



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

输入型通胀会构成下半年的风险吗？

投资要点：

- **核心观点：**今年国内通胀形势主要取决于两条价格链，一是国际商品价格-PPI-非食品 CPI，二是国内猪肉价格-食品 CPI-整体 CPI，关注大宗商品价格传导和猪周期。PPI 年内总体回落的趋势不会改变，但下降的速度仍取决于大宗商品价格走势。煤炭在去年高基数之下，四季度对 PPI 同比贡献将转为负；石油同比仍正增长，但增幅减小。CPI 的输入通胀整体可控，原油价格震荡小幅回落，而国际粮价对国内 CPI 影响较小。消费者价格的主要走向仍取决于猪周期。**我们认为通胀压力仍可控，预计 PPI 三季度为 3.9%，四季度为 2.3%；CPI 在 9 月可能达到 3% 的高点。**
- **我国输入型通胀压力有多大：**
 - (1) 通过复盘 2000 年以来的几轮全球性通胀外溢，我们发现**输入型通胀不只是成本端的输入，背后更是全球范围内总需求和货币扩张的跨国传导。**
 - (2) 按前两轮输入型通胀在国内的传导路径来看，内外需求共振是通胀走高的重要原因。
 - (3) **原油：**需求弱复苏、供给不确定性大，供需博弈之下，年内油价难以大幅下降，预计下半年布伦特原油均价比二季度小幅下降，仍在 100 美元/桶以上。预计下半年原油对 PPI 同比增速的拉动将下滑至 3.0% 和 1.8%。
 - (4) **煤炭：**在需求复苏、国内供给增产、进口下降、库存回升等多方面因素动态变动之下，国内煤价整体运行平稳，不会大涨大跌，对通胀影响减小。
 - (5) **粮食：**国际粮价上涨主要通过成本传导影响我国粮价，整体来看，粮食对 CPI 拉动幅度有限，预计本轮涨价对 CPI 的拉动在 0.2-0.3 之间。
- **国内通胀看猪周期：**当前猪肉产能仍处于历史高位，供需力量对比尚不足以支持猪价开启长期升势，猪周期仍需要继续去产能，预计四季度见底。有三个信号表明当前母猪去产能仍是不充分状态：一是存栏母猪仍比正常水平高近百万头；二是纵向比较来看，当前需求回落，产能仍处于历史高位；三是行业的一致性预期减缓去产能速度，甚至出现过早补产能的苗头。
- **风险提示：**海外通胀超预期；全球经济形势发生重大变化；疫情形势生变。

内容目录

1. 全球通胀溢出	5
2. 我国输入型通胀压力有多大?	6
2.1. 复盘: 2000 年以来的输入型通胀	6
2.1.1. 全球大通胀背后是全球范围内总需求和货币扩张的跨国传导	6
2.1.2. 前两轮输入型通胀在中国的传导	7
2.2. 大宗商品价格走势决定下半年输入型通胀压力	8
2.2.1. 原油: 供给不确定性加大, 油价仍处高位期	8
2.2.2. 煤炭: 相对平稳, 对通胀影响减小	12
2.2.3. 粮食: 对国内通胀影响较小	15
3. 国内通胀形势展望	17
3.1. 基于价格链的通胀传导路径	17
3.2. 猪周期: 三季度震荡, 四季度见底	19
3.3. 下半年通胀展望: PPI 缓慢回落, CPI 有破 3 压力	21
4. 风险提示	22

