

宏观点评报告

2022年11月9日

## 基数拉低通胀，2023年通胀水平小幅抬升

### 2022年10月通胀点评

#### 核心内容：

#### 分析师

- **基数拉低通胀，核心CPI仍然低迷**本月CPI翘尾水平2.0%，比上个月回落0.5个百分点，基数下降是本月通胀下降的主要原因。通胀环比上行，食品价格小幅上行，非食品价格平稳。10月通胀环比上行主要是由于食品价格带动的：(1)食品方面，蔬菜平均价格回落，猪肉价格继续走高，供给仍然紧张；其他食品方面，水产品、水果价格下行，鸡蛋价格回升；(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1.1%，而旅游、家用器具、服装以及其他用品服务价格均上行。
- **全年通胀预期平稳**通胀水平预计在2.1%左右：(1)疫情控制状态下物价上行已经完成，但需求仍然受到压制，物价仍然保持低水平；(2)猪肉的供给和需求已经显现，猪肉价格快速走高，价格涨幅已经达到平衡区域；(3)蔬菜价格会在年末走高，但翘尾水平在4季度回落。
- **2023年通胀水平比2022年上行，上半年幅度高于下半年**(1)2023年基数水平高于2022年；(2)封控好转会到来需求水平的上行，而部分行业在封控下低水平运行，供给的增加会弱于需求，从而带来价格快速走高，如旅游、住宿等行业；(3)猪肉价格会在2023年上半年维持高位，猪肉价格整体水平高于2022年；(4)原油价格充满不确定性，但是2023年上半年可能维持高位。2022年CPI预计在2.1%左右，2023年2.5%左右。
- **货币政策不受干扰**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。美联储收紧停滞后，央行货币政策的掣肘减弱，反而利于更宽松的货币政策出台。稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，在稳增长效果不明之前央行不会改变货币政策基调。
- **PPI受基数影响继续下滑，下游出厂价格上行**10月PPI同比下行受到基数影响，PPI环比上行：(1)国际原油受到供给影响，价格有所回升，但并没有传递至出厂价格；(2)煤炭期货价格回升，出厂价格继续走高。下游投资继续疲软，钢材、水泥等行业需求相对较弱；(3)下游价格分化，医药、食品、农副产品价格上行，纺织、汽车下滑。

PPI基数水平2023年回落，PPI同比可能在0.2%左右：(1)2022年的基数水平较高，拉低了全年PPI；(2)2023年受到需求回落的影响，能源价格随之回落会带动PPI下滑；(3)下游开工稍有好转，黑色系产品价格有所回升；(4)国内需求回升，带动终端产品价格小幅上行。

预计11月份PPI环比小幅上行，11月份PPI水平在-1.1%左右。2022年PPI全年预计在4.3%左右，受到基数影响，2023年PPI预计在0.2%左右。

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

## 一、基数拉低通胀，核心CPI 仍然低迷

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比回升，核心CPI 平稳，10 月份 CPI 同比回落。10 月份 CPI 同比增速 2.1%，比 9 月份下行 0.7 个百分点。10 月份 CPI 环比小幅上行；其中食品价格环比上行 0.1%，非食品价格平稳。核心 CPI 同比增速 0.6%，环比上行 0.1%。

图 1：CPI 同比持平 (%)

图 2：基数影响加大 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

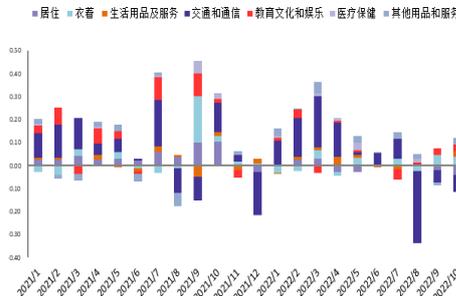
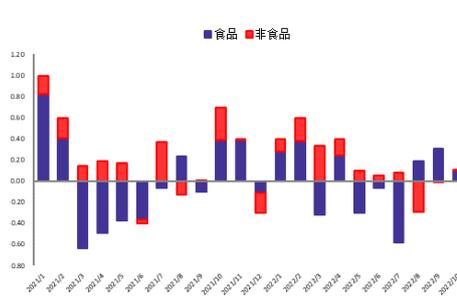
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 2.0%，比上个月回落 0.5 个百分点，基数下降是本月通胀下降的主要原因。通胀环比上行，食品价格小幅上行，非食品价格平稳。10 月通胀环比上行主要是由于食品价格带动的：（1）食品方面，蔬菜价格 10 月份下行 4.5%，蔬菜平均价格回落；10 份猪肉价格上行 9.4%，猪肉价格重新走高，供给仍然紧张；其他食品方面，水产品、水果价格下行，鸡蛋价格回升；（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 1.1%，而旅游、家用器具、服装以及其他用品服务价格均上行。

