉消费量相对稳定, 使得猪价主要受供给影响; 不同于以往, 本轮猪价大幅回落, 不仅有供给端影响, 疫情期间消费量的下降也有贡献。2020 年人均猪肉消费量创有数据以来新低、较 2019 年下降超 10%, 结合餐饮消费等数据, 2021 年猪肉消费量大概率低于以往正常水平。2022 年, 伴随疫后线下活动修复, 猪肉需求或也将修复, 加大供给收缩下的涨价压力。

图7: 2020 年, 人均猪肉消费创有数据以来新低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 餐饮、食品等消费仍明显低于疫情前



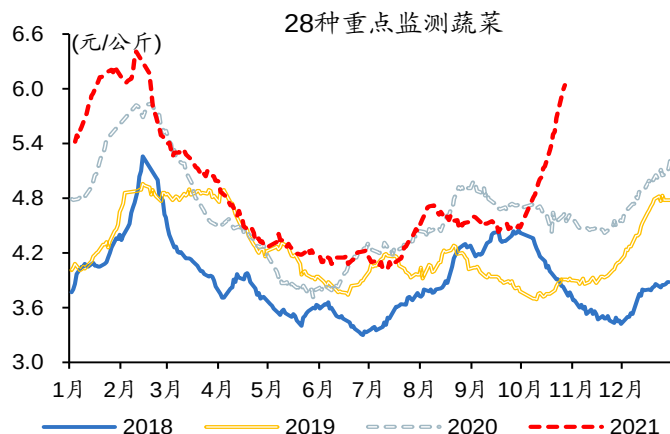
数据来源: Wind、开源证券研究所

此外, 拉尼娜等极端天气影响下, 蔬菜价格也可能阶段性对通胀产生干扰。近期, 中国气象局表示¹, 预计 10 月进入拉尼娜状态, 并于冬季形成一次弱到中等强度的拉尼娜事件; 经验显示, 拉尼娜导致中东部大部地区气温偏低, 而东北地区中西部、华北西南部等地区降雨较多。气温较低、降雨偏多等, 会对蔬菜生长产生影响, 进而对 CPI 食品产生阶段性干扰, 导致 CPI 环比阶段性较正常年份高 0.1-0.2 个百分点左右。河北、山东等降雨影响下, 10 月初以来蔬菜价格出现明显超季节性上涨。

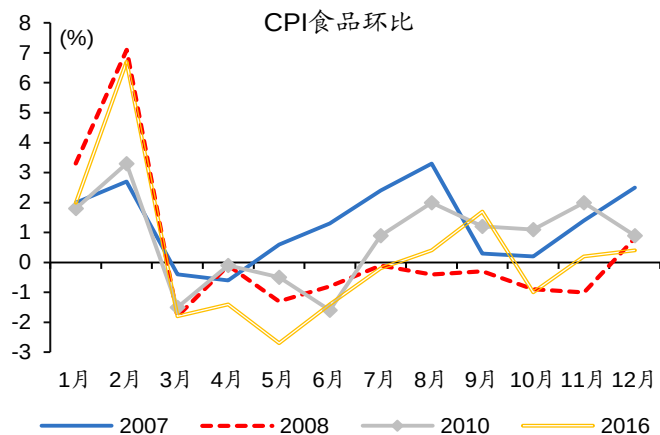
¹ http://www.cma.gov.cn/2011xwzx/2011xqxw/2011xqxyw/202110/t20211026_586432.html

