

下半年通胀评估：驱动因素与走势

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观助理分析师：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

投资要点：

► CPI 走势预测：有所上行，压力可控

2022年下半年CPI整体将逐步上行，9月见高点（约3%），全年中枢2.1%，压力整体可控。

► CPI 主要驱动因素价格分析与预判

猪肉：预计2022年Q3将开启新一轮上升通道。不过由于当前能繁母猪存栏量已经接近4100万头的合理值，并且随着生物防疫的加强，再度发生类似2018年大规模猪瘟的概率较低，后续猪肉的供需也将逐步平衡。因此本轮猪价的上漲应该相对温和，与2018年之前的三轮猪周期较为类似，对于CPI的抬升也整体可控。

油价：供给方面，不确定性仍然较大，欧盟加大对俄原油出口制裁，OPEC增产动力不足，美国页岩油产能受限于已钻未完井（DUC）的快速下行；需求方面，国内疫后修复叠加欧美传统出行旺季，Q3原油需求或将明显增加，支撑油价高位震荡。Q4之后随着供需缺口的逐步收窄，油价或有小幅回落。

粮价：由于我国主粮自给率较高，国家对于粮食价格的调控能力较强，并且粮食在CPI中的权重也较低（1.85%），因此国际粮价的大幅上涨对于国内粮价以及CPI的影响相对有限。

鲜菜：鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征，3-6月蔬菜大量上市，价格逐步回落；7-9月易受洪涝灾害影响，价格有所上行，10-11月，秋菜上市，价格再度小幅回落；12月至次年2月价格一般为年内高点。

► PPI 走势预测：延续下降，幅度放缓

2022年下半年，PPI仍会继续回落，不过幅度有所放缓，11月见低点（约1.2%），随后逐步回升，全年中枢5.6%。

► PPI 主要驱动因素价格分析与预判

煤炭、钢铁：煤炭价格调控机制出台，在政策的强力引导下，供需不平衡的状态将得到有效缓解，煤炭价格也将保持相对平稳；钢材方面，下半年，随着稳增长政策的落地生效，钢材需求将逐步回升，或将带动相关价格稳中有升。

有色金属：下半年或将震荡下行。一方面，美联储加快货币政策转向以及非美经济相对弱势助推美元走强，而美元的强势将对以美元定价的有色等大宗商品价格产生较为明显的压制。另一方面，有色金属价格与全球PMI走势高度相关，全球制造业PMI指数已经从高点逐步回落，背后反映的是全球需求的走弱，也会带动有色价格震荡下行。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. CPI 走势预测：有所上行，压力可控	3
1.1. 生猪产能去化仍在继续，猪价或在 Q3 开启上行通道	3
1.2. 油价仍然高位震荡，Q4 或有小幅回落	5
1.3. 海外粮食涨价明显，国内影响相对有限	7
1.4. 鲜菜价格季节波动，服务业价格有望回升	8
2. PPI 走势预测：延续下降，幅度放缓	9
2.1. 保供政策调控引导，煤、钢价格相对平稳	10
2.2. 多重因素制约，有色或将震荡下行	10
3. 风险提示	11