图表目录

图 1: 主要经济体 PPI (%)	5
图 2: 主要经济体 CPI (%)	5
图 3: 2000 年以来的输入型通胀(%)	6
图 4: 需求因素: 全球经济增长 (%)	6
图 5: 供给因素: 供应链压力上升 (%)	6
图 6: 流动性因素: 货币宽松 (%)	7
图 7: 地缘政治风险是助推器(%)	7
图 8: 2002-2008 年通胀传导(%)	8
图 9: 2009-2011 年通胀传导(%)	8
图 10: 2010-2022 年油价长期变动拆解	8
图 11: 2020 年以来供需动态变化的两个阶段	8
图 12: 原油需求由全球经济增长决定	9
图 13: 4 月以来美国原油需求大幅弱于历史同期 (千桶/天)	9
图 14: 今年 5 月 OPEC 增产第三次达标	10
图 15: OPEC 小国增产难以落地	10
图 16: 俄罗斯原油产量及 EIA 预测产量(百万桶/日)	10
图 17: 非欧盟和 G7 国家在俄罗斯原油出口中的比例增加 (%)	10
图 18: 本轮增产以存量钻井消耗为主 (口)	11
图 19: 油企资本开支尚未转正 (百万美元)	11
图 20: EIA 对全球原油供需的预测 (百万桶/日)	12
图 21: 油价对 PPI 的拉动 (%)	12
图 22: 煤炭开采洗选业 PPI 带动整体 PPI (%)	12
图 23: 国内和国际煤价 (%)	12
图 24: 2020 年煤炭需求结构	13
图 25: 今年煤炭产量高增长	13
图 26: 经济恢复, 用电高增	14
图 27: 发电量增速	14
图 28: 房地产回暖明显 (万平方米)	14
图 29: 水泥生产和需求回升	14
图 30: 港口存煤回升	15
图 31: 沿海八省电厂存煤回升, 超疫情前水平 (万吨)	15

图 32: 国际粮价大幅上涨 (点)	15
图 33: 俄罗斯和乌克兰在全球部分农产品的占比	15
图 34: 我国粮食库存高	16
图 35: 2000 年以来我国有三轮粮价上涨 (%)	16
图 36: 我国三大主粮的成本结构	16
图 37: 肥料是更重要的传导渠道	16
图 38: 粮食在 CPI 中权重越来越低 (%)	17
图 39: 粮食对 CPI 拉动的两个高点为 0.4 和 0.9 个点 (%)	17
图 40: 从进口价格到生产者价格的传导顺畅 (%)	17
图 41: 2011 年后生产者价格到消费者价格的传导出现问题 (%)	17
图 42: 由于议价能力弱, PPI 上升往往带来下游制造业成本提高、利润降低 (左: 元; 右: %)	18
图 43: 服务消费权重提升, 商品消费权重下降 (%)	18
图 44: 定基指数显示 2012-2016 年 PPI 与 CPI 背离严重	18
图 45: 猪油背离是影响 PPI 向 CPI 传导的主要原因 (%)	18
图 46: PPI 向非食品 CPI 的传导更加顺畅 (%)	18
图 47: 能繁母猪存栏量处于历史高位 (万头)	19
图 48: 猪肉消费见顶回落 (万吨)	19
图 49: 养殖户深度且长期亏损	20
图 50: 4 月以来去产能速度显著放缓 (%)	20
图 51: 生猪存栏仍处于历史高位	21
图 52: 猪肉价格对 CPI 的拉动预测 (%)	21
图 53: 下半年 PPI 预测	22
图 54: 下半年 CPI 预测	22

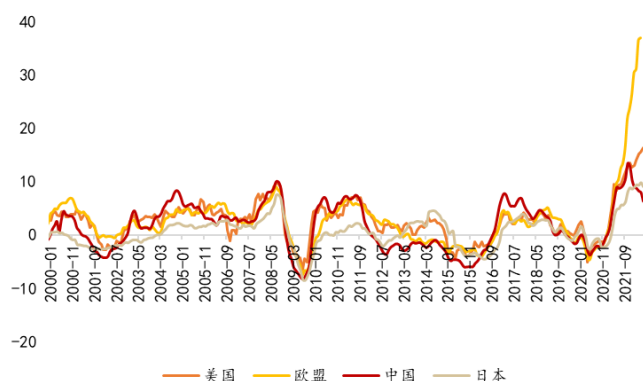
1. 全球通胀溢出

2021年以来，各国货币刺激叠加供给约束，全球大宗商品价格屡攀新高，也推高了各国通胀水平。进入2022年后，受俄乌地缘冲突影响，原油、农产品等大宗商品价格“易上难下”，全球通胀持续溢出，各国均面临输入型通胀压力。

