

宏观动态跟踪报告

近期通胀形势的新变化

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

常艺馨

一般证券从业资格编号

S1060121110020

CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



近期国内通胀近忧与远虑并存，再度成为市场关注的焦点。本篇报告详解通胀形势的新变化，定量重估 2022 年 CPI 和 PPI 的走向。

平安观点：

- **油价波动是通胀最大的不确定性来源。**我们的估算表明，布伦特原油价格环比上涨 10%，将分别拉动当月 PPI、CPI 环比增速 0.2 个百分点、0.07 个百分点。后续国际油价的波动仍有较大不确定性：如 OPEC 增产迟缓、主要国家石油储备释放不足，叠加海外地缘政治冲突持续，特定国家在石油天然气等能源出口方面遭遇更严厉制裁措施，国际油价中枢可能继续上行；而如相关地缘政治冲突在较短时间内妥善解决、伊朗石油供应回归，叠加美联储加息对原油投机性需求的抑制，原油重归供需平衡，亦不排除价格中枢明显回落的可能性。
- **黑色商品价格又现抬头迹象。**尽管“运动式减碳”难以再现、国家发改委“保供稳价”措施屡屡出台，但国内对于重启基建、地产，稳定宏观经济大盘的预期升温，供需错配下部分黑色系大宗商品的期货价格有抬头迹象。我们的估算表明，动力煤（现货）、螺纹钢价格环比上涨 10%，将分别拉动当月 PPI 环比增速 0.1 个、0.2 个百分点。海外能源价格波动影响之下，国内“保供稳价”政策任重而道远。
- **猪周期节奏或扰动下半年 CPI 读数。**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，未来一季度生猪供需失衡格局延续，猪肉价格在淡季面临调整压力。但如下半年新一轮猪周期反转开启，猪肉价格的涨幅或可达 40%-60%。
- **对 2022 年物价数据的展望（更新）。**PPI 方面，2022 年全年翘尾因素带动同比增速整体下行，但其月度环比在 2、3 月份大概率转为正增长，下行速度明显放缓。CPI 方面，“猪油”错位之下，未来一季度 CPI 上行幅度或较温和，但在 9 月和 12 月两个时点，猪肉价格上涨的同时，如油价涨至 120 美元/桶、或蔬果价格出现如 2021 年四季度的大幅波动，可能带动 CPI 冲高至 3% 左右。
- **1 月社融“开门红”与 2 月 PMI 超季节性上行指向宽信用成效初步显现。**鉴于结构性通胀风险尚未解除，以及美联储货币紧缩的潜在影响，央行在未来一段时间或更加重视结构性工具的使用，全局性工具的使用方面更趋“相机抉择”。不过，适时降准在弥补基础货币缺口方面仍有空间，而如经济减速风险未消、宽信用成色不足，政策利率亦存微调的可能性。
- **风险提示：**地缘政治事件久拖不决，美联储缩表超预期，新冠疫情恶化等。

2022年3月以来，布伦特原油价格加速上涨，5个交易日累计上涨近27%，突破120美元/桶关口，7日一度逼近140美元/桶。而国内黑色系价格又现抬头迹象，动力煤期货价格强势突破保供稳价政策的合理区间。与此同时，生猪养殖行业股票指数再度跑赢大盘，股票市场下半年猪周期开启的预期升温。国内通胀的近忧与远虑并存，再度成为市场关注的焦点。2月11日发布的2021年四季度中国货币政策执行报告中，删除了“密切跟踪研判物价走势，稳定社会预期，保持物价水平总体稳定”一句，但在当前全球通胀压力偏大的背景下，通胀问题仍可能成为货币宽松的掣肘。