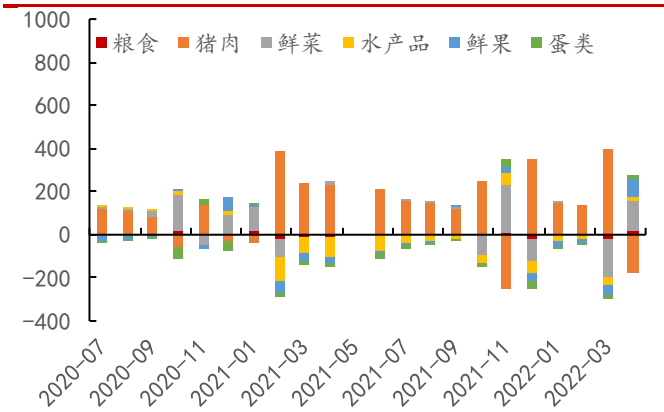
图表目录

图 1 食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)	3
图 2 非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)	3
图 3 CPI 非食品同比与服务业、油价同比(%)	3
图 4 参考过去几轮能繁母猪去化程度，本轮去化仍未结束	4
图 5 猪肉价格自 4 月以来反弹明显	4
图 6 部分批次中央收储成交率相对较低	4
图 7 2006 年以来，我国大致经历了四轮猪周期	5
图 8 2021 年俄罗斯原油出口结构	5
图 9 美国 DUC 数量持续下行	5
图 10 制造业、服务业 PMI 回升明显	6
图 11 中国原油消耗量稳步攀升	6
图 12 美国原油库存处于历史低位(万桶)	6
图 13 EIA 预计 Q3 全球原油库存为负(百万桶/天)	6
图 14 主要粮食作物价格涨幅明显(美分/蒲式耳)	7
图 15 俄乌小麦出口占全球出口总量的约 33%	7
图 16 我国主粮自给率较高	8
图 17 今年以来国内主要粮食价格相对平稳	8
图 18 鲜菜价格呈现明显的季节性波动特征	8
图 19 2022 年 CPI 同比走势预测(%)	9
图 20 动力煤价格趋于平稳，焦煤价格高位震荡	10
图 21 上半年钢材价格震荡回落	10
图 22 强势美元将会压制大宗价格	11
图 23 全球制造业 PMI 走弱带动有色价格回落	11
图 24 2022 年 PPI 同比走势(%)	11
表 1 五大行业占 PPI 权重及对 PPI 贡献	9

1. CPI 走势预测：有所上行，压力可控

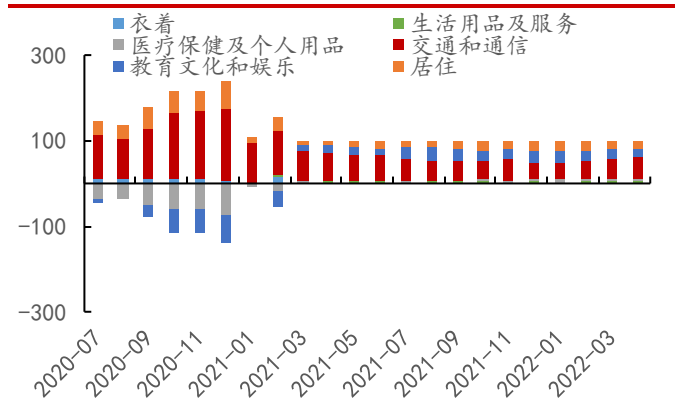
对于 CPI 未来走势的判断，核心是对其主要驱动因素价格走势进行判断。从各分项对 CPI 的贡献率可以看出，CPI 食品烟酒分项受猪肉和鲜菜价格影响较大，而 CPI 非食品烟酒分项受原油价格以及服务业价格影响较大。

图 1 食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



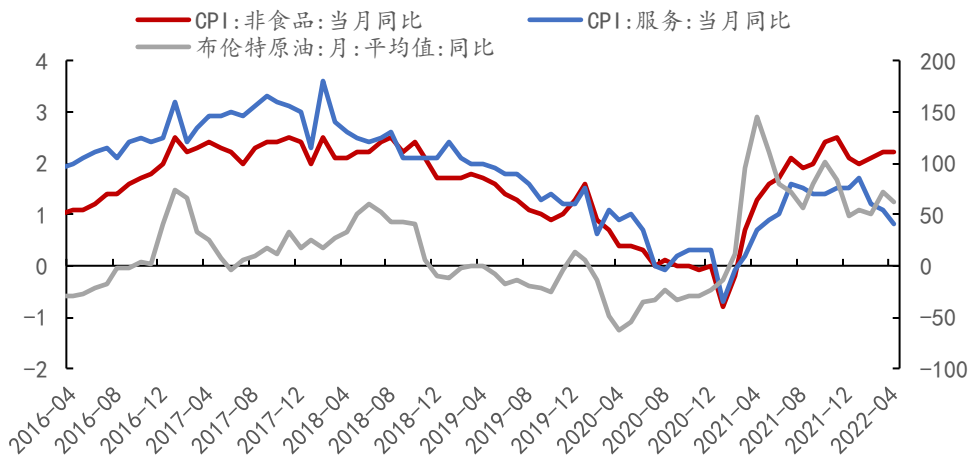
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 CPI 非食品同比与服务业、油价同比(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