从食品价格来看，猪肉供给受阻，继续带动猪肉价格上行，猪肉消费旺季到来，预计春节前仍然上涨。蔬菜价格回落，天气因素好转，冬菜陆续上市压低蔬菜价格。

从非食品价格来看，除车用燃料外，其他商品和服务类价格均出现小幅上行。服装价格季节性走高，持续性不强。原油价格下行，车用燃料价格跟随下跌。

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、猪肉价格小幅走高，蔬菜价格未来季节性回升

2018-2022年猪周期已经结束，生猪价格底部回升，新一轮猪周期已经到来。能繁母猪存栏同比稍有回升。生猪产能开始小幅上行，生猪出栏预计很快上行。

10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，价格仍然上行。10月份消费慢慢回暖，价格出现上行，显示生猪供应紧张，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，现阶段价格可能处于平衡区域。

猪肉消费旺季即将到来，猪肉价格可能在高位平稳。随着生猪出栏量上行，猪肉价格春节后可能回落。

图4：母猪存栏增速（%）



图5：猪周期生猪价格对比（元/公斤）

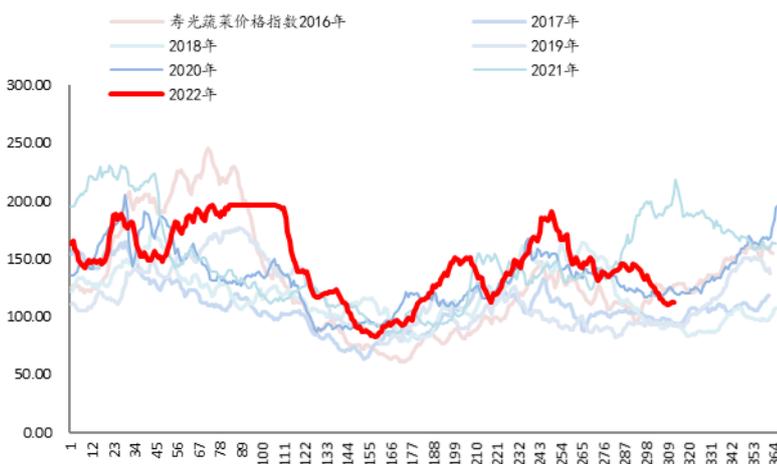


资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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9月份受到天气和封控的影响，蔬菜价格走高，10月份蔬菜价格回归历史价格区间。11月份蔬菜价格到达价格低点，随着天气转凉，冬菜上市结束，蔬菜价格会迎来上行。

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、通胀保持温和

10 月份 CPI 环比小幅上行，食品价格带动了 CPI 走高。10 月份蔬菜、水果、水产品价格下行，猪肉、粮油、鸡蛋价格上行。10 月份蔬菜价格下行有冬菜上市的影响，10 月份猪肉价格涨幅仍然较大，猪肉价格未来可能高位震荡。10 月份原油价格震荡回落，供给逐步充足和需求走弱使得原油价格处于回落状态。10 月份核心 CPI 环比小幅上行，但终端需求仍然较为疲软。

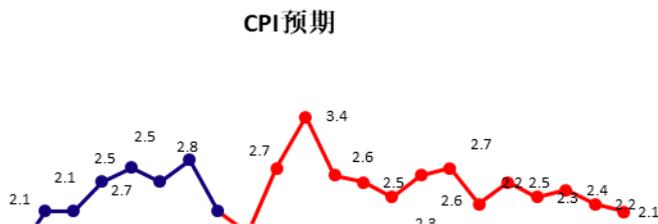
11 月份翘尾水平回落至 1.7%。食品价格方面，11 月份猪肉受到供给短缺的影响价格仍然震荡上行，同时 11 月份蔬菜价格小幅回落。非食品价格方面，燃料价格预计上行，旅游价格回落，其他价格平稳。11 月份预计 CPI 环比小幅上行。

全年通胀预期平稳，通胀水平预计在 2.1% 左右：（1）疫情控制状态下物价上行已经完成，但需求仍然受到压制，物价仍然保持低水平；（2）猪肉的供给和需求已经显现，猪肉价格快速走高，价格涨幅已经到达平衡区域；（3）蔬菜价格会在年末走高，但翘尾水平在 4 季度回落。

2023 年通胀水平比 2022 年上行，上半年幅度高于下半年：（1）2023 年基数水平高于 2022 年；（2）封控的好转会到来需求水平的上行，而部分行业在封控状态下低水平运行，供给的增加会弱于需求，从而带来价格快速走高，如旅游、住宿等行业；（3）猪肉价格会在 2023 年上半年维持高位，猪肉价格整体水平高于 2022 年；（4）原油价格充满不确定性，但是 2023 年上半年可能维持高位。2022 年 CPI 预计在 2.1% 左右，2023 年 2.5% 左右。

央行的货币选择不会随着通胀起舞，我国通胀全球来看属于低水平，从自身来看，需求不畅导致核心通胀较低，央行并不担心通胀。现阶段央行面临的问题是宽信用渠道受阻，央行的货币宽松效果不及预期。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。美联储收紧停滞，央行货币政策的掣肘减弱，反而利于更宽松的货币政策出台。稳增长措施仍然在实施过程，稳增长效果处于观察期，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 (%)



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\\_48627](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48627)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>