图9：数据显示，拉尼娜状态或逐步形成

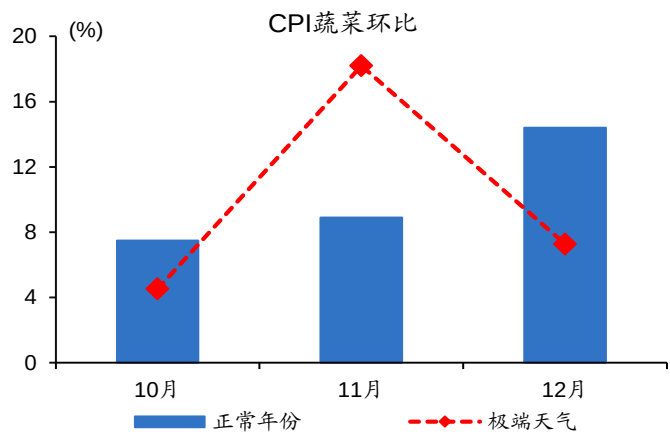

资料来源：国家气象中心

图10：10月初以来，蔬菜价格超季节性涨价


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：气候异常会对物价产生阶段性干扰


数据来源：Wind、开源证券研究所

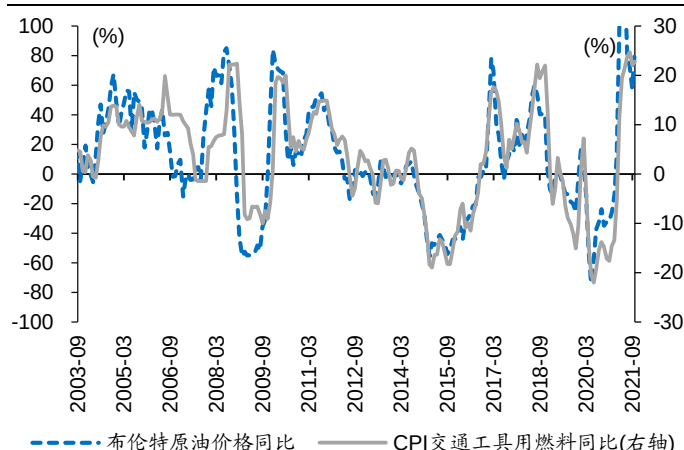
图12：极端天气下，CPI蔬菜会阶段性超季节性上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、原材料涨价在耐用品上体现明显，未来或向日用品等扩散

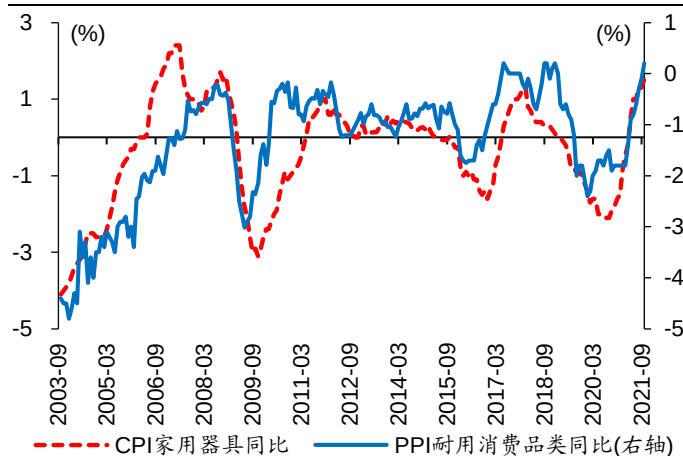
原材料涨价下，需求价格弹性相对偏低的耐用品等价格已明显上涨，后续影响弹性可能下降。我们在《低估的通胀传导》中指出，与原材料直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在CPI中早有明显体现，例如，CPI交通工具燃料创新高、CPI家用器具创2010年以来新高，前者缘于国际原油价格上涨，后者与铜、钢等原材料涨价有关。供需缺口下，国际原油价格易上难下（详情参考《全球能源危机，这次不一样》），但原油价格上涨至80美元/桶，已触发成品油调价机制约束，或意味着原油价格对CPI直接影响弹性下降，但原材料成本等带来的间接影响仍需观察。

图13: 油价上涨带动 CPI 交通工具用燃料大幅抬升



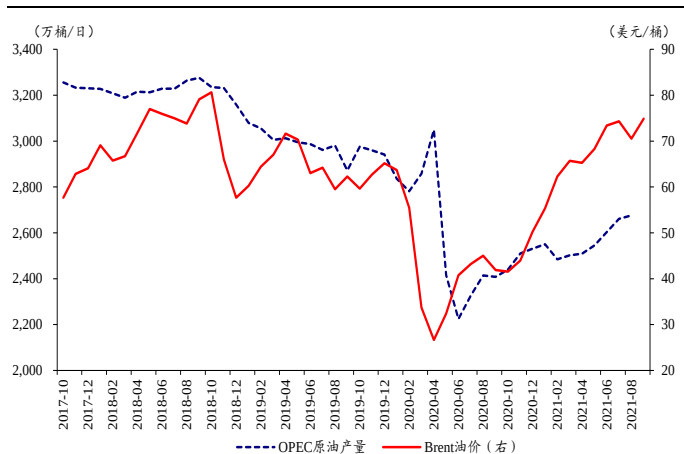
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 耐用消费品涨价带动 CPI 家用器具价格攀升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2021 年以来, OPEC+一直谨慎增产