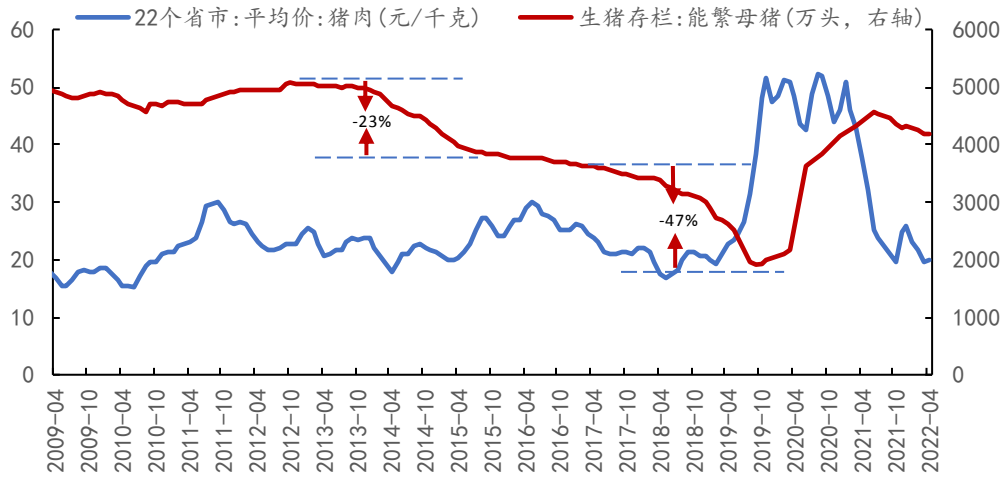
1.1. 生猪产能去化仍在继续，猪价或在 Q3 开启上行通道

能繁母猪去化有所收窄，产能出清仍需时间。能繁母猪存栏量是预判未来猪价走势的核心前瞻变量，根据猪的生长繁殖周期，从能繁母猪配种到仔猪育肥出栏的时间约为 10 个月。我国能繁母猪存栏量在 2021 年 6 月到达高点 4541 万头，随后在猪价持续走低的带动下，能繁母猪开启去化模式。截止到 2022 年 4 月，能繁母猪存栏量 4177 万头，较高点下降约 8%。不过近期的数据显示能繁母猪的去化速度正在减缓，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

