

# 通胀平淡：CPI 渐次回落，PPI 低位徘徊

## ——2023 年通胀展望

### 投资要点：

#### ► CPI 走势预测：短暂冲高回落，整体压力较小

2023 年 CPI 整体呈现震荡下行态势，Q1 受低基数以及猪肉价格冲顶影响或将短暂破 3%，随后震荡回落，全年中枢 2.0%，压力整体较小。

#### ► CPI 主要驱动因素价格分析与预判

**猪肉：**本轮猪价上涨或已接近尾声。1) 从周期角度看，本轮猪价涨幅约 80%，已接近前三轮涨幅均值（95%），后续继续上行的空间已相对有限；2) 从供给角度看，能繁母猪存栏同比于今年 5 月见底，按照能繁母猪领先猪价 12 个月推断，本轮猪价或在明年 Q2 逐步见顶。不过结合当前猪价表现出的淡季不淡特征来看，猪价见顶时间或将进一步提前至 Q1。

**油价：**原油价格或将高位震荡。虽然全球经济偏弱导致石油需求下降，但是 OPEC 产量的大幅下降以及俄罗斯原油供应的不确定性，会对油价产生一定支撑，预计未来油价将维持在高位震荡态势。WTI 原油 2023 年中枢约 89 美元/桶附近；布伦特原油 2023 年中枢约 95 美元/桶附近。

**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。

**服务：**国内疫情防控存在边际优化的可能，预计后续服务价格或将逐步企稳回升，对于 CPI 的拖累也将逐步减弱。

#### ► PPI 走势预测：保持低位震荡，Q3 后转正回升

2023 年，PPI 整体呈低位震荡态势，Q1 短暂回升后再度探底，8 月之后才会逐步转正，全年中枢-0.5%。

#### ► PPI 主要驱动因素价格分析与预判

**煤炭、钢铁：**煤炭价格调控机制开始运转，在政策的强力引导下，供需不平衡的状态得到有效缓解，煤炭价格也将继续保持相对平稳；钢材方面，随着房地产放松政策的不断加码以及基建实物工作的加快落地，对于钢材的需求可能会逐步回升，或将带动相关价格稳中有升。

**有色金属：**或将延续震荡下行态势。一方面，美联储加息节奏仍快以及非美经济相对弱势助推美元保持强势，而美元的强势会对以美元定价的有色等大宗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，并且没有企稳迹象，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。

### 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

宏观研究助理：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

## 正文目录

1. CPI 走势预测：短暂冲高回落，整体压力较小.....	3
1.1. 能繁母猪存栏同比见底，本轮猪周期上行或处尾声.....	3
1.2. 需求转弱、供给回落，原油价格或维持高位震荡.....	5
1.3. 鲜菜价格季节波动，服务业价格或将回升.....	8
2. PPI 走势预测：保持低位震荡，Q3 后转正回升.....	11
2.1. 保供政策调控引导，煤、钢价格相对平稳.....	12
2.2. 美元强势、需求转弱，有色或仍将震荡下行.....	12
3. 风险提示.....	14

