

## 结构性通胀挑战

【阅读提示】本文介绍了近期 CPI 上涨的原因。结合案例，什么是结构性通胀，总结近期导致 CPI 上涨与下降分别有哪些因素。结合实际与文中介绍的 CPI 传导逻辑，你认为未来短期、中期、长期 CPI 增速分别会有怎样的变化，给出你的理由。请针对案例写一页 A4 纸以内的 Memo，并于本周六（11 月 19 日）下午 18 点之前发到相应的小课助教的邮箱。

引言：需求不振减弱了通胀担忧，但新一轮猪周期启动、高温扰动粮食生产、成本压力逐渐传导，叠加不确定性提高，居民对通胀的感受或有不同。



2022 年 9 月 16 日，市民在连云港海州区一家零售超市选购商品，图：视觉中国

北京朝阳区的张女士最近持续感受到物价上涨：从 2022 年 8 月中旬开始，菜市场里常买的青菜，价格从原来的 5 块钱两把上涨到 7 块钱两把，有些品种甚至 7 块钱一把；公司楼下的日式餐厅里，原本工作日午间 48 元的定食套餐品种从十种左右减少到一种，其余种类价格涨到从 58 元到 98 元不等；常点的几家外卖餐馆，折扣产品价格上涨，可用会员红包金额缩水，原来 30 元左右一顿饭，现在要花费 40 元左右。

这一感受与统计数据相印证。国家统计局公布的 8 月居民消费价格指数（CPI）中食品价格上涨 6.1%，是总体增速的 2 倍还多，其中鲜菜价格上涨 6%，鲜果和猪肉价格同比涨幅则分别高达 16.3% 和 22.4%。

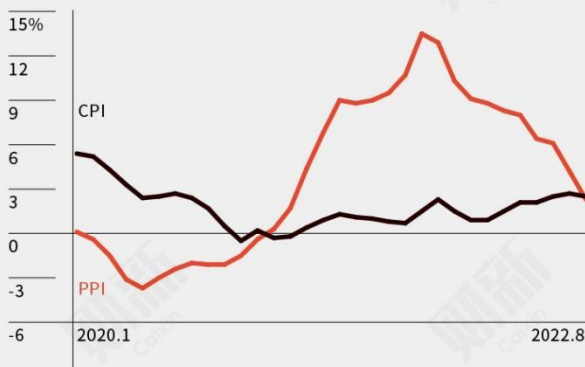
农业农村部公布的 9 月 16 日农产品批发价格 200 指数、“菜篮子”产品批发价格指数分别为 128.94、130.99，中秋节（9 月 10 日）后略有下降，但远高于 2021 年同期的 112.99、113.85。

不过，食品价格之外，扣除食品和能源价格的核心通胀持续处于低位，8 月 CPI 和工业生产者价格指数（PPI）表现均低于预期，PPI 同比增速 2021 年以来首次低

于CPI。市场普遍认为，未来数月在低基数的作用下，食品价格上涨可能带动CPI单月向上突破3%，但由于疫情影响接触性服务业、需求不足，核心通胀仍处低位；在全球经济将陷入衰退的预期下，大宗商品价格回落，PPI同比增速快速下行，不排除快速转负的可能。综合来看，未来中国通胀压力并不大。