数据来源: EIA、开源证券研究所

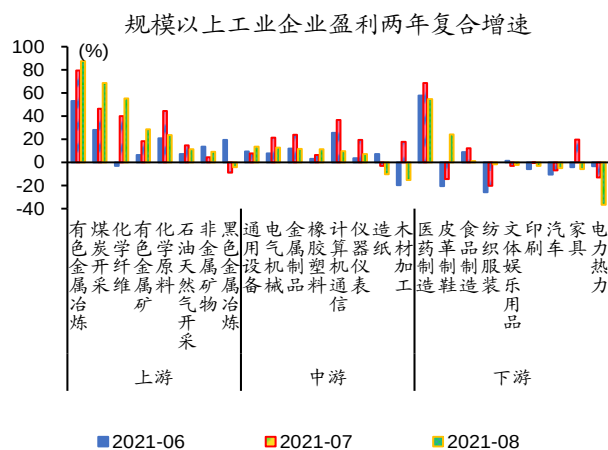
表1: 国内成品油价格调整存在上限约束

国际市场原油价格	成品油价格计算
低于每桶40美元(含)	按原油价格每桶40美元、正常加工利润率计算成品油价格
高于每桶40美元低于80美元(含)	按正常加工利润率计算成品油价格
高于每桶80美元	开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格
高于每桶130美元(含)	采取适当财政政策保证成品油价生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提

资料来源: 发改委、开源证券研究所

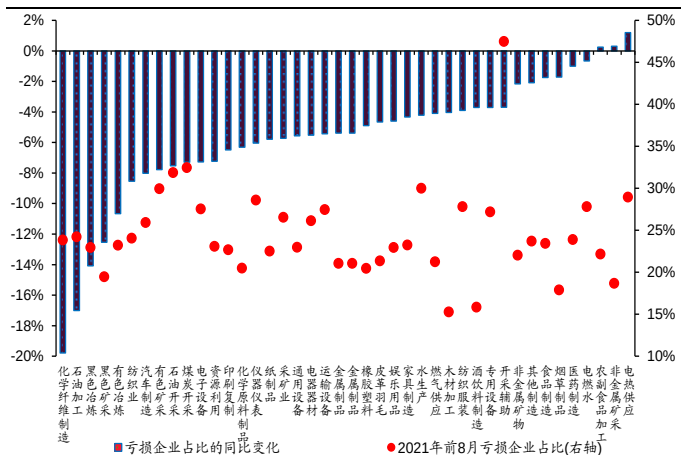
原材料涨价对中下游利润挤压，带来的部分商品供给收缩，可能增加相关商品涨价弹性。原材料上涨，对一些衣服鞋子等日用品制造企业，及食品加工企业等利润产生明显挤压，一些不具备议价能力或价格转移能力的企业已出现持续亏损。部分企业甚至退出市场，可能导致相关商品供给收缩；一旦需求修复，商品涨价压力容易快速释放，进而可能加快成本端压力的显性化。