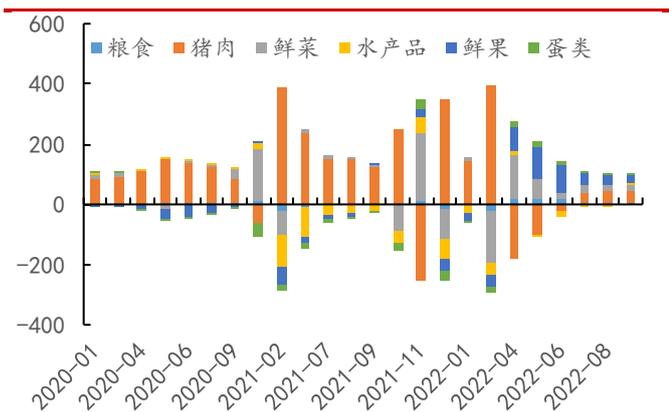
## 图表目录

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 食品分项同比与猪价同比走势基本一致(%).....	3
图 4 非食品同比与服务、原油同比走势基本一致(%).....	3
图 5 2006 年以来，我国大致经历了四轮猪周期.....	4
图 6 能繁母猪存栏同比领先猪价 12 个月左右.....	5
图 7 今年 10 月猪价继续上涨，淡季不淡(元/kg).....	5
图 8 2023 年全球石油消费增长转弱(百万桶/天).....	6
图 9 2023 年主要国家石油需求预测(百万桶/天).....	6
图 10 2023 年全球石油产量预期(百万桶/天).....	7
图 11 主要国家原油产量占比(%).....	7
图 12 2023 年主要国家石油产出预测(百万桶/天).....	7
图 13 OECD 原油储备处于历史低位(天).....	7
图 14 EIA 预测的原油供需基本面(百万桶/天).....	8
图 15 2023 年原油价格或在高位震荡(美元/桶).....	8
图 16 鲜菜价格呈现明显的季节性波动特征.....	9
图 17 今年以来 CPI 服务分项当月同比连续下行(%).....	10
图 18 国际航班执行梳理企稳回升(架次).....	10
图 19 假期国内旅游出游人数恢复相对缓慢.....	10
图 20 2023 年 CPI 同比走势预测(%).....	11
图 21 动力煤价格趋于平稳，焦煤价格高位震荡.....	12
图 22 钢材价格或将稳中有升.....	12
图 23 联储加息阶段美元往往相对强势.....	13
图 24 美联储加息终点目标大概为：4.75%-5%.....	13
图 23 强势美元将会压制大宗价格.....	13
图 24 全球制造业 PMI 走弱带动有色价格回落.....	13
图 24 2023 年 PPI 同比走势(%).....	14
表 1 过去四轮猪周期.....	4
表 1 五大行业占 PPI 权重及对 PPI 贡献.....	11

## 1. CPI 走势预测：短暂冲高回落，整体压力较小

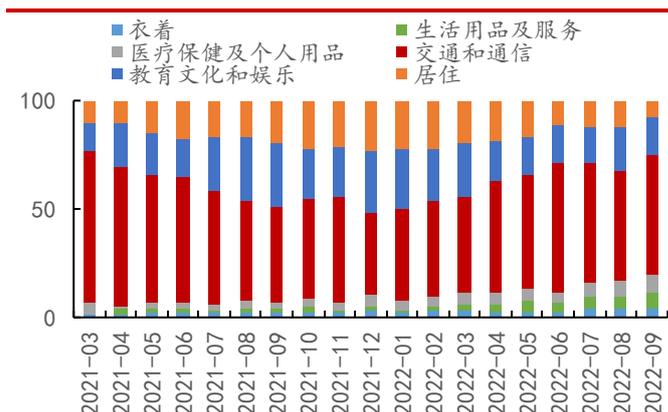
对于 CPI 未来走势的判断，核心是对其主要驱动因素价格走势进行判断。从各分项对 CPI 的贡献率可以看出，CPI 食品烟酒分项受猪肉和鲜菜价格影响较大，而 CPI 非食品烟酒分项受原油价格以及服务业价格影响较大。

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(%)



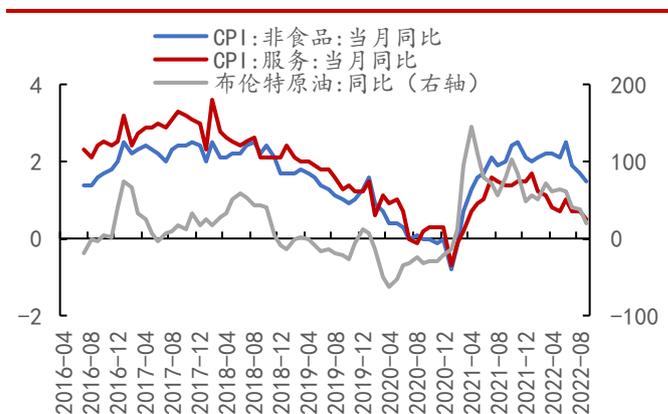
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 食品分项同比与猪价同比走势基本一致(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 非食品同比与服务、原油同比走势基本一致(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