本篇报告分析近期通胀形势的三大新变化，估算其对CPI和PPI的拉动作用，并在不同的情景假设下展望未来通胀的可能走向。我们认为，2022年上半年的CPI上行幅度仍温和可控，但在输入性通胀压力下PPI同比读数下行速度趋缓，极端情况下不排除6、7月份PPI同比读数拐头向上的可能性。就货币政策而言，尽管通胀并非是“紧约束”，但考虑到宽信用成效的初步显现，以及美联储货币紧缩的外溢效应，未来一段时间央行或更加重视结构性工具的使用，而在全局性工具的使用上更趋“相机抉择”。不过，适时降准在弥补基础货币缺口方面仍有空间，而如经济减速风险未消、宽信用成色不足，政策利率亦存微调的可能性。

一、 油价波动是通胀最大的不确定性来源

近期国际油价快速上行，截止3月7日收盘，布伦特原油价格已突破120美元/桶。全球奥密克戎变异株冲击减弱、OPEC+产油国供给不足以及地缘政治冲突短期内支撑着油价的强势表现。从原油期货远期合约均价所反映的预期看，年初市场对2022年布油价格中枢的预期在77.7美元/桶，而截止3月2日，对价格中枢的预期已抬升至98.2美元/桶，上涨幅度达26%。

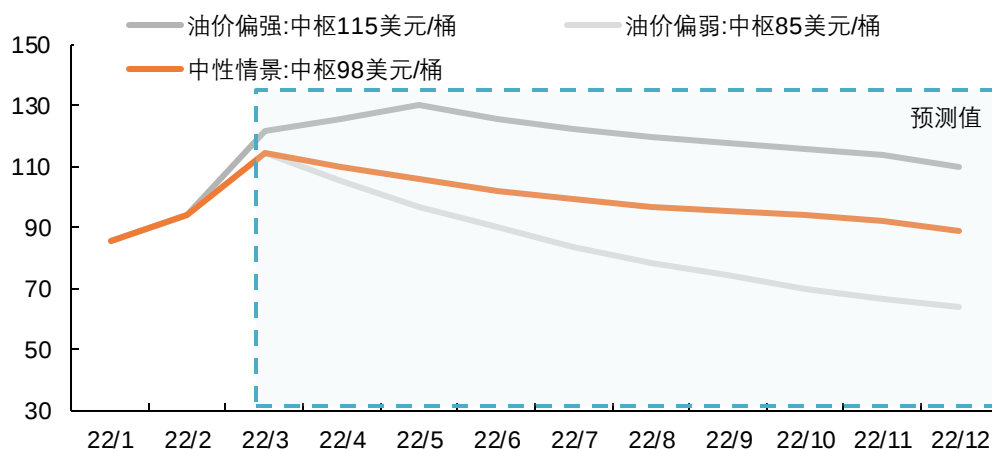
PPI中与石化产业链相关的主要是石油天然气开采、石油煤炭加工、化学原料制品、化学纤维、及燃气生产供应业五个行业，这些行业截止2021年末在工业企业营业收入中的占比合计约13.3%。不过，石化工作作为上游行业，对众多中下游产业的出厂价格也有间接拉动作用。2013-2021年的月度回归结果表明，布伦特原油价格环比上涨10%，将拉动当月PPI环比增速0.2个百分点，相比其直接影响更高。CPI中与石化产业链直接相关的主要是交通和通讯项目下的交通工具用燃料分项、居住项目下的水电燃料分项。回归估算结果表明，布油价格上涨10%对CPI月度环比的影响约0.07个百分点。依当前的国内油价调整机制，当油价运行至40-130美元/桶间时，对成品油价格的传导相对充分¹。

往后看，国际油价的波动仍有较大不确定性：

- **中性情景：**原油价格按照3月2日收盘时布油期货远期合约所反映的水平，即国际油价从4月开始渐次回落。
- **油价走强：**若OPEC增产迟缓、主要国家石油储备释放不足，叠加地缘政治冲突持续，特定国家在石油天然气等能源出口方面遭遇更严厉制裁措施，国际原油价格或进一步上涨，极端情况下或推动2022年原油价格中枢至115美元/桶左右（相比中性情形下的2022年原油价格中枢上涨17%左右），预计2022年PPI、CPI中枢相比中性情形分别高0.4个、0.12个百分点。
- **油价偏弱：**若相关地缘政治冲突在较短时间内妥善解决、伊朗石油供应回归，叠加美联储加息对原油投机性需求的抑制，原油重归供需平衡，不排除价格中枢回落至85美元附近的可能性（相比中性情形所反映的2022年原油价格中枢下跌13%左右），预计2022年PPI、CPI中枢相比中性情形分别低0.3个、0.1个百分点。