图16: 原材料涨价对中下游利润挤压



数据来源: Wind、开源证券研究所

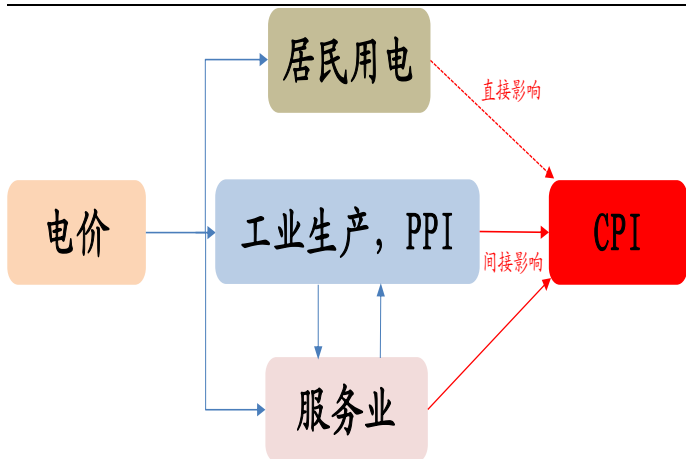
图17: 相较上游, 部分下游企业面临成本抬升、亏损



数据来源: Wind、开源证券研究所

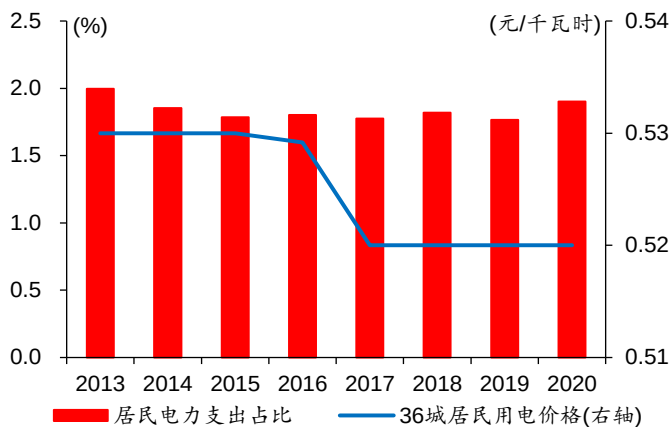
电价上浮等对CPI的间接影响更大, 进一步强化原材料成本端压力的同时, 也可能推升服务价格。居民用电价格控制下, 电价上涨通过影响工业产品的量、价, 进而传导至终端消费品, 也可能推升服务相关成本。根据投入产出表模型, 假设电价上涨10%, 对所有商品和服务完全传导、反复扩散和完全消耗, 最终推升CPI约0.48个百分点。现实经济运行中, 实际影响或略低于模型测算, 较为典型的如水和燃气供应, 价格受政府管制, 而理想情况下模型测算影响CPI约0.2个百分点。

图18: 电价上涨可以直接和间接影响CPI



资料来源: 开源证券研究所

图19: 政府管制下, 居民用电价格非常稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 理想情况下, 电价上涨 10%, 推升 CPI 大约 0.48 个百分点

CPI大类	权重	主要对应行业	电价上涨10%带来的冲击	电价上涨10%带来的冲击
一、食品烟酒	28.40%	餐饮	0.24%	0.29%
		农产品	0.33%	
		畜产品	0.16%	
		渔产品	0.18%	
		烟草制品业	0.15%	
		食品制造业	0.36%	
		农副食品加工业	0.32%	
		酒、饮料和精制茶制造业	0.36%	
二、衣着	7.01%	纺织服装、服饰业	0.54%	0.49%
		皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.41%	
三、居住	21.05%	燃气生产和供应	0.55%	0.96%
		水的生产和供应	1.57%	
四、生活用品及服务	4.26%	纺织业	0.61%	0.54%
		木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.60%	
		家具制造业	0.56%	
		造纸及纸制品业	0.71%	
		家用器具	0.64%	
		橡胶和塑料制品业	0.74%	
		日用化学产品	0.52%	
		化学纤维制造业	1.00%	
		居民服务、修理和其他服务	0.32%	
		汽车制造业	0.55%	
五、交通通信	12.05%	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.50%	0.50%
		通信设备	0.61%	
		交通运输、仓储和邮政	0.35%	
		教育	0.16%	
六、教育、文化娱乐	12.90%	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.63%	0.25%
		印刷业和记录媒介的复制	0.50%	
		文化、体育和娱乐	0.27%	
七、医疗保健	11.58%	医药制造业	0.48%	0.34%
		卫生和社会工作	0.31%	
八、其他用品及服务	2.75%	商务服务	0.31%	0.24%
		信息传输、软件和信息技术服务	0.29%	
		住宿业	0.55%	
		零售	0.21%	
		金融	0.17%	
合计				0.48%

资料来源: 统计局、开源证券研究所

3、服务潜在涨价动能, 或来自供给弹性下降下的需求释放等

服务价格总体相对低位、结构特征凸显, 旅游相关恢复较快, 政府主导的医疗等价格回落。CPI 服务总体仍处于相对低位, 9 月最新只有 1.4%、但略高于 2019 年底的水平。实际上, 以旅游为代表的 CPI 旅游, 早已回到疫情前; 而受疫情反复影响较大的餐饮、住宿 CPI 或相对较低。此外, 一些服务价格受疫情影响较小, 例如, 政府主导下, 医疗保健价格 2018 年以来持续回落、通信价格保持低位。

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_28355