从PPI来看，各主要经济体的同步性较强，除中国外，美国、欧盟、日本、印度均处于高位平台期。得益于严格有效的保供稳价措施，中国PPI在去年底见顶后回落，但全球输入型通胀拖累中国PPI回落步伐，在4月之前PPI都在8%以上，直到5月才回落至6.4%。

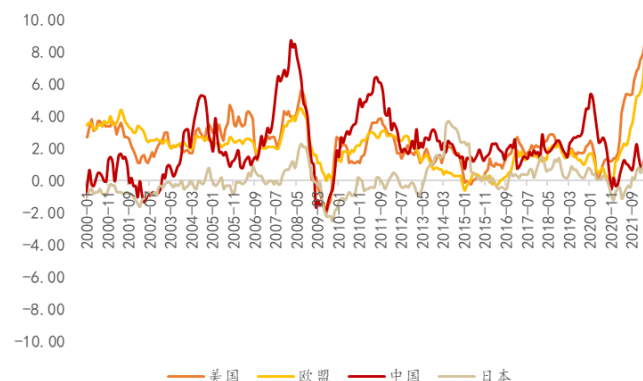
CPI方面，各国价格链传导效果不同，同步性不如PPI。美国5月CPI比前值仍在上升，达到8.6%；欧盟受俄乌冲突影响，5月上升至8.8%；国内经济长期紧缩的日本，5月CPI也快速提高到2.5%，达到2015年以来的最高值。

图1：主要经济体PPI(%)



资料来源：Wind，德邦研究所
注：美国为商品PPI

图2：主要经济体CPI(%)



资料来源：Wind，德邦研究所

在实际讨论中，输入型通胀常包含两层含义，一是从货币视角看，在经济全球化联系之下，各国的总量失衡和货币扩张会通过贸易、投资、汇率等方式进行跨国传导；二是从非货币的供给角度看，全球通胀推高各国国内生产成本。

具体来看，根据是否经过进口价格传导，又可以分为两个途径：

(1) 生产成本传导，指进口的原材料价格上涨，作为国内生产投入要素的一部分，推高国内价格。

(2) 国内外商品价差，指在一价定律作用下，国内商品随着全球商品同步涨价，从而推动国内通胀。商品价差传导途径主要通过原油、金属、农产品等大宗商品，这些大宗商品也是重要的上游生产要素，因此价差传导在各国内部也表现为推高生产成本，但价格传导不直接经过进口商品。以粮食为例看商品价差传导与生产成本传导的不同。生产成本传导是进口粮食价格上涨，推升中下游行业（如饲料、食品）的整体生产成本。国内商品价差是指，国内粮价也随全球粮价上涨，进一步推高价格。可以发现，生产成本传导和商品价差传导的关键区别在于国内商品价格是否会与全球同步变动。