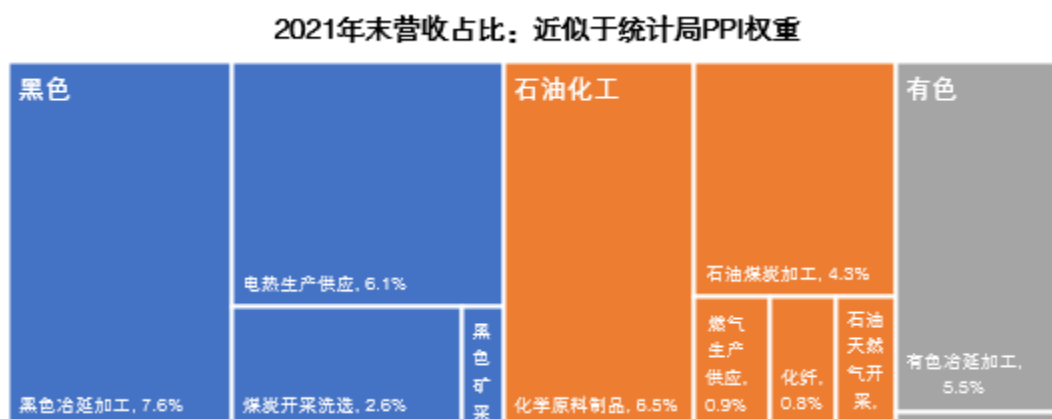
¹ 2016年1月13日，国家发展改革委发布消息，决定进一步完善成品油价格机制，设置调控上下限，调控上限为每桶130美元，下限为每桶40美元。当国际市场油价高于每桶130美元时，汽、柴油最高零售价格不提或少提；低于40美元时，汽、柴油最高零售价格不降低；在40美元-130美元之间运行时，国内成品油价格机制正常调整，该涨就涨，该降就降。

图表1 不同情景假设下的布油价格月度均值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 石油化工与黑色产业链在我国 PPI 工业品价格中权重占比较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、黑色商品价格又现抬头迹象

尽管“运动式减碳”难以再现、国家发改委“保供稳价”措施屡屡出台,但国内对于重启基建、地产,稳定宏观经济大盘的预期升温,供需错配下部分黑色系大宗商品的期货价格有抬头迹象。年初至2月末,南华工业品指数涨幅约11.4%;主要黑色商品中,动力煤、焦煤、焦炭、螺纹钢等黑色系商品期货活跃合约分别上涨了14.2%、16.8%、11.6%和8.4%。

PPI中与黑色产业链相关的主要是煤炭开采洗选、黑色金属矿采选、黑色金属冶炼加工、煤电市场化改革后的电力、热力的生产和供应等行业,截止2021年末在工业企业营业收入中的占比合计约16.7%。考虑到黑色产业链对其他中下游行业的拉动作用,2013-2021年的月度回归结果表明,代表性商品动力煤(现货)、螺纹钢价格环比上涨10%,将分别拉动当月PPI环比增速0.1个、0.2个百分点,略高于其直接影响。

今年2月24日,国家发改委在《进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》中指出,引导煤炭价格在每吨570~770元/吨的合理区间运行,次日动力煤指数便下跌超9%,收于745元/吨的运行区间内。目前,国内外动力煤价格倒挂,很大程度上

抑制着进口供给。且海外煤价与油气价格高度联动，截止 3 月 7 日收盘，原油价格突破 120 美元/桶关口，带动国内动力煤期货价格上涨至 919 元/吨。海外能源价格波动影响之下，国内“保供稳价”政策任重而道远。