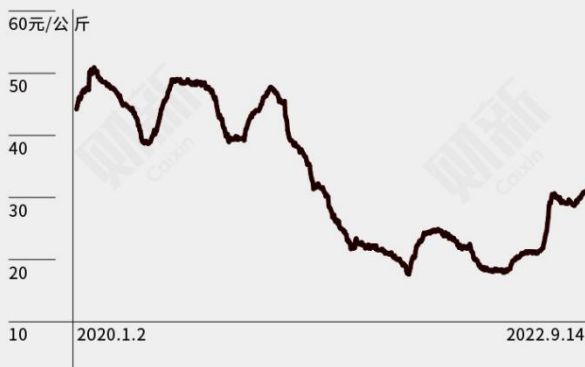
### CPI-PPI剪刀差转正

2020年以来中国居民消费价格指数和工业生产者价格指数同比走势



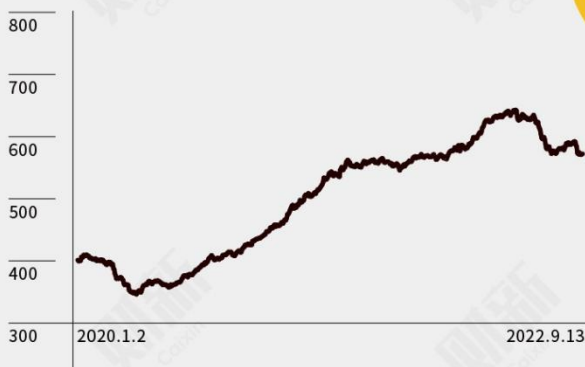
### 新一轮猪周期启动

2020年以来猪肉批发价格走势



### 商品价格高位回落

2020年以来路透商品研究局指数 (CRB) 走势



资料来源：CEIC



与此形成鲜明对比的是，近期欧美通胀居高不下，各国央行不得不加快加息的步伐，宏观政策陷入稳增长与抗通胀的两难局面。最近两年多来，各方逐渐形成共识：过去 20 年对平抑全球通胀发挥重要作用的全球一体化、劳动力供给充裕等红利已发生逆转，产业链重构成本增加，加之能源转型、供给不确定性增加，全球通胀中枢明显抬升。

在这样的外部环境下，作为全球生产工厂的中国，与作为主要消费市场的发达国家通胀走势，是否正在走向不同的方向？

央行在 2022 年二季度货币政策执行报告中提醒，虽然从基本面来看，中国具备保持物价水平总体稳定的有利条件，但也要看到，短期内结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在，多重因素交织下物价涨幅可能阶段性反弹。

央行认为，除了外部大环境已发生根本性变化，国内诸多因素叠加也将驱动通胀中枢阶段性抬升，包括疫情受控后未来消费复苏回暖，可能推动前期 PPI 上涨向 CPI 的传导加快；新一轮猪周期已开启；中国对石油、天然气等能源品的进口依赖度较高，能源进口成本攀升最终将体现为国内交通出行、相关产业链终端消费品等更广范围的价格上涨。

粤开证券首席经济学家罗志恒认为，中国物价走势正呈现三个新特征：总需求不足与结构性通胀压力并存、CPI 上行与 PPI 下行结合、供需关系上对通胀的影响从需求主导转变为供给主导。在他看来，当前中国面临的通胀主要来自供给面扰动，结构性通胀主要源于猪周期带动食品价格快速上行，输入性通胀主要来自极端气候、俄乌冲突等导致的全球能源和粮食价格波动。

他提醒，考虑到疫情后工作、收入不确定性提高，居民对物价上涨的容忍度下降，尤其是恩格尔系数较高的中低收入群体，涨价对他们生活的冲击更大。

一个需要关注的问题是，在过去一年多 PPI 快速上涨之后，上游产品价格涨幅回落，但总体仍处于高位，虽然前期从 PPI 到 CPI 的传导并不明显，在企业盈利持续承压、部分需求弹性较小的产品成本逐渐上涨的情况下，未来是否还会如此？

“对成本推动型的通胀风险不能掉以轻心。”中国发展研究基金会副理事长、全国政协经济委员会副主任刘世锦认为，在上世纪 90 年代摆脱短缺经济的困扰之后，中国的通胀主要不是来自需求拉动，而是成本推动。成本推动型的通胀在供给并不紧张甚至供给过剩的情况下，也可能会出现。