### 1.1. 能繁母猪存栏同比见底，本轮猪周期上行或处尾声

自 2006 年以来我国共经历了四轮较为完整的猪周期。由于我国居民猪肉需求相对稳定，因此每轮猪周期的轮动基本都由供给驱动。

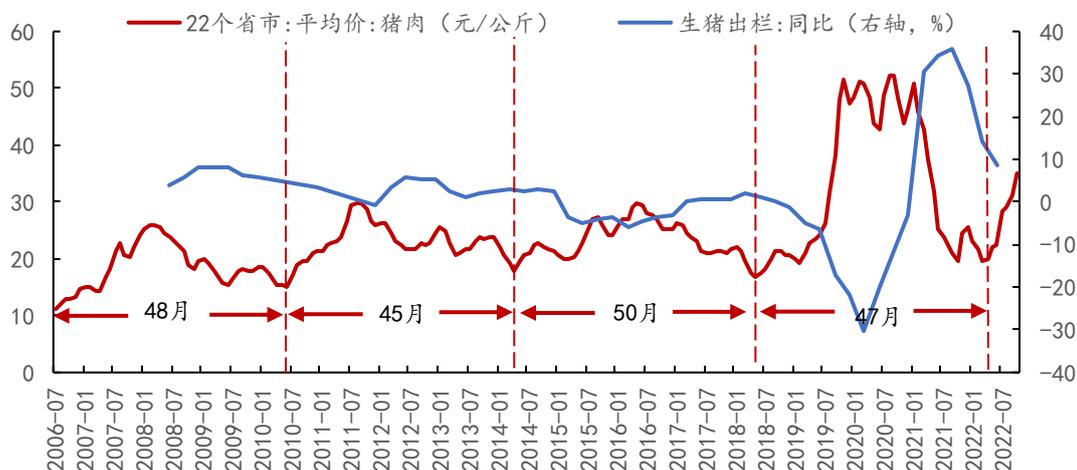
**第一轮：2006/06-2010/06。**本轮猪周期的诱发因素是 2006 年夏季开始蔓延的猪蓝耳病，叠加 2004-2005 年因猪价处于低位，猪企和养殖大户淘汰了大量能繁母猪，造成生猪出栏明显减少，进而带动猪价上涨。本轮周期历时 48 个月，猪肉价格最高涨至 25.9 元/公斤，涨幅约 123%。

**第二轮：2010/06-2014/03。**本轮猪周期的诱发因素同样是流行病，自2010年夏季开始的猪口蹄疫、猪流感（H1N1）等流行病散发，造成大量生猪被扑杀，进而生猪出栏量减少，猪价上涨。本轮周期历时45个月，猪肉价格最高涨至29.8元/公斤，涨幅约96%。

**第三轮：2014/03-2018/05。**本轮猪周期除了受猪丹毒蔓延影响外，还与自2014年开始实施的较为严格的环保禁养规定有关，不少散养户因不满足环保要求逐步退出市场，造成生猪供给的相对紧张，带动了猪价的上涨。本轮周期历时50个月，猪肉价格最高涨至29.9元/公斤，涨幅约70%。

**第四轮：2018/05-2022/04。**本轮猪周期主要与非洲猪瘟的蔓延有关，中国政府网披露的数据<sup>1</sup>显示，自2018年8月初发生非洲猪瘟到2019年7月全国25个省区疫区解除封锁，期间全国共发生猪瘟疫情143起，扑杀生猪116万余头。受此影响，生猪出栏量大幅下降，同比增速降至-30%，带动猪肉价创下历史新高。本轮周期历时47个月，猪肉价格最高涨至52.1元/公斤，涨幅约212%。