三、猪周期节奏或扰动下半年 CPI 读数

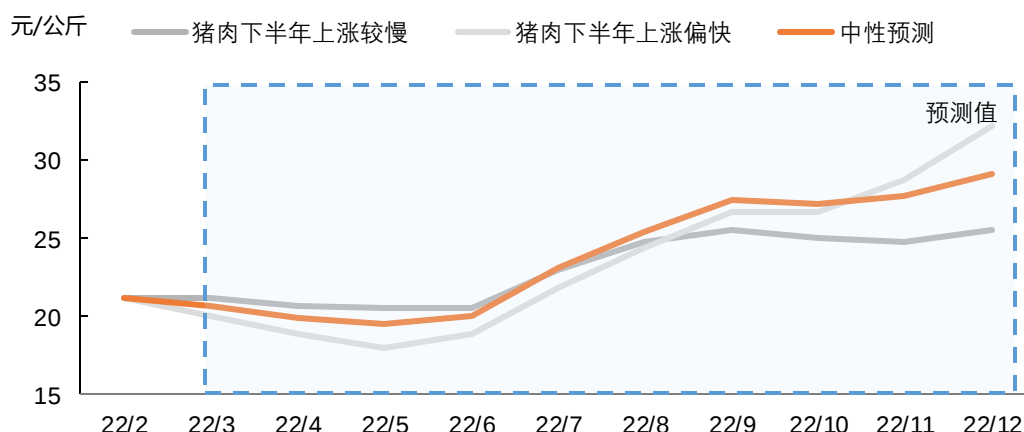
自 2021 年 9 月至 2022 年 3 月 7 日，养殖业（801017.SI）股票指数收益率约 35.2%，而同期沪深 300 指数下跌约 9.4%，体现出股票投资者对 2022 年下半年猪肉价格开始新一轮上涨的预期浓烈。今年 2 月 28 日，在生猪价格再度调整之下，国家发改委公告当前全国平均猪粮比价为 4.98：1，将会同有关部门立即启动中央冻猪肉储备收储工作，并指导各地积极收储。

在 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，我们以 2016-2021 年的数据估算，猪肉价格上涨对 CPI 整体的影响约 2.4%。

短期看，未来一季度生猪供需失衡格局延续，猪肉价格在淡季面临调整压力。但由于目前养殖户观望情绪浓厚，下半年猪肉价格的走向在“反弹”与“反转”之间。如下半年新一轮猪周期反转开启，猪肉价格的涨幅在 40%-60%；而如产能去化情况不及预期，猪肉价格在下半年或仅反弹 30% 左右。延续我们在报告《“猪周期”再探讨》中的研究，将后续猪肉价格的变化分为三种情形：

- **中性情形下**，2022 年上半年猪肉价格下行至 20 元/公斤以下，养殖户以较快速度去化，下半年猪肉价格上行幅度在 45% 左右，到 2022 年末猪肉价格升至 27-32 元/公斤。预计此情形下 CPI 在 2022 年四个季度的中枢分别为 0.9%、1.5%、2.4% 和 2.2%，峰值为 9 月的 2.8%。
- **下半年上涨偏快的情形下**，2022 年上半年猪肉下行突破 18 元/公斤的前期底部区域，引发养殖户加速去化，下半年猪肉价格上行幅度在 60% 以上，2022 年末猪肉价格或升至 28-35 元/公斤。预计此情形下 CPI 同比增速在 2022 年四个季度的中枢分别为 0.8%、1.3%、2.3% 和 2.4%，峰值为 9 月的 2.7% 和 12 月的 2.9%。
- **下半年反弹偏弱情形下**，2022 年上半年猪肉价格运行在 20-25 元/公斤的区间，生猪养殖利润在盈亏线附近徘徊，养殖户去化速度偏慢。尽管三季度猪肉价格仍将反弹，但四季度或震荡偏弱，下半年累计涨幅 20%-30%，2022 年末猪肉价格徘徊在 24-28 元/公斤。预计此情形下 CPI 在 2022 年四个季度的中枢分别为 0.9%、1.4%、2.3% 和 1.9%，峰值为 9 月的 2.6%，到 12 月回落至 2.2%。