4月能繁母猪存栏环比仅减少0.2%，大幅低于3月的3.3%，为去年6月开启去化以来的最小幅度。

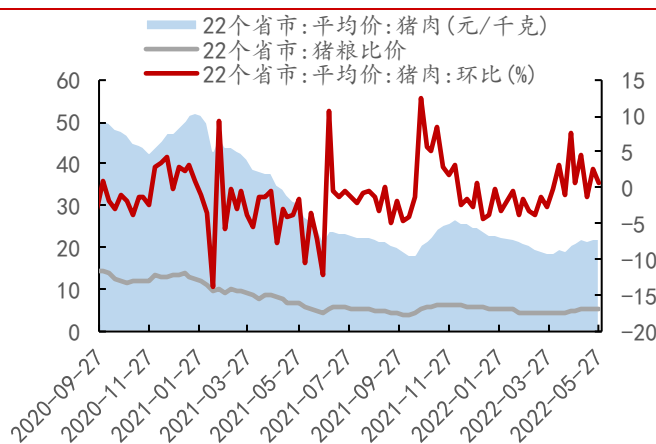
图4 参考过去几轮能繁母猪去化程度，本轮去化仍未结束



资料来源：WIND，华西证券研究所

近期猪肉价格的反弹在一定程度上延缓了生猪产能的去化速度。22个省市平均猪肉价格由4月第一周的18.92元/千克上升至5月最后一周的22.29元/千克，涨幅接近18%。猪肉价格的反弹，一方面与疫情扰动下，生猪出栏以及运输受阻产生的短期供给收缩有关；另一方面则与中央的收储有关，3月以来商务部等部门共进行了9批中央储备冻猪肉的收储，收储量合计9.9万吨，均价约20400元/吨左右。猪肉价格的反弹使得养殖户与猪企对于后续猪价上涨保持了较高预期，从而降低了生猪产能去化的速度。这点从中央收储的大量流拍中也可窥得一二，5月27日，第九批第二次成交率仅为6.86%。

图5 猪肉价格自4月以来反弹明显



资料来源：WIND，华西证券研究所

图6 部分批次中央收储成交率相对较低

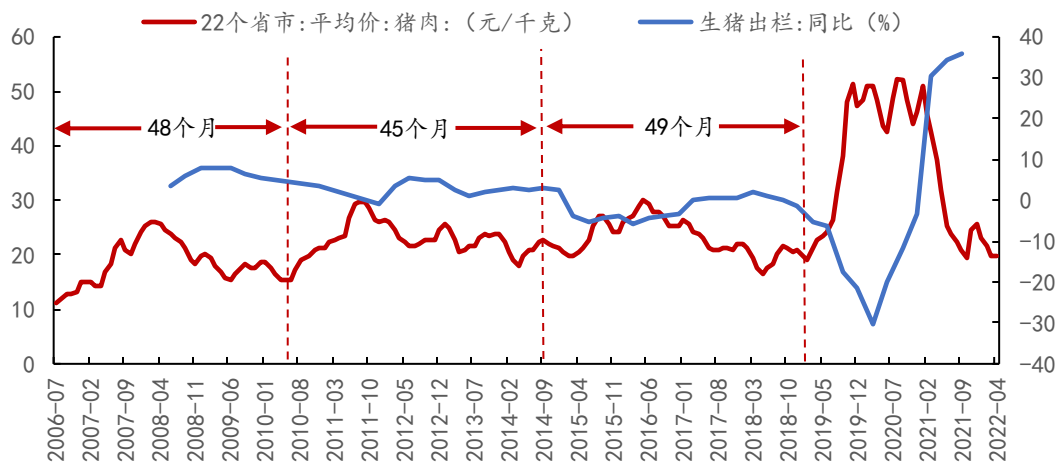
批次	日期	计划收储量 (万吨)	实际收储量 (万吨)	成交率
第一批	2022-03-03	1.94	1.94	100%
	2022-03-04	2.06	2.06	100%
第二批	2022-03-10	3.8	3.2	57.89%
第三批	2022-04-02	1.18	1.18	100%
	2022-04-03	2.82	0.85	30.14%
第四批	2022-04-14	4	0.27	6.75%
第五批	2022-04-22	4	0	0.00%
第六批	2022-04-29	4	0.18	4.50%
第七批	2022-05-13	4	0.45	11.25%
第八批	2022-05-20	4	0.03	0.75%
第九批	2022-05-26	0.5	0.5	100%
	2022-05-27	2.5	0.24	6.86%
合计		35.8	9.9	—

资料来源：华储网，华西证券研究所

近期猪价或将延续震荡，在Q3开启上升通道。当前国内生猪供应依然偏宽，叠加季节性消费淡季，预计近期猪价将维持震荡，继续大幅上行概率不大。真正上行通道的开启或在Q3。由于2021年9-10月份，能繁母猪去化程度较深，环比降幅均在2.5%左右，按照10个月的滞后周期推断，今年7-8月份生猪出栏量将会有个明显