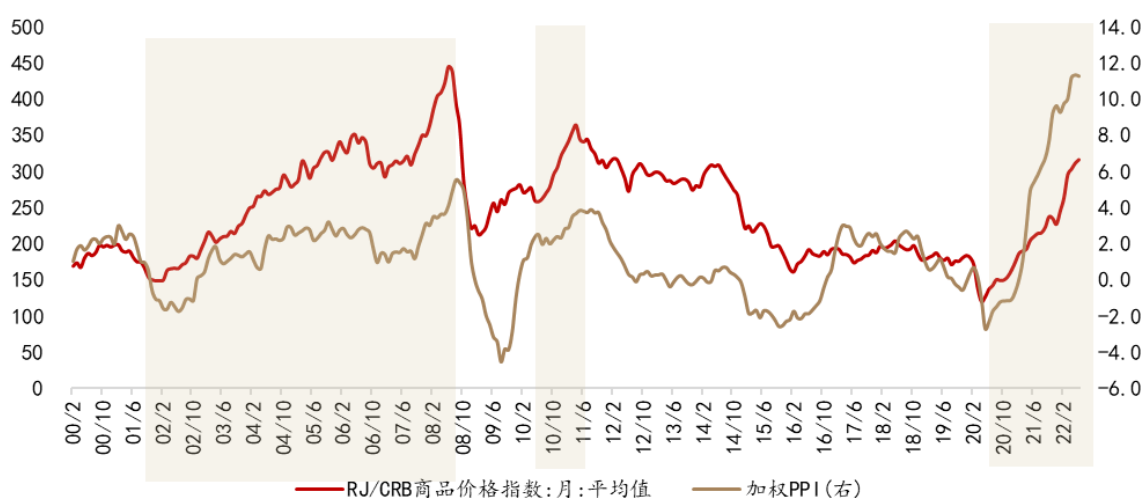
2. 我国输入型通胀压力有多大？

2.1. 复盘：2000 年以来的输入型通胀

2.1.1. 全球大通胀背后是全球范围内总需求和货币扩张的跨国传导

2000 年以来，有两轮全球性的输入型通胀，分别是 2002-2008 年，2010-2011 年。按全球大宗商品价格高度来看，**2008 年>2011 年>当前**。RJ/CRB 大宗商品价格指数(月度均值)在 2008 年达到 445，2011 年最高为 363，当前最高为 318。**按全球通胀高度来看，当前>2008>2011**。以美欧日中四大经济体的 GDP 加权 PPI 衡量全球 PPI 通胀高度，当前 PPI 水平已经超过了此前两轮，特别是美国和欧盟。2008 和 2011 年，美国和欧盟的 PPI 均未超过 10%，当前欧盟已达到 37%，美国 PPI 商品项达到 16.6%。

图 3：2000 年以来的输入型通胀(%)



资料来源：Wind，德邦研究所

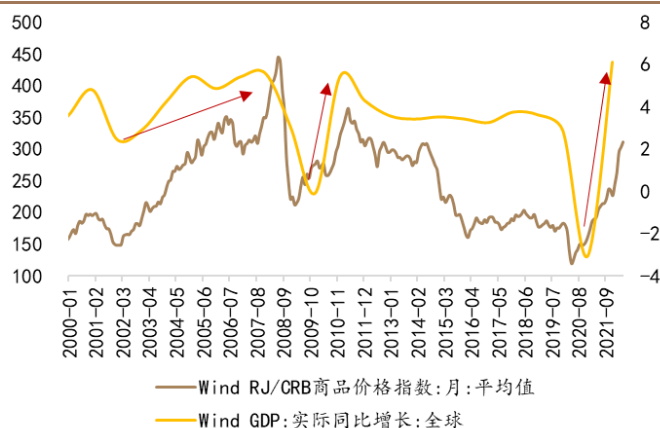
最近三轮全球通胀，往往伴随着需求高涨（或复苏）、供给压力加大、流动性宽松。从需求来看，2002-2008 年全球经济平稳快速增长，2010-2011 与 2021-2022 都是危机后需求复苏。从供给来看，全球供应链压力指数在 2006 年 9 月-2008 年 7 月上升 1.57，从 2009 年 8 月到 2011 年 4 月上升 2.76，从 2020 年 1 月到 2022 年 1 月上升 3.63。从流动性来看，除 2004-2006 年美联储位于加息周期外，近两轮通胀期间，2010-2011、2021-2022，都面临货币大幅宽松环境。

此外，**地缘政治风险也会影响大宗商品价格，但只有在上述三个条件同时具备时，才能发挥“助推器”作用。**如 2001-2003 年地缘政治事件频发，但前三个条件不具备，因此并未带来大宗商品价格同步上涨。

由于全球需求、货币宽松等方面的原因引致大宗商品价格上涨，从而带来全球通胀。因此我们发现输入型通胀不只是成本端的输入，背后更是全球范围内总需求和货币扩张的跨国传导。

