

宏观点评报告

2022 年 8 月 13 日

食品带动通胀上行 无需忧虑通胀走高**2022 年 7 月通胀点评****核心内容：****分析师**

- **CPI 缓慢上行，核心 CPI 仍然低迷** 7 月份 CPI 同比上行至 2.7%，核心 CPI 小幅下行。通胀环比上升，食品价格走高，非食品价格回落。7 月通胀环比上行主要是由于食品价格上行带来的：（1）食品方面，7 月份天气炎热多雨，蔬菜平均价格超出正常水平；7 月份猪肉零售价格上行 25.6%，供给下滑使得猪肉价格回升；（2）非食品价格方面，原油价格走低，交通工具用燃料价格下行 3.3%，旅游价格上行 3.5%，衣着价格季节性回落，其他非食品价格小幅变动。
- **全年通胀预期缓慢上行** 全年通胀预期上行，进入 2022 年下半年，通胀水平上升至 2.4% 左右：（1）新时期疫情控制状态下，物价上行可以预期，物流和人员阻断下对价格的影响仍然在观察；（2）猪肉供给陷入短缺，下半年猪肉需求逐步上行，猪肉价格回升；（3）蔬菜价格已过最低点，下半年逐步回升。下半年翘尾水平上行，猪肉、蔬菜价格回升，预计 3、4 季度可能达到 2.4% 左右，全年 CPI 预计在 2.2% 左右，预计 2023 年上半年通胀水平会惯性上行至 2.9% 左右，带来更大的压力。
- **通胀仍然无忧** 尽管通胀水平在下半年走高，但暂时仍然无需担忧：（1）全球衰退正在上演，高昂的原油价格出现变化，原油价格水平下半年可能回落；（2）全球需求回落和中国需求疲软可能共振，终端需求的疲软拉低物价水平。
- **货币政策不受干扰** 央行的货币选择显得尤为艰难，宽信用渠道受阻的情况下，央行的货币宽松效果不及预期。而美联储等外围市场收紧的条件下，央行的货币宽松也有所谨慎。央行在下半年通胀上行的过程中仍然会以经济增长和美联储选择为主，并不会因为通胀上行而使得货币政策有所变化。参考 2019 年 4 季度 CPI 上行至 5%，央行货币政策也仅是保持了观望。其次，稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，经济增长是主线，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。
- **PPI 回落趋势已成** 7 月份 PPI 环比大幅回落，大宗商品价格均处于回落状态：（1）国际原油受到供给稳定以及需求回落的影响，价格下挫（2）动力煤需求上行，但供给也在增加，下游投资继续疲软，钢材、水泥等行业需求相对较弱；（3）食品类行业继续回升。

下半年 PPI 基数水平继续下滑，PPI 同比持续走低。能源价格高位回落会带动 PPI 下滑，同时下游开工虽然稍有好转，但是速度较慢，带来了黑色系产品价格回落。物流阻塞好转，预示着未来 PPI 环比仍然下滑。预计 8 月份 PPI 环比小幅下行，8 月份 PPI 水平在 3.7% 左右。2022 年 PPI 前高后低，全年预计在 5.0% 左右，受到基数影响，PPI 在 3 季度和 4 季度分别约为 3.5% 和 1.9%。

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

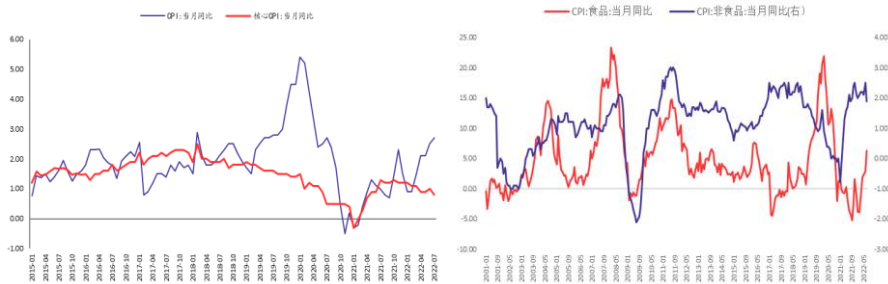
分析师登记编码：S0130515030003

一、CPI 上行，核心 CPI 仍然低迷

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比上行，核心 CPI 小幅下行，7 月份 CPI 同比上行。7 月份 CPI 同比增速 2.7%，比 6 月份上行 0.2 个百分点。7 月份 CPI 环比走高；其中食品价格环比下行 3.0%，非食品价格下行 0.1%。核心 CPI 同比增速 0.8%，环比小幅上行 0.1 个百分点。