刘世锦称，这是一种比价关系的调整，本质上来讲是不同部门之间利益关系的调整。虽然短期内这种风险并不大，但还是需要关注和警惕，在政策上也应该有一定的储备。

### 新一轮猪周期

在以往多轮物价上涨中，猪肉价格都是急先锋，而且由于在 CPI 中占比较高，猪肉价格走势一定程度上决定了 CPI 涨幅高低。这一次也不例外。

根据农业农村部的数据，2022 年 4 月下旬以来，猪肉批发价格开始缓慢上涨，从 18.4 元/公斤左右上涨至 6 月中旬的 21.3 元/公斤左右，此后涨幅陡然加快，到 7 月中旬已经超过 30 元/公斤，受高温天气需求下降的影响，7 月下旬到 8 月中旬价格小幅回落，8 月下旬起重拾涨势，9 月 14 日达到 30.84 元/公斤。

银河期货农产品分析师陈界正对财新分析称，这一轮猪肉价格上涨，主要是两方面因素导致的：一是生猪产能周期确实到了，根据农业农村部的数据，2021 年 6 月以后，能繁母猪存栏量出现下降，从能繁母猪到生猪存栏量下降大概需要 10 个月左右的时间，今年 4 月左右生猪存栏量开始下降，产能减少推动猪价见底回升；二是养殖户主动压栏惜售。

“生猪的价格部分受存栏量影响，不过出栏量的影响更大。”陈界正表示，4 月以前养殖户对猪肉价格较为悲观，主动减少存栏量，4 月以后市场上大猪较少，养殖户看到猪价上涨后，开始主动压栏，一方面希望通过压栏增加生猪重量，另一方面等待价格进一步攀高后出售。“压栏带来的结果就是猪肉供应减少，这是 6 月到 7 月猪肉价格能出现大幅度上涨的最核心推动因素。”

从过往历史看，自 2006 年以来，中国经历了四轮完整的猪周期，平均每个周期持续四年左右。当猪肉价格上涨时，养殖户受高利润驱动，大量增加生猪产能，但供给一旦过剩，肉价就会下跌，养殖户进入去产能阶段，随后生猪供应减少，价格再度上涨，如此循环往复。上一轮猪周期始于 2018 年年中，距今正好四年左右，6 月下旬猪肉价格快速上涨之时，有分析认为，新一轮猪周期已经启动。

本轮猪周期中，价格上涨将持续到何时，达到何种水平？农业农村部猪肉全产业链监测预警首席分析师朱增勇对财新表示，这次猪价触底后短时间内就上涨到较高位置，这跟以前的猪周期有比较明显的区别。前期猪价的快速上涨也可能透支了后续的涨价空间。

他认为，本轮猪周期开启时，行业规模化水平明显提升，年出栏 500 头以上养殖户占比已经从 2007 年的 20% 左右提升到 2021 年的 62%，这意味着养殖户比以往更加理性，前期尽管猪价较低，能繁母猪存栏量下降较小，可能使本轮猪周期供给缺口略有收缩，或平抑部分价格涨势。

陈界正也表示，产业集中度大幅提升，在充足的数据和逻辑支撑下，养殖企业研判行情的能力更强，2021 年底部分企业逆周期补栏，将使这轮猪肉价格上涨周期短于以往。

除了供需关系，还需关注成本上升对猪肉价格的影响。朱增勇介绍，一般情况下，饲料占生猪养殖成本的 60%—65%。从 2020 年疫情开始，玉米和豆粕的价格出现了多轮上涨。除了本身需求量增加，国际供应链影响等也是推动饲料价格上涨的因素之一。此外，人工成本、防疫成本都在提升，“特别是在供给相对比较均衡或偏紧的时候，生产成本一定程度上会推高猪肉的价格”。

对未来猪肉价格，朱增勇预计，价格高点可能会出现在三季度，四季度供给相对比较充裕，价格会略有下降，但“在生产成本的支撑下，价格大幅上涨和明显回落的可能性都比较小，基本为窄幅波动”。

陈界正也认为，从季节性变化看，每年9月生猪价格往往会在消费增加的带动下出现高点，加之下半年生猪出栏量减少，所以三季度猪价都会处于较高水平，四季度略有回落，但在春节消费的支撑下，2023年初价格仍会处在高位。猪周期的核心影响因素——代表生猪产能的能繁母猪存栏量，5月起已经环比转正，按照周期性规律来看，猪价可能在2023年3月左右开始趋势性下跌。