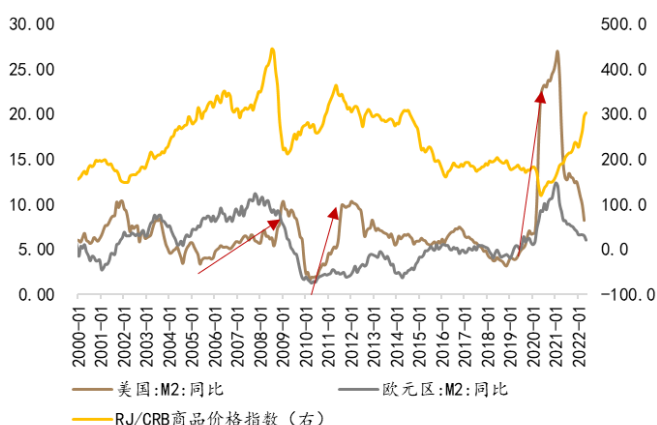
图 4：需求因素：全球经济增长（%；右：全球 GDP）

图 5：供给因素：供应链压力上升（%）

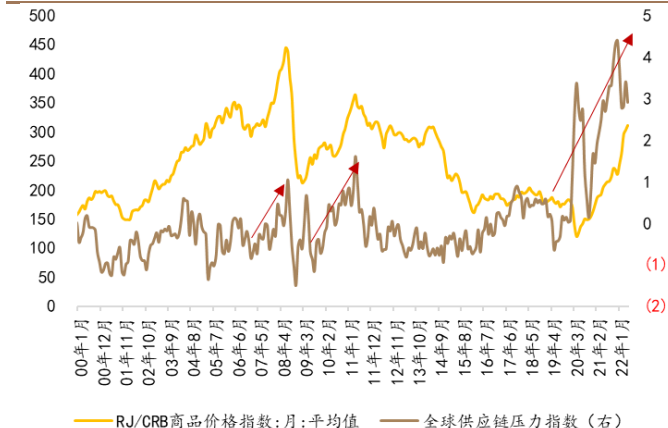


资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：流动性因素：货币宽松（%）

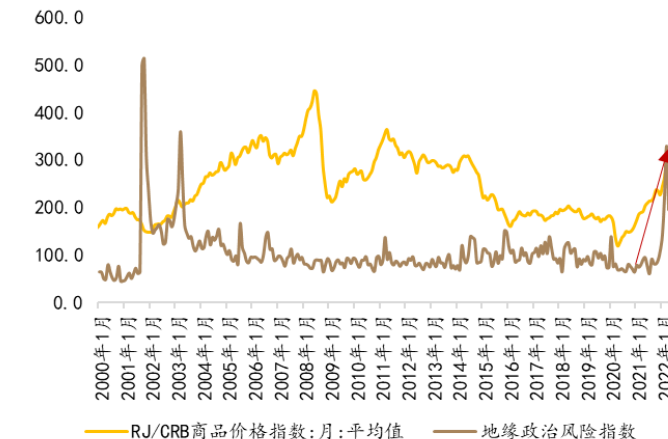


资料来源：Wind，德邦研究所



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：地缘政治风险是助推器



资料来源：Wind，德邦研究所

2.1.2. 前两轮输入型通胀在中国的传导

2002-2008 这一轮通胀在中国的传导分为两阶段。

第一阶段是 2002-2004 年，传导路径：CRB 大宗商品价格-PPI-CPI。CRB 大宗商品价格自 2002 年 2 月迎来拐点，PPI 在当月走出谷底，而 CPI 和进口价格指数分别在两个月后的 4 月才开始出现拐点。进口价格滞后于 PPI 和大宗商品价格，说明这一阶段的传导途径更多是国内外价差渠道，不经过进口价格。