图5 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

表1 过去四轮猪周期

轮次	区间	持续时间	上涨区间	持续时间	下跌区间	持续时间
1	2006/06-2010/06	48月	2006/07-2008/03	21月	2008/03-2010/06	27月
2	2010/06-2014/03	45月	2010/06-2011/09	15月	2011/09-2014/03	30月
3	2014/03-2018/05	50月	2014/03-2016/04	25月	2016/04-2018/05	25月
4	2018/05-2022/04	47月	2018/05-2020/08	27月	2020/08-2022/04	20月

资料来源：华西证券研究所

从周期角度看，本轮猪价涨幅已经较大，后续继续上行空间相对有限。最新一轮猪周期始于2022年4月，本轮猪周期受外界干扰因素相对较小，主要由供需矛盾推动。猪肉价格从4月的19.6元/公斤上升至10月的35.2元/公斤，涨幅约80%。从历史周期来看，本轮猪价涨幅已接近前三轮涨幅均值（95%），后续继续上行的空间已相对有限。

1 截至2019年7月3日，全国共发生非洲猪瘟疫情143起。[http://www.gov.cn/xinwen/2019-07/04/content\\_5406088.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2019-07/04/content_5406088.htm)

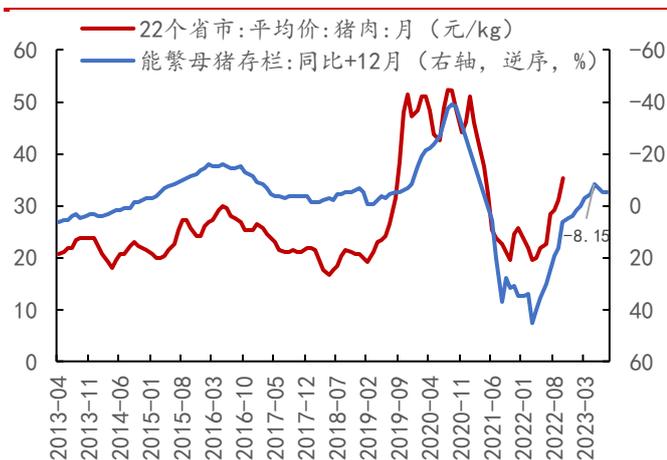
从供给端来看，能繁母猪存栏同比见底，同样预示本轮猪价上涨或接近尾声。能繁母猪存栏量是预判猪价走势的核心指标，从生猪的养殖周期来看，完成引入能繁母猪→配种→产仔→育肥→出栏整个过程需要经历大概 12 个月，而出栏的生猪数量则会直接影响猪肉价格，因此能繁母猪存栏量领先猪价大概 12 个月。

2022 年 5 月，能繁母猪存栏同比-8.15%，到达阶段性底部，6-8 月同比降幅均逐月收窄，8 月收窄至-4.8%，按照能繁母猪领先猪价 12 个月推断，本轮猪价或在明年 Q2 逐步见顶。不过结合当前猪价表现出的淡季不淡特征来看，猪价见顶时间或将进一步提前至 Q1。

10 月国庆、中秋之后本应是猪肉需求淡季，猪价往往会有所回落，过往几轮猪周期均呈现这一特征。不过今年 10 月猪肉价格却进一步走高，养殖户的压栏惜售以及二次育肥或是造成这一现象的主要原因。不过压栏惜售以及二次育肥会透支猪肉价格，加快猪价的见顶时间。因此，我们判断猪价见顶时间或将进一步提前至 Q1。