### 干旱如何影响粮价

除了猪肉，粮食也是餐桌上不可或缺的一部分。新冠疫情暴发以来，国际粮价持续攀升，给部分国家居民带来较大压力。由于国内产量、储备相对充足，中国粮食价格相对平稳，罕见的干旱高温天气对粮食生产有哪些影响？

6月下旬以来，苏皖南部、湖北大部、浙江大部、江西东部、湖南中西部、四川盆地东部等地持续高温少雨，导致部分地区旱情显著发展，一季稻、玉米、晚稻等秋粮作物生长受到不同程度影响。

国家统计局数据显示，2021年全国粮食产量68285万吨，其中秋粮产量50887.8万吨，约占四分之三，秋粮能否丰收对全年粮食产量至关重要。

此次高温覆盖了中国主要的水稻种植区、部分夏玉米区以及棉花区。中信期货研报称，8月一季稻进入关键的孕穗抽穗期，对高温干旱敏感性较强，这一时期的种植条件对水稻产量有明显影响。而长江中下游流域（湖南、安徽、湖北、江西、江苏）是水稻的主产区，水稻播种面积占全国的48%，需要警惕极端高温干旱天气导致秋粮减产的风险。

浙江农业气象中心也称，部分地区出现严重的旱情，造成晚稻结实率降低、穗型小、空粒秕粒增加，影响稻谷品质和质量。

目前来看，水稻是此次干旱中受灾最为严重的主粮，但具体受影响程度还待观察。中华粮网评估称，本次灾情或导致国内水稻减产5%左右。

农业大数据平台布瑞克农产品集购网的研究总监林国发对财新表示，由于8月干旱强度大、时间长，对中稻产量有一定影响，但受影响的中稻占中国粮食产量比重相对不大。

水利部的统计显示，8月25日旱情高峰时，长江流域耕地受旱面积达6632万亩，而农业农村部调度显示，今年秋粮播种面积超过13亿亩。“受旱面积中还包含其他作物。”林国发估算称，约有10%的中稻产量受影响，目前来看基本不需担忧晚稻。“这部分产量下降对整体价格没有太大影响，因为这几年稻谷年年丰产，今年即使不丰产，也基本能稳产。”

中国农业科学院农业经济与发展研究所产业经济研究室主任钟钰则对财新表示，与台风相比，干旱对粮食生产的影响是可以通过打井抗旱、灌溉挖渠来缓解的，目前干旱对产量的影响还不好说，主要影响在于成本增加。

除了稻谷，玉米也是受天气影响的粮食之一。中泰证券农业研报称，夏玉米受灾面积小，但东北多雨叠加种植面积下滑，新季产量确定性下滑。

“今年国内玉米可能还是有一定缺口。”钟钰称，2021年玉米缺口至少4000万吨，而2022年估计为5000万吨左右。一方面生猪产能恢复，另一方面是有新工业项目开工。他估算，国内玉米消费中，约70%为饲用，25%为工业用途，余下5%左右为食用消费。

近年来，中国玉米进口依赖度持续提升，2021年达到10%，中信期货研报称，欧美地区极端高温干旱气候同样严重，玉米等作物减产明显，导致全球供给偏紧，进口增加会输入性影响加剧，国内玉米价格将随国际价格波动。同时，玉米作为饲料最主要的原料，还将通过饲料成本将价格波动传导至生猪价格上。

不过，中国粮食储备相对充足，对粮食价格有一定平抑作用。平安证券首席经济学家钟正生在研报中称，随着俄乌粮食回归国际市场、粮食贸易保护主义缓和、能源价格中枢下移或带动粮价回落、全球粮食供需缺口低于市场预期等因素的发展，国际粮价再度大涨的动力或不足。考虑到国内外粮价倒挂、中国主粮的库存和自给率均较高、多举措鼓励农民种粮等因素，国内粮价与国际相比涨价动能更弱。