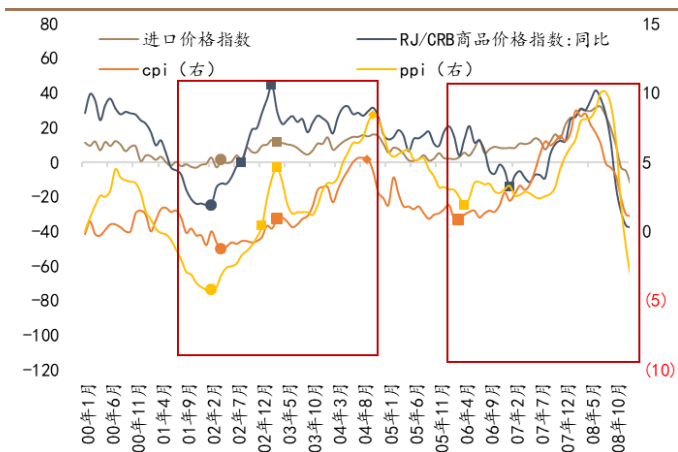
第二阶段是 2006-2008 年，传导途径：CPI-PPI-大宗商品价格。通胀分为成本拉动和需求拉动两类，2006 年开始的通胀传导呈现出明显的需求拉动特点：经济过热，2004-2007 实际 GDP 增速连续 4 年位于 10% 以上，并且节节攀高 2007 达到 14%，同时固定资产投资增速常年位于 20% 以上，出口增速位于 25% 以上。需求拉动式从下游拉动上游，CPI 从 2006 年 3 月见底后回升，PPI 从 4 月开始上升，中国需求对全球大宗商品起到了拉动作用，2007 年 1 月，大宗商品价格同比增速迎来拐点。

2009-2011 年传导途径：大宗商品-PPI-CPI。2009 年 7 月，大宗商品价格迎来拐点，增速由降转升，CPI 和 PPI 同时启动。这一轮传导中，进口价格增速拐点同样滞后于 PPI 和 CPI，国内外价差仍然是主要传导途径。

CPI 与 PPI 的同步启动表明本轮通胀不只是输入压力，更有国内需求原因。

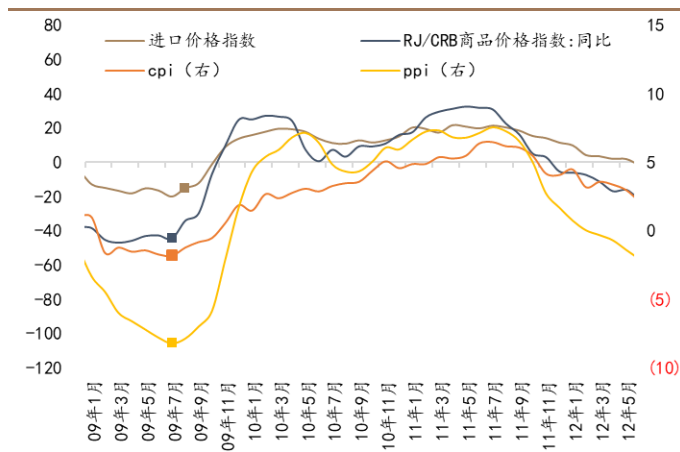
成本传导的输入型通胀下，大宗商品价格和 PPI 通常领先于 CPI；需求拉动的输入型通胀下，CPI 领先于 PPI 和大宗商品价格。2009 年三者的同步启动表明输入式的成本拉动通胀和国内需求拉动通胀很可能并存。供给端来看，一方面 CRB 指数同比拐点出现，另一方面全球供应链压力指数也在 2009 年下半年开始由降转升。需求侧来看，2008 年下半年以来，国内密集出台各种稳增长政策，如 2008 年 9-12 月 4 次降准、5 次降息，11 月出台扩大内需、促进经济增长的 10 项措施（即“四万亿投资”），12 月开启“家电下乡”，2009 年 1 月将 1.6 升以下排量汽车购置税减半。这些政策都促进了国内需求的快速恢复，从而带动 CPI、PPI 和大宗商品价格同步恢复。

图 8：2002-2008 年通胀传导(%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：2009-2011 年通胀传导(%)



资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 大宗商品价格走势决定下半年输入型通胀压力

2.2.1. 原油：供给不确定性加大，油价仍处高位期

原油基本面分解：2014 年中-2020 年，供给过剩是油价的决定因素。根据纽约联储¹的研究，将油价拆解为供需基本面和残差三个部分。2010 年以来的数据显示，2010-2012 年，油价主要受需求拉动，需求>供给；2012 年后原油产能迅速跟上，从 2014 年中开始，供给过剩成为油价的决定因素，一直持续到 2020 年。

2020-至今：需求和供给在两阶段里分别成为支撑油价上行的重要力量。2020 年以来的油价变动分为两阶段。第一阶段是 2020 年 5 月-2021 年底，需求的快速

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_43532