图 1：CPI 同比持平（%）

图 2：食品和非食品价格变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

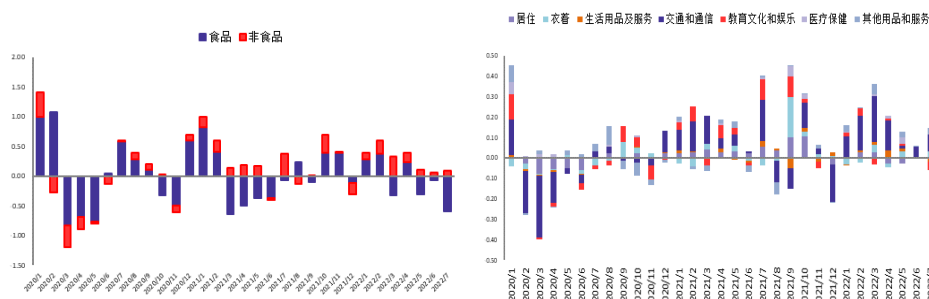
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 2.2%，比上个月下行。通胀环比上升，食品价格走高，非食品价格回落。7 月通胀环比上行主要是由于食品价格上行带来的：（1）食品方面，7 月份天气炎热多雨，蔬菜价格走高，蔬菜价格 7 月份上行 10.3%，蔬菜平均价格超出正常水平；7 月份猪肉零售价格上行 25.6%，供给下滑使得猪肉价格回升；其他食品方面，水产品、鸡蛋、食用油价格走高，仅有水果价格下行；（2）非食品价格方面，原油价格走低，交通工具用燃料价格下行 3.3%，旅游价格上行 3.5%，衣着价格季节性回落，其他非食品价格小幅变动。

从食品价格来看，猪肉需求小幅回升，猪肉供给受阻，带动了价格的上行。中央储备冷冻储备投放并没有改善市场供给。7 月份猪肉价格继续震荡走高。蔬菜价格受到物流缓解和天气炎热影响 7 月份开始回升，天气因素仍然主导市场价格变化。

从非食品价格来看，除车用燃料和旅游价格外，其他商品和服务类价格总体保持平稳。原油价格下行，车用燃料价格随之走低。

图 3：食品和非食品价格对 CPI 的拉动（%）



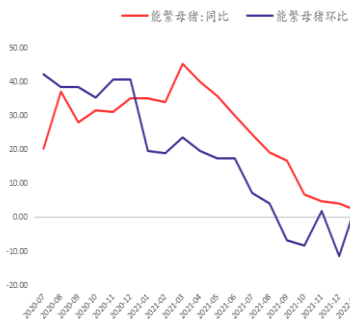
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、猪肉和蔬菜价格未来走高

2018-2022 年猪周期已经结束，生猪价格底部回升，新一轮猪周期开启。能繁母猪存栏同比稍有回升，近期母猪存栏环比回升了 3 个月。生猪去产能可能减缓，随着去产能的减缓，生猪价格逐步恢复正常。

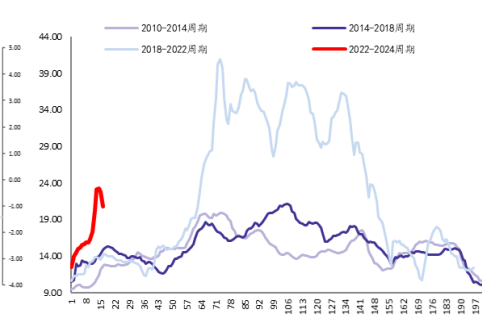
7 月份猪肉供给减少，需求虽然仍然较弱，但供给减少的速度更快，价格快速上行，预计下半年生猪价格下半年生猪价格回升。7 月份由于是消费淡季，价格出现上行，显示生猪供应暂时紧张，这种紧张可能持续至年末。预计本轮猪周期的价格高度可能在 2018-2022 年度的 50% 左右。