### 大宗商品价格拐点？

近期市场对通胀担忧减弱，最主要的原因是大宗商品价格涨幅快速收窄。未来大宗商品价格走势将受到全球经济增长乏力和供给脆弱性增强两股相悖的力量的影响，谁将占据主导？

在全球经济复苏、供给受限的共同作用下，2020年下半年开始，大宗商品价格快速走高，全球历史最为悠久的商品指数——路透商品研究局指数（CRB）在2022年5月4日达到644.08的历史峰值，较2020年4月的近四年低点上涨超过85%。受此影响，从2021年1月开始，中国PPI同比增速转正且逐月上行，并在当年10月达到13.5%，创历史新高。此后随着保供稳产的推进，PPI涨幅开始回落，但在俄乌冲突加剧供给瓶颈的推动下，2022年上半年持续维持在高位，直到年中在美联储快速加息引发全球经济衰退担忧和中国房地产持续低迷等拖累下，7月国际大宗商品价格下跌，带动中国PPI增速快速回落，到8月已经超预期降至2.3%，2021年首次低于CPI。

北京工商大学证券期货研究所所长胡俞越对财新表示，2021年大宗商品价格经历两轮普涨，主要是供求错配造成的，是全球性现象；2022年大宗商品价格出现异常波动，主要是因为俄乌冲突，近期大跌则是需求下降，大宗商品吸纳流动性的作用削弱。



未来大宗商品价格走势如何？2022年6月创下近十年高点124美元/桶的布伦特原油价格，9月初一度跌破90美元/桶，仍明显高于疫情前的60—70美元/桶。金联创原油分析师奚佳蕊对财新分析称，目前对国际油价产生最大打压作用的是市场对全球经济衰退的预期。由于上半年地缘政治因素推动油价脱离基本面运行，近期原油价格处在挤泡沫的过程当中。目前来看，西方国家对俄罗斯的制裁或难持续，当市场排除了战争因素之后，价格开始理性地回归。

一位能源化工期货分析师也对财新称，近期国际油价下跌，主要由宏观因素驱动，基本面没有发生根本性变化，库存仍维持在低位且处于持续下降中。他认为，未来需要关注欧洲能源危机对原油需求的影响，如果天然气断供，欧洲重启部分燃油电厂，油气替代的需求也会增加。供给层面，年底欧盟能否对俄罗斯的石油禁运，伊朗能否重返原油市场，都值得关注。

综合各种因素，他预计，年内原油价格还会维持在高位，很难回到七八十美元以下的水平，甚至不排除重新上行的风险。

光大证券首席宏观经济学家高瑞东也认为，经历过6月下旬以来的持续调整，油价金融属性明显转弱、地缘政治属性边际收敛，开始回归商品属性。当前原油处在供给增量有限、需求恢复放缓的局面，全球原油去库存进程基本结束，预计价格缓慢回落，震荡中枢由此前预计的100美元/桶回落至90美元/桶。

2021年下半年中国PPI持续走高，一大驱动因素是煤炭价格。尽管保供稳价取得一定成效，高温干旱带来的水电短缺，可能带动火电需求增加，又增添了变数。中金公司研报预计，未来国内煤炭保供将从阶段性转向常态化。当前国内煤炭价格大幅低于国外价格，预计高价差将持续抑制进口量的增长。

中信证券研报称，尽管近期煤炭等黑色系价格稳中偏弱，但随着传统施工旺季的来临，叠加非电行业复产采购，或对黑色系商品的需求形成一定的支撑，后续可能存在一定上涨压力。

在罗志恒看来，未来大宗商品走势取决于流动性紧缩、需求端衰退、供给端冲击三方面因素。流动性紧缩节奏变化影响短期走势，中长期回归基本面定价；全球进入加息周期，需求下行趋势较为确定，大宗商品价格中枢将震荡下移；品种间供需预期差会产生结构分化，预计国际油价、国内煤价受供给约束影响相对偏强，工业金属价格受需求下行主导相对偏弱。