综合周期和供给两个角度判断，我们认为明年 Q1 猪价或将阶段性见顶，随后逐步回落，价格中枢在 28 元/公斤左右。

图 6 能繁母猪存栏同比领先猪价 12 个月左右



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 7 今年 10 月猪价继续上涨，淡季不淡（元/kg）



资料来源：WIND，华西证券研究所

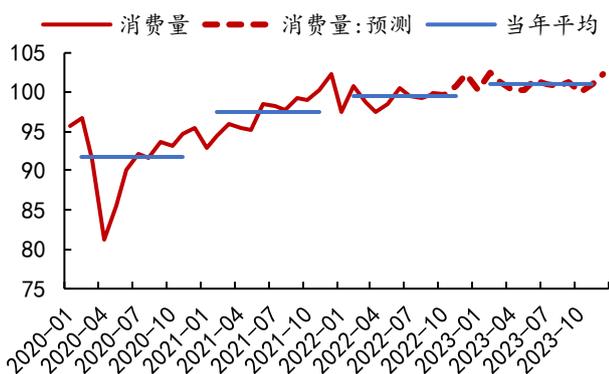
## 1.2. 需求转弱、供给回落，原油价格或维持高位震荡

从需求端来看，全球经济疲软导致石油需求转弱。当前，全球经济已经进入了“高度不确定”时期，发达国家通胀高企、地缘政治紧张加剧、新冠疫情仍在持续，均给世界经济复苏蒙上一层阴影。国际货币基金组织（IMF）在 10 月的《世界经济展望》中将明年全球经济增速预期从 2.9% 下调至 2.7%<sup>1</sup>。

全球经济疲软背景下，原油需求也随之转弱。EIA 在 10 月的市场报告中预计 2022 年全球石油需求为 9956 万桶/日，预期增速为 2.2%，较 2021 年 6.2% 的增速显著下滑；对于 2023 年，EIA 预计全球石油需求为 10104 万桶/日，增速较 2022 年进一步下降 0.7 个百分点，至 1.5%。

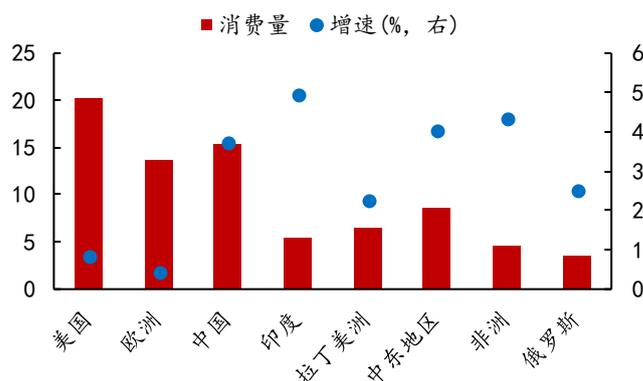
<sup>1</sup> <https://www.imf.org/zh/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>

图 8 2023 年全球石油消费增长转弱(百万桶/天)



资料来源: EIA, 华西证券研究所

图 9 2023 年主要国家石油需求预测 (百万桶/天)



资料来源: OPEC, 华西证券研究所

**OPEC+ 大幅减产以及俄罗斯原油供给不确定背景下，全球原油供给增速显著回落。**  
EIA 预计 2023 年全球石油产量约为 1 亿桶/天，预计增速为 0.83%，较前月下降 0.4%，显著低于 2022 年 4.19% 的预期增速。预期增速的回落主要来自 OPEC 的大幅减产，以及俄罗斯原油供应的不确定性增加。

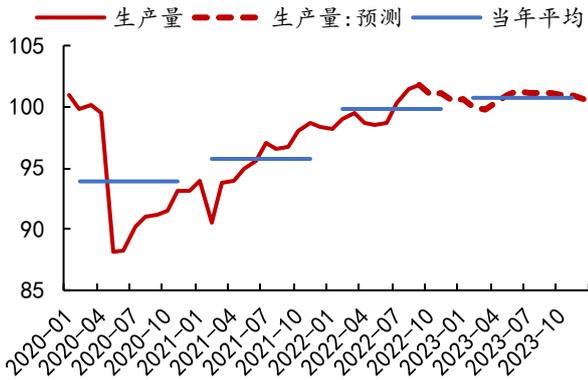
10 月 5 日，OPEC+ 宣布减产 200 万桶/天，约占当前生产计划的 4.6%。其中，OPEC 十国减产 127.3 万桶/天，而以俄罗斯为首的“+”国家减产 72.7 万桶/天。该减产计划将持续到 2023 年底。EIA 预测 2023 年 OPEC 国家原油产量为 3437 万桶/天，较 2022 年仅小幅增长约 0.9%。