图表3 不同情景假设下的今年猪肉价格走势

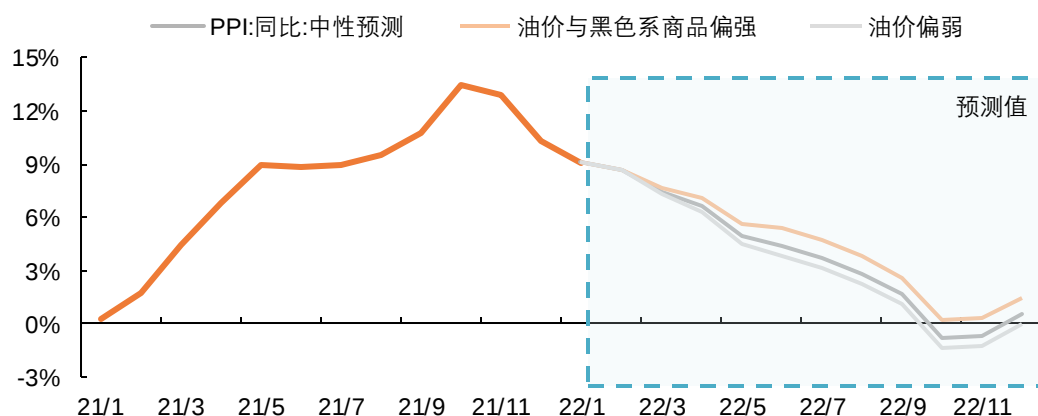


资料来源：Wind, 平安证券研究所

四、对 2022 年物价数据的展望

PPI 方面，全年翘尾因素带动 PPI 同比增速整体下行，但其月度环比在 2、3 月份大概率转为正增长，令同比下行速度明显放缓。具体看：1) 中性情形下，黑色系商品期货价格的上涨充分传导至现货市场，原油价格按照 3 月 2 日收盘时布油期货远期合约所反映的市场一致预期，预计 2022 年 PPI 同比增速中枢为 4.2%，一季度到四季度分别为 8.5%、5.5%、2.9%、-0.2%，10-11 月份的 PPI 同比增速转负。2) 油价与黑色系商品偏强情形下，假设 2022 年原油价格中枢被推升至 115 美元/桶左右，而保供稳价政策加码，将黑色系商品价格整体上行幅度控制在 15% 左右，预计 2022 年 PPI 同比增速的中枢 4.9%，一季度到四季度分别为 8.6%、6.3%、3.8%、0.7%，10-11 月份的 PPI 同比增速延续正增长。3) 油价偏弱情形下，假设海外地缘政治冲突在较短时间内妥善解决、且伊朗石油供应回归，2022 年油价中枢回落至 85 美元/桶左右，预计 2022 年 PPI 同比增速的中枢 3.7%，一季度到四季度分别为 8.5%、5.1%、2.2%、-0.1%。4) 极端情形下，不排除 6、7 月份 PPI 同比增速向上可能性。我们估算，2022 年初 PPI 翘尾因素将快速下行（2-5 月翘尾因素分别拖累 0.9 个、1.7 个、1.0 个、1.7 个百分点），带动 PPI 同比增速确定性回落。然而，6、7 月份的翘尾因素分别环比下行 0.3 个、0.5 个百分点，如单月 PPI 环比上行的幅度高于翘尾因素的下行幅度（如原油价格月度环比上涨 15%，或黑色系现货价格月度环比上涨超 10%，将带动 PPI 环比增速上行 0.3 个百分点），新涨价因素可能导致 PPI 单月同比增速上行。

图表4 不同情形下的 2022 年 PPI 走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

CPI 方面，“猪油”错位之下，未来一个季度 CPI 上行幅度或较温和，但在 9 月和 12 月两个时点，猪肉价格上行叠加其他因素影响，可能带动 CPI 冲高至 3% 左右。1) 2022 年上半年，猪肉价格大概率深度调整，即便原油价格突破 120 美元/桶，

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_39164