下行，支撑猪价上涨。不过，由于当前能繁母猪存栏量已经接近 4100 万头的合理值，并且随着生物防疫的加强，再度发生类似 2018 年大规模猪瘟的概率较低，后续猪肉的供需也将逐步平衡，因此本轮猪价的上涨应该相对温和，与 2018 年之前的三轮较为类似，对于 CPI 的抬升也整体可控。

图 7 2006 年以来，我国大致经历了四轮猪周期

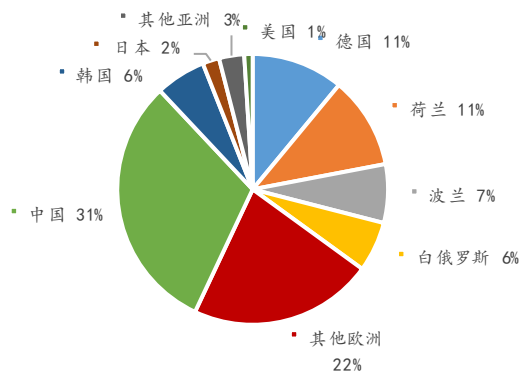


资料来源：WIND，华西证券研究所

1.2. 油价仍然高位震荡，Q4 或有小幅回落

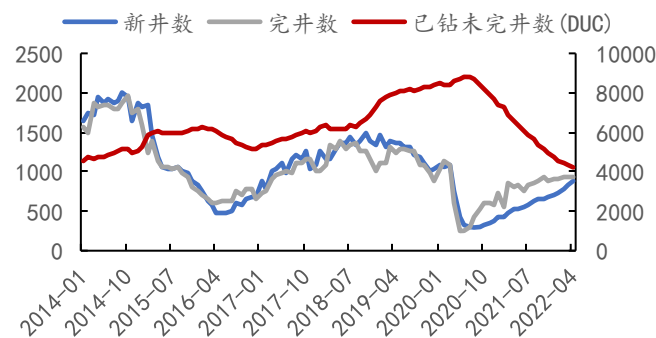
俄乌冲突转向长期化，供给的不确定性仍然较大。俄乌冲突进入第三个月，各方对于俄罗斯的制裁进一步加大。5 月 30 日，欧洲理事会主席表示欧盟已就禁止俄罗斯原油进口达成一致，“将立即覆盖三分之二欧盟从俄罗斯进口的石油”，这是迄今为止欧盟对俄罗斯最为严厉的制裁。EIA 的数据显示，2021 年俄罗斯出口的原油中有接近 57% 出口欧盟。如果禁令生效，俄罗斯或将减少约 150 万桶/天的原油出口量。OPEC 方面增产意愿也相对有限，一方面目前可用的闲置的产能较为缺乏，原有每月 40 万桶/日的增产计划就屡屡不达预期；另一方面，OPEC 国家大多依赖于石油财政，因此其对于高油价的诉求也比较强，所以后续缓慢增产或是常态。美国方面，已钻未完井 (DUC) 数量快速下降，而新钻井数量仍低于疫情前水平，限制了美国页岩油的增产潜力。因此，2022 年原油的供给仍然存在较大的不确定性。