**俄乌冲突走向长期化，俄罗斯未来原油供给面临较大不确定性。**10 月 5 日，欧盟成员国批准了新一轮对俄制裁草案，其中包括对俄石油设定价格上限。结合之前通过的欧盟对俄罗斯海运原油禁运计划也将于 12 月开始生效，使得俄罗斯未来的石油供给将面临较大的不确定性。EIA 预测 2023 年俄罗斯产量为 930 万桶/天，较 2022 年下降约 150 万桶/天，降幅约为 14.2%。

**在 OPEC 减产背景下，美国或成为明年石油供应增长的主要驱动力量。**根据 BP 数据，美国在世界总产量占比不断上升，2021 年达到了 18.5%。EIA 最新报告中预计美国原油产量在 2022 年为 1170 万桶/天。同时预计 2023 年美国原油产出增速为 4.6%，达到 1240 万桶/天，创历史新高。

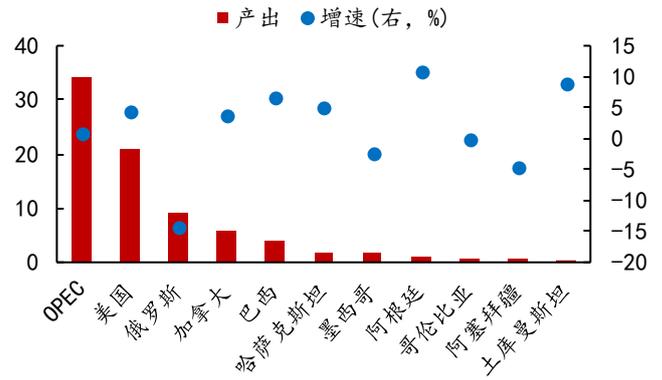
**美国新增的原油产量几乎全部由页岩油贡献，**根据 OPEC 预测，2023 年美国页岩油产量约为 866 万桶/天，较 2022 年增加 80 万桶/天，传统的原油以及墨西哥湾原油增量比较有限。从钻井数量来看，今年以来新井数量持续增加，已钻未完井数量也有触底回升的迹象，对美国页岩油产量产生一定支撑。

图 10 2023 年全球石油产量预期 (百万桶/天)



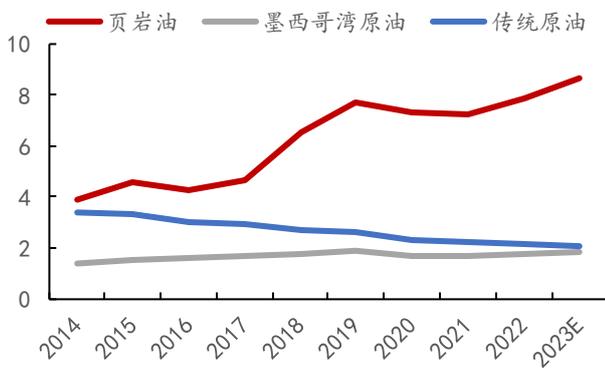
资料来源: EIA, 华西证券研究所

图 11 2023 年主要国家石油产出预测 (百万桶/天)