胡俞越提醒，作为全球主要的生产国，中国大量进口基础原材料，包括原油、铁矿石、有色金属、矿产品等，对大宗商品不仅要关注价格问题，还要关注供给安全，关注突发事件和地缘政治格局变化对国内大宗商品安全体系的影响。

### 成本上升能否传导

8月CPI、PPI双双低于预期之后，市场对通胀上升风险的担忧大大减弱。基本逻辑是，尽管食品价格可能上涨，但需求疲弱将压制核心通胀。

这固然有一定道理。8月核心CPI持平于0.8%，一方面疫情频发散发影响暑期出行，飞机票和交通工具租赁费价格不升反降；另一方面受经济下行和就业难影响，往年常见的毕业季房租上涨并未出现。而PPI涨势快速回落，除了需求疲弱、国际大宗商品价格回落传导至国内，最主要的因素还是高基数。尽管部分商品价格涨幅回落甚至转负，但价格绝对值仍明显高于疫情前。

2021年PPI向CPI的传导并不明显，上游涨价更多体现为挤压了下游的利润，上游价格持续偏高是否会改变这一局面？

一个需要关注的现象是，尽管生产资料PPI同比增速从2021年10月高点17.9%一路下行至2022年8月的2.4%，生活资料价格涨幅却不断加大，2022年6月和7月生活资料PPI均同比上涨1.7%，创2012年3月以来新高，8月轻微回落至1.6%，但仍处于高位，除了耐用消费品同比下降，食品、衣着和一般日用品类PPI近期均呈波动上行态势。这意味着上游价格涨幅逐渐向下游传导。与此相呼应的是，财新中国制造业采购经理指数（PMI）中，2022年6月以来，连续三个月出厂价格指数都出现中间品类和投资品类销售价格下降、消费品类售价上调的情况。

刘世锦称，成本推动性的通胀有可能在供给并不紧张甚至过剩的情况下出现，特别是粮食和能源等需求弹性很小、生产率提升慢的商品，从历史情况看，这类商品的涨价部分传导到CPI的空间并不小。

这一情况在粮食领域正在发生。“其实，合理的涨价也是正常的，每年成本都有增加。”钟钰7月、8月在江苏和黑龙江的调研都发现了成本推高粮食价格的情况。他对财新称，2022年江苏每亩小麦成本比2021年增加100元左右，小麦地头收购价达到每斤1.49元—1.5元，远高于托市价1.15元。黑龙江化肥、农药、种子和人工成本都明显上涨，推动粮食价格上涨20%—30%。

根据农产品价格指数，2022年8月集贸市场上的小麦价格同比上涨15.2%，为2005年3月以来最高。

尽管2022年实现CPI涨幅3%左右的年度目标已成定局，但在疫情后居民可支配收入增长放缓、不确定性增加的情况下，居民对食品、基本消费品价格上涨的感受，要远高于CPI数字，中低收入人群尤甚。

鉴于此，8月18日的国务院常务会议决定，2022年9月至2023年3月，阶段性调整价格补贴联动机制，将启动条件由CPI单月同比涨幅从3.5%阶段性降低为3.0%，同时保持CPI中食品价格同比涨幅达到6%时发放价格补贴等其他启动条件不变，满足任一条件即启动价格补贴联动机制；将领取失业补助金人员和低保边缘人口两类群体阶段性纳入保障范围。

国家发展改革委价值司司长万劲松称，这主要是考虑受疫情、灾情等影响，困难群众收入增长面临较多困难，对物价上涨的感受可能比较明显。现行价格临时补贴按月发放，如果保持启动条件不变，部分地区特别是西部地区可能因物价涨幅稍



低一些而不能启动机制发放物价补贴。按照降低后的启动条件，启动价格补贴联动机制的月份数量、启动地区都会明显增加，预计这期间各地将向困难群众发放价格临时补贴约 200 亿元，其中因扩大保障范围、降低启动条件而增加补贴发放约 70 亿元。