图 8 2021 年俄罗斯原油出口结构



资料来源：EIA，华西证券研究所

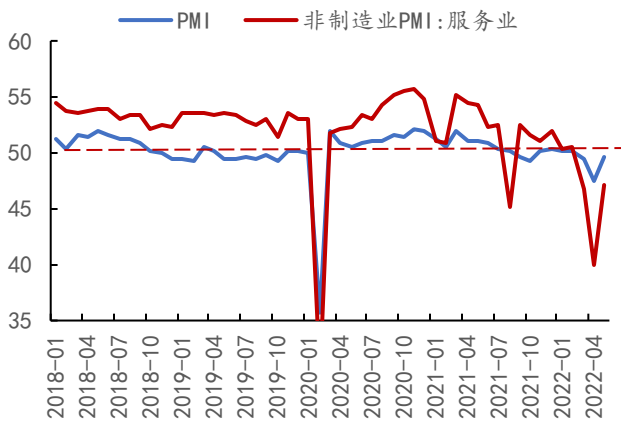
图 9 美国 DUC 数量持续下行



资料来源：WIND，华西证券研究所

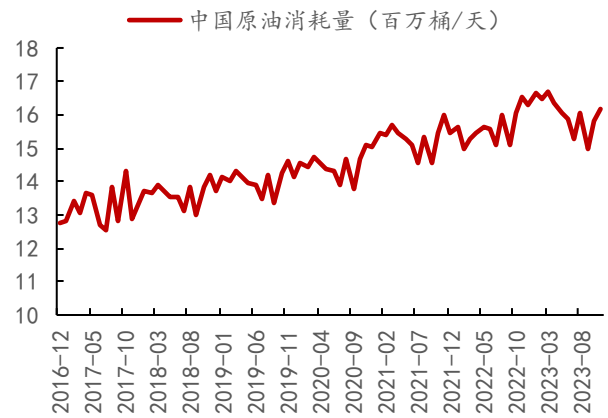
国内疫后修复叠加欧美传统出行旺季，Q3 原油需求或将明显增加，支撑油价高位震荡。截至 6 月 1 日，全国新增确诊病例 28 例，上海宣布自 6 月 1 日起全面有序解封，北京疫情也已经得到有效控制，此轮国内疫情的扰动或将过去。最新公布的 5 月制造业、服务业 PMI 均有较大幅度的回升，后续对于原油的需求也将逐步增加。对于欧美而言，5-10 月是传统的出行旺季，原油需求同样会季节性增加。而当前，无论是美国原油库存还是战略储备原油库存均处于历史低位。EIA 最新预测结果显示，2022 年 7-9 月全球原油库存为负，Q4 开始逐步转正。因此我们预计 Q3 原油价格将保持高位震荡态势，均值月 117 美元/桶，Q4 小幅回落至 105 美元/桶。

图 10 制造业、服务业 PMI 回升明显



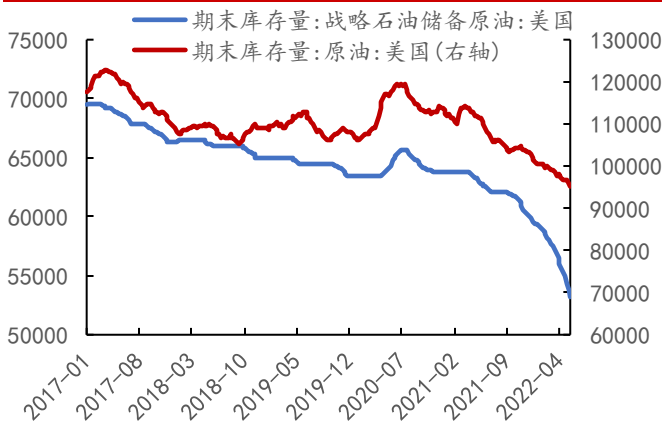
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 11 中国原油消耗量稳步攀升



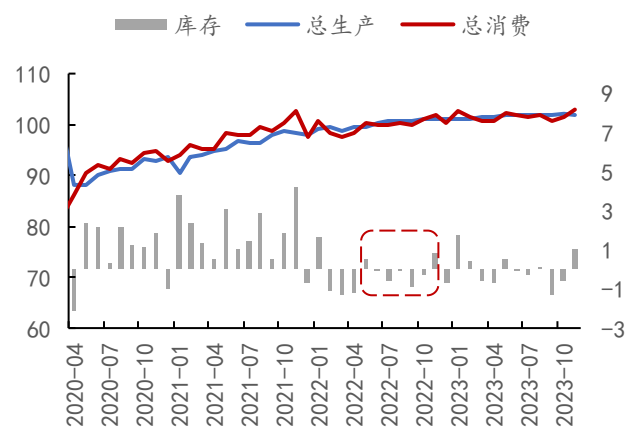
资料来源：EIA，华西证券研究所

图 12 美国原油库存处于历史低位（万桶）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 13 EIA 预计 Q3 全球原油库存为负（百万桶/天）