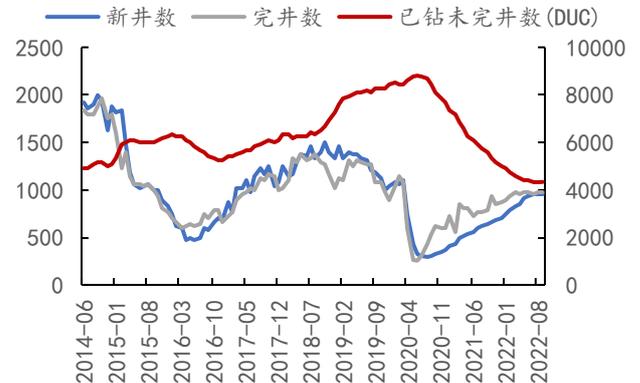
资料来源: EIA, 华西证券研究所

图 12 美原油增加量主要由页岩油贡献 (百万桶/天)



资料来源: OPEC, 华西证券研究所

图 13 美国页岩油新井数量逐月回升 (口)

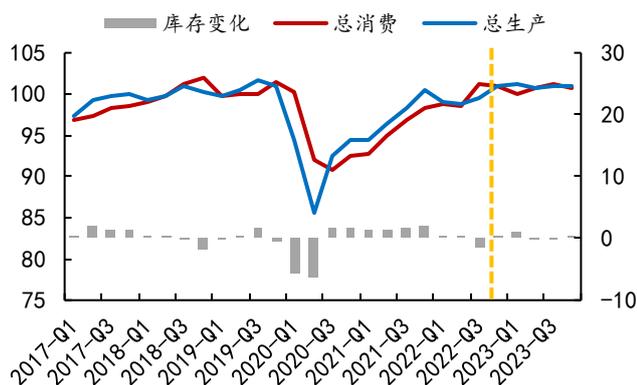


资料来源: WIND, 华西证券研究所

综合供需两个方面来看，未来油价或维持高位震荡态势。虽然经济增长偏弱导致石油需求下降，但是供给端 OPEC 产量的大幅下降以及俄罗斯原油供应的不确定性，将会对油价产生一定支撑，预计未来油价将大体维持在高位震荡。

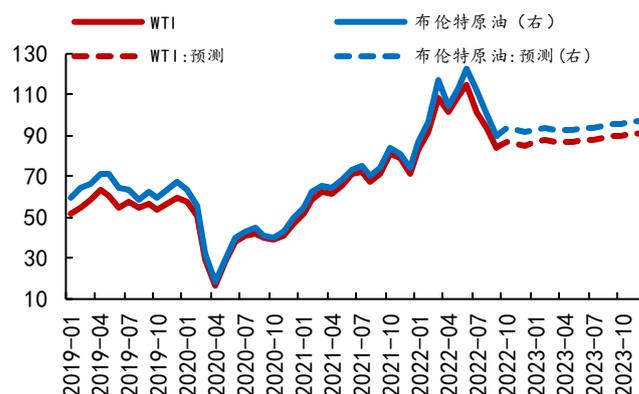
根据 EIA 的预测，2023 年初原油供需走势小幅分离，需求走高供给下降，而后在明年三季度重回平衡。据此，EIA 预测 WTI 原油价格在 2022 年 12 月为 85 美元/桶，2023 年回升到平均 89 美元/桶附近；布伦特原油 2023 年均价则将维持在 95 美元/桶附近。

图 14 EIA 预测的原油供需基本面 (百万桶/天)



资料来源: EIA, 华西证券研究所

图 15 2023 年原油价格或在高位震荡 (美元/桶)



资料来源: EIA, 华西证券研究所

### 1.3. 鲜菜价格季节波动，服务业价格或将回升

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。不过，如果遇到类似去年 10 月北方大面积持续降雨、秋季温度下降过快等因素也会出现反季节的上涨；

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。

今年以来，蔬菜价格整体高于往年同期。3-5 月主要是受到国内疫情扰动，而 6-9 月则是因为极端的高温干旱天气，对于蔬菜的生产、运输产生了一定影响。往后看，随着扰动因素的减弱，蔬菜价格的波动也会逐步回归至正常区间。

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\\_47768](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47768)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>