图 4：母猪存栏增速（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

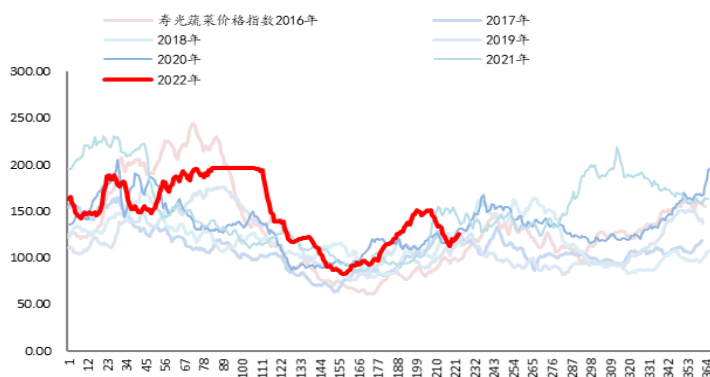
图 5：猪周期生猪价格对比（元/公斤）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

蔬菜价格受天气影响较大，物流对蔬菜价格的影响减弱。蔬菜价格在 7 月份持续上行，受到高温和雨水天气影响，蔬菜的生长和运输均有阻碍，7 月蔬菜价格是季节性回升。7 月份下旬蔬菜价格回落，蔬菜价格回归正常价格区间。8 月前 10 天蔬菜价格反弹，8 月份天气价格较好，预计蔬菜价格在历史区间内，8 月份蔬菜价格小幅回升。

图 6：蔬菜价格指数（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

三、全年通胀预期上行

7 月份 CPI 环比上行，食品价格带动了 CPI 的走高。7 月份水蔬菜、猪肉、粮油、水产品、鸡蛋价格上行，仅水果价格下行。7 月份蔬菜价格上行，但仍然在历史水平区间。7 月份生猪出栏下行，猪肉需求平稳，猪肉价格走高。7 月份原油价格震荡回落，暑假到来旅游价格上升。月份核心 CPI 环比小幅上行，同比回落，终端需求仍然较为疲软。

8 月份翘尾水平回升，达到 2.6%。食品价格方面，8 月份猪肉受到供给短缺的影响价格震荡，同时 8 月蔬菜价格走高。非食品价格方面，燃料价格预计下行，旅游价格平稳。8 月份预计 CPI 环比仍然小幅上行。

全年通胀预期上行，进入 2022 年下半年，通胀水平上升至 2.4% 左右：（1）新时期疫情控制状态下，物价上行可以预期，物流和人员阻断下对价格的影响仍然在观察；（2）猪肉供给陷入短缺，下半年猪肉需求逐步上行下，猪肉价格回升；（3）蔬菜价格已过最低点，下半年逐步回升。

尽管通胀水平在下半年走高，但暂时仍然无需担忧：（1）全球衰退正在上演，高昂的原油价格出现变化，原油价格水平下半年可能回落；（2）全球需求回落和中国需求疲软可能共振，终端需求的疲软拉低物价水平。

现阶段我国通胀仍然处于可控阶段，下半年翘尾水平上行，猪肉、蔬菜价格回升，预计 3、4 季度可能达到 2.4% 左右，全年 CPI 预计在 2.2% 左右，预计 2023 年上半年通胀水平会惯性上行至 2.9% 左右，带来更大的压力。

央行的货币选择显得尤为艰难，宽信用渠道受阻的情况下，央行的货币宽松效果不及预期。而美联储等外围市场收紧的条件下，央行的货币宽松也有所谨慎。央行在下半年通胀上行的过程中仍然会以经济增长和美联储选择为主，并不会因为通胀上行而使得货币政策有所变化。首先，通胀上行是蔬菜、猪肉、原油带来的，属于货币不可控因素。通胀水平虽然在下半年上行，但除个别月份，CPI 水平很难超过 3%。参考 2019 年 4 季度 CPI 上行至 5%，央行货币政策也仅是保持了观望。其次，稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，经济增长是主线，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。

图 7： 2022-2023 年 CPI 预测 (%)

CPI 预期

3.7

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_45166