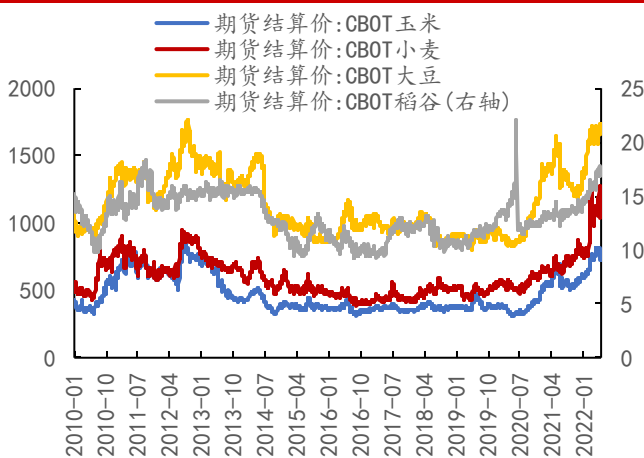


资料来源：EIA，华西证券研究所

1.3. 海外粮食涨价明显，国内影响相对有限

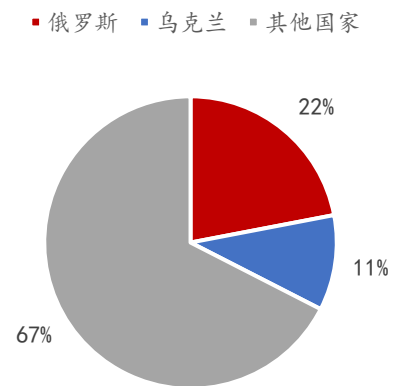
全球粮食供需偏紧，海外粮价涨幅明显。受气候变化、俄乌冲突以及部分产粮国限制粮食出口影响，海外粮食价格出现了较为明显的涨幅。1) 本轮拉尼娜气候现象从 2021 年秋季开始持续至今，造成巴西、美国南部以及印度等国主要产粮区出现大面积干旱，影响了大豆、玉米等作物的播种。2) 俄乌两国均是重要的粮食出口国，2021 年两国小麦出口占全球出口总量的约 33%，玉米出口量也达到接近 20%，俄乌冲突的爆发影响了相关作物的播种和出口。3) 今年以来，印度、马来西亚、阿根廷等主要粮食出口国先后出台了粮食出口禁令，进一步加剧了全球粮食的供需紧张局面。多种因素的共同作用下，今年以来，玉米、小麦、稻谷、大豆等主要粮食期货价格涨幅明显，其中玉米、大豆涨幅接近 25%，小麦则接近 40%。

图 14 主要粮食作物价格涨幅明显（美分/蒲式耳）



资料来源：WIND，华西证券研究所

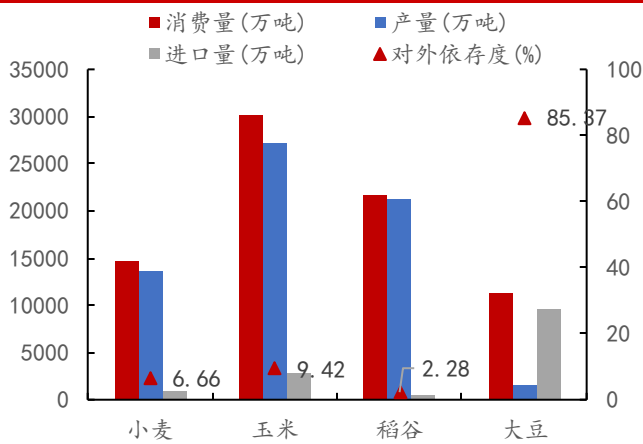
图 15 俄乌小麦出口占全球出口总量的约 33%



资料来源：EIA，华西证券研究所

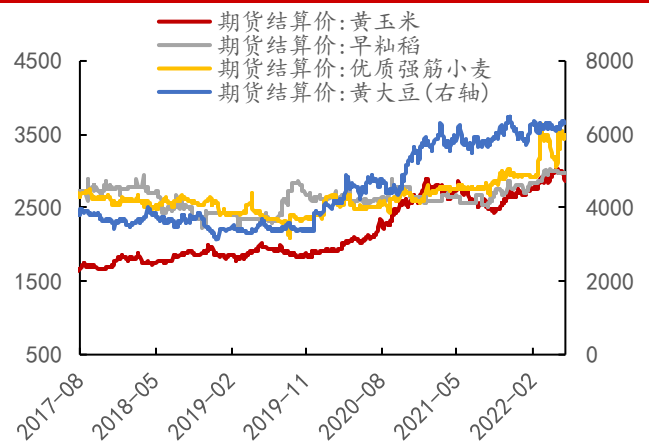
我国主粮自给率较高，国内粮价整体平稳。今年以来，虽然国际粮价涨幅明显，但是国内主要粮食价格却保持了相对稳定。一方面，我国粮食自给率相对较高，小麦、玉米、稻谷等三大主粮的对外依存度均未超过 10%，稻谷更是低至 2.28%。不过大豆的对外依存度确实相对较高，接近 86%。另一方面，我国国有企业在国内粮食市场中占据主导地位，国家对于粮食价格的调控能力较强。因此，后续国内粮食价格大幅上涨的概率不大，并且粮食在 CPI 中的权重也较低，2022 年粮食分项在 CPI 中的比重仅为 1.85%，因此粮价上涨对于国内 CPI 的影响相对有限。

图 16 我国主粮自给率较高



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 17 今年以来国内主要粮食价格相对平稳

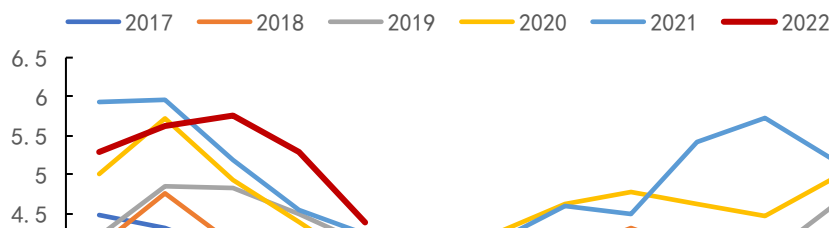


资料来源: EIA, 华西证券研究所

1.4. 鲜菜价格季节波动，服务业价格有望回升

鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征。一般而言，3-6 月份，随着天气转暖，露地蔬菜供应逐步恢复，蔬菜开始大量上市，价格也逐步回落，6 月一般为年内低点；7-9 月，全国进入洪涝灾害多发期，对蔬菜生产、运输都会产生影响，这一时期蔬菜价格会小幅上涨；10-11 月，秋菜大量上市，供给相对充足，蔬菜价格会再度小幅回落。12 月至次年的 2 月份，天气的逐渐转冷使得露地蔬菜结束供应，叠加季节性需求旺盛，助推蔬菜价格升至年内高点。今年 3-5 月份，国内疫情扰动对于蔬菜生产、运输造成了一定影响，因此价格略高于往年同期水平，不过随着国内疫情得到有效控制，鲜菜价格也将会逐步回归至正常区间。

图 18 鲜菜价格呈现明显的季节性波动特征



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_42599



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn