



宏观专题

通胀整体可控但仍需警惕上行风险 ——2023 年度展望之通胀篇

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

李昌萌

资格编号: S0120122070034

邮箱: licm@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **核心观点:** 疫情防控进一步优化和政府部门加杠杆稳增长后, 明年内需将缓慢修复, 国内通胀整体维持平稳, 失控风险不大。明年上半年, PPI 将经历暂时的通缩, 下半年有所回升, 全年增速预计为-0.5%。CPI 方面, 核心 CPI 将随着内需修复, 但猪价前高后低、油价因今年高基数而同比下降, CPI 上行风险仍较小, 预计全年增速 2%左右。
- **PPI:** 原油方面, 今年四季度至明年一季度原油价格大概率将因为 OPEC+的原油减产以及欧美对俄制裁而维持高位, 二季度开始原油价格走势的主要影响因素将从供给端转回需求端, 美国经济的实际衰退将使原油需求大幅下滑, 带动油价回落; 动力煤方面, 短期内随着需求的回升以及欧洲能源危机的影响动力煤价格将小幅走高, 明年二季度开始将回落并保持平稳; 铜方面, 短期内铜价或将因较乐观的情绪以及库存的低水平而维持高位, 而在明年二季度将随着海外需求的大幅下滑而面临较大的下行压力; 螺纹钢方面, 随着后续房地产市场的逐步修复, 螺纹钢需求预计将明显回升, 价格将保持平稳回升的态势。基于原油、动力煤、铜和螺纹钢四种期货价格走势的测算, 乐观情况下(欧美对俄制裁较轻, 原油价格显著回落)明年四个季度 PPI 同比增速分别为-0.5%、-1.5%、0%和 0.2%, 全年为-0.5%左右。而中性(制裁程度中性, 原油价格震荡回落)和悲观(制裁程度严厉, 原油价格再度走高)情况下全年 PPI 均值约为-0.2%和 0.2%。
- **CPI:** (1) 将整体 CPI 分为食品、能源、核心 CPI 三大部分, 对应的猪肉价格、原油价格和居民收入情况是决定 CPI 走向的三个主要因素。(2) 不论从能繁母猪存栏量同比指标的领先关系来看, 还是从供求基本面来看, 我们预计明年猪肉价格在一二季度见顶后, 下半年将趋于下降, 食品 CPI 上行风险较小。(3) 居民收入领先于核心 CPI, 预计明年前两个季度核心 CPI 同比仍偏低, 但随着居民收入改善和疫情防控优化, 全年呈逐步回升态势。(4) 基于猪价、油价和核心 CPI 三因素的测算, 明年四个季度 CPI 同比增速分别为: 2.6%、2.4%、1.4%、1.5%, 全年为 2.0%左右。如果三项 CPI 偏低, 整体 CPI 可能降至 1.7%左右; 如果需求复苏超预期, 整体 CPI 可能抬高至 2.4%左右。
- **需警惕通胀上行风险:** CPI 方面, 最大的变局来自疫情防控优化后, 消费需求修复进度和强度超预期。此外, 4 月以来通胀水平并未随着货币宽松而抬高, 核心 CPI 反而越来越低, 未来如果消费需求强劲释放, 叠加货币宽松的滞后效应, 更有可能

触发通胀风险，对此需要密切关注；PPI 方面，目前俄乌冲突前景仍不明朗，欧美对俄制裁可能会使能源价格再次冲高。此外，在当下能源转换以及疫情导致的劳动力供给永久损失的背景下，本轮供需矛盾推升的欧美主要经济体通胀或具有较强黏性，全球高通胀环境的持续时间或超预期，输入性通胀的压力依然存在。

- **风险提示：** 原油等大宗商品出现供给侧冲击；疫情防控政策优化后，国内需求修复超预期，带动 CPI 上行；海外通胀黏性加大输入型通胀压力。

内容目录

1. PPI：前三季度波动下行，四季度回升转正	4
1.1. 俄乌冲突扰动下能源价格位于高位	4
1.2. 基于主要行业价格变动的 PPI 走势定量分析	5
1.2.1. 原油价格的矛盾将转为需求端	5
1.2.2. 煤价价格将趋于稳定	8
1.2.3. 铜价或将随海外需求下滑而回落	9
1.2.4. 房地产修复情况主导螺纹钢价格走势	10
1.3. 基于期货价格的 PPI 走势定量预测	10
2. CPI：猪肉价格见顶下行，核心 CPI 修复	11
2.1. 决定 CPI 的三个因素	11
2.2. 猪周期怎么看？	13
2.3. 2023 年 CPI 展望	16
3. 明年通胀变局可能来自何方？	16
3.1. PPI：地缘政治冲突下能源价格或再度走高	16
3.2. CPI：密切关注货币宽松的滞后效应	17
4. 风险提示	18

图表目录

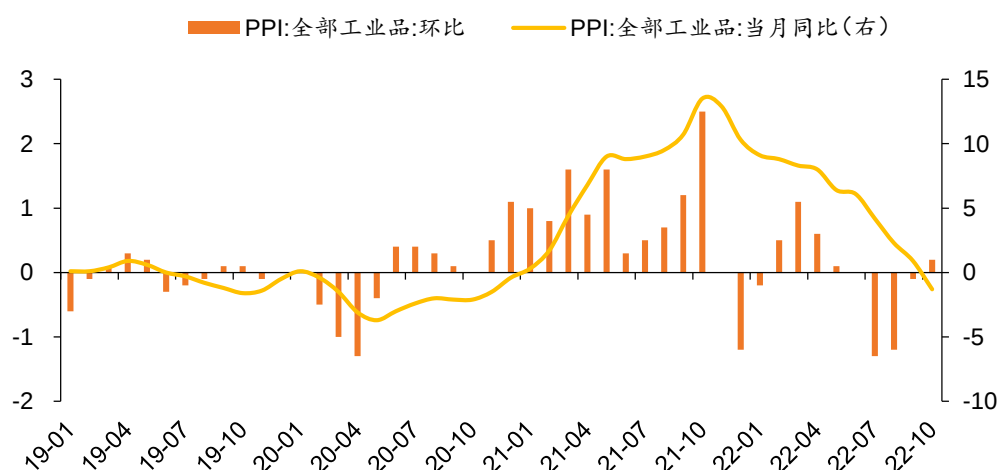
图 1: 今年以来 PPI 快速回落 (%)	4
图 2: 石油价格是影响今年以来 PP 走势的主要因素	4
图 3: 2014 年以来各行业对 PPI 影响	5
图 4: 欧佩克原油产量正逐步恢复至疫情前水平	6
图 5: OPEC+宣布后续将进行减产 (万桶/天)	6
图 6: 明年 OPEC 原油剩余产能将有所回升 (百万桶/天)	6
图 7: 美国油井新钻增速减缓	7
图 8: 明年原油产量预期有所下滑	7
图 9: 美国、俄罗斯和 OPEC 贡献了 60%以上的原油产量	7
图 10: 原油需求增速预期持续下调 (万桶/日)	8
图 11: 今年以来动力煤期货价格趋于稳定	8
图 8: 年末动力煤供需缺口有所扩大 (万吨)	8
图 13: 我国进口铜占全球 30%	9
图 14: 全球铜库存位于低位 (吨)	9
图 15: 美元指数走高压制铜价	9
图 16: 全球制造业 PMI 与铜价走势较为一致	9
图 17: 新开工面积决定螺纹钢需求	10
图 18: 通过期货价格拟合 PPI 准确度较高 (%)	11
图 19: 2023 年 PPI 预测走势	11
图 20: 八类分项对 CPI 的影响	12
图 21: 食品 CPI、交通通信 CPI 走势	12
图 22: CPI 与核心 CPI 走势	12
图 23: 猪肉价格主导食品 CPI	13
图 24: 油价主导交通通信 CPI	13
图 25: 核心 CPI 更偏向服务类 CPI	13
图 26: 居民收入主导核心 CPI	13
图 27: 今年 5 月开始猪肉价格经历了一轮持续快速上涨	15
图 28: 能繁母猪存栏量变动	15
图 29: 能繁母猪存栏量同比对猪价同比的领先关系仍然存在	15
图 30: 基于三项 CPI 同比的拟合能较好反映 CPI 变动	16
图 31: 2023 年 CPI 预测	16
图 32: M2 同比增速达到 2016 年以来最高	17
表 1: PPI 同比预测值(%)	11

1. PPI：前三季度波动下行，四季度回升转正

1.1. 俄乌冲突扰动下能源价格位于高位

在 2021 年“双碳”和能源双控对供给端影响的逐渐消退以及大宗商品牛市使得 2021 年 PPI 录得高基数的双重影响下，今年以来 PPI 呈现逐步回落的态势，其中受 2 月份俄乌冲突事件的扰动包括原油在内的主要能源价格出现了大幅上涨，使二季度 PPI 回落速度有一定放缓，而下半年以来煤炭和钢铁等国内定价大宗商品的价格显著回落，PPI 呈现快速回落的态势，在 10 月份录得-1.3%，是自 2020 年 12 月以来再次转负。

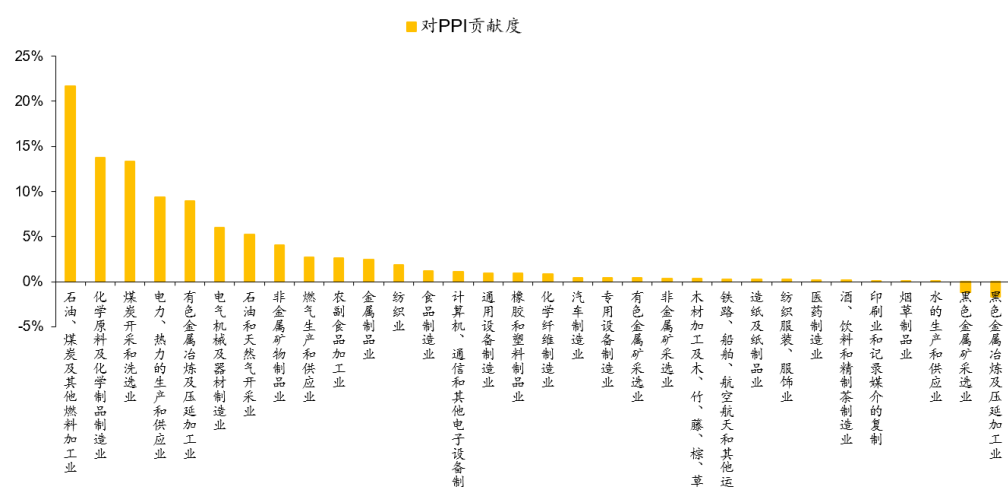
图 1：今年以来 PPI 快速回落（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

行业贡献度方面，我们以 2021 年 39 个工业行业的营业收入占比作为各行业对 PPI 影响权重，然后计算各行业对 PPI 同比变动的贡献度。从计算结果可以看出，2022 年以来“三黑一色”中煤炭、石油和有色三种大宗商品仍是带动 PPI 累计同比走高的主要部分，而钢铁在今年以来对 PPI 累计同比造成了一定拖累。

图 2：石油价格是影响今年以来 PPI 走势的主要因素



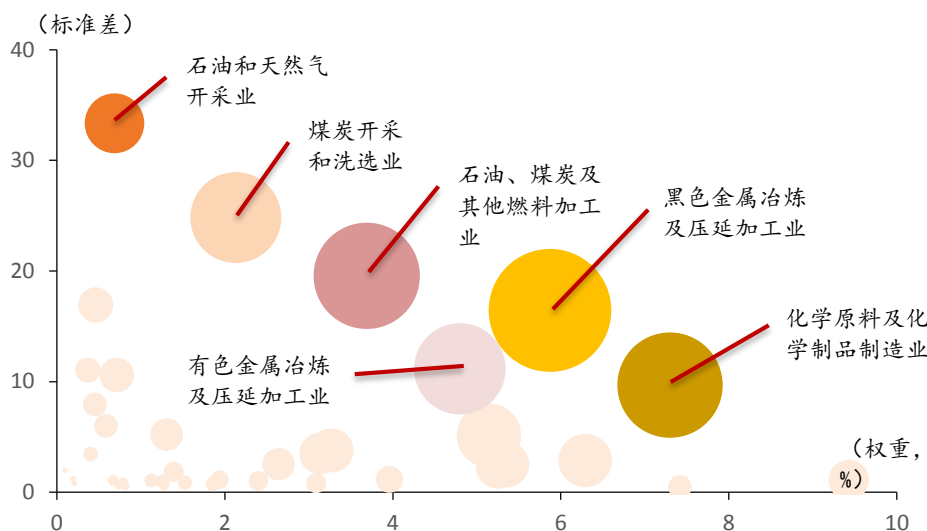
资料来源：Wind，德邦研究所

而分月度来看，10 月 PPI 转负主要是由于黑色金属冶炼及压延加工业、煤炭开采和洗选业、有色金属冶炼及压延加工业以及非金属矿物制品业价格的走低，

其中黑色金属冶炼及压延加工业对近几个月 PPI 的影响远超其他行业，螺纹钢现货价格自 4 月以来就整体呈现波动走低趋势，截止 11 月 18 日，螺纹钢现货价格较 4 月高值时已经下跌了 23.2%。

在我们此前的报告《经济研究方法论系列之通胀篇》中我们分析得出对 PPI 影响较大的主要为上游行业，包括石油和煤炭、黑色和有色，因此我们进一步讨论以上几个行业对应的原油、动力煤、螺纹钢和铜四种大宗商品的价格变动来对明年 PPI 的走势进行预测。

图 3：2014 年以来各行业对 PPI 影响



资料来源：Wind，气泡大小为标准差与权重的乘积，德邦研究所测算

1.2. 基于主要行业价格变动的 PPI 走势定量分析

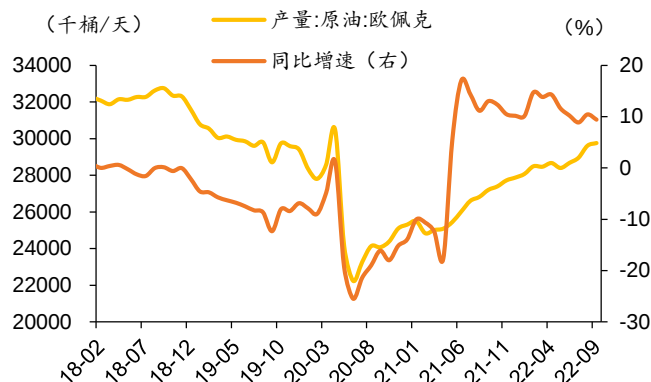
1.2.1. 原油价格的矛盾将转为需求端

今年上半年，国际原油价格大幅走高且持续居于近几年以来高位，主要原因是在于供给端方面受到的扰动。一方面，疫情以来部分国家资本开支受限导致原油供给迟迟没有恢复到疫情前的水平，产能受限情况下 OPEC+ 的实际增产始终未能达到预期值；另一方面，地缘政治冲突频发对全球原油生产造成了明显影响，特别是俄乌冲突事件的爆发使得布伦特原油价格连续创下 2014 年以来新高。而进入到下半年，美联储加息节奏显著加快，美元指数持续走高，叠加市场对欧美主要经济体经济增长的衰退预期增强，油价才阶段性走弱，但仍处于近几年高位。后续来看，短期内原油价格可能会继续受供给端的影响而在高位震荡，而在美国陷入实际衰退后原油价格将会逐步回落。

从 OPEC+ 对原油供给方面的变化来看，截止 9 月份欧佩克组织原油产量已基本恢复至了疫情前的水平，但自 10 月开始 OPEC+ 将开始原油减产，其中在 10 月的 OPEC+ 联合部长级监督委员会上最终做出了从 11 月起减产 200 万桶/日的政策决定，这是疫情以来 OPEC+ 所制定的最大力度减产。尽管现阶段个别成员国由于产能不足使得其石油产量已经低于减产之后的配额，会使得实际减产规模低于计划规模，但从短期来看 OPEC+ 的减产计划仍将对全球石油供给造成显著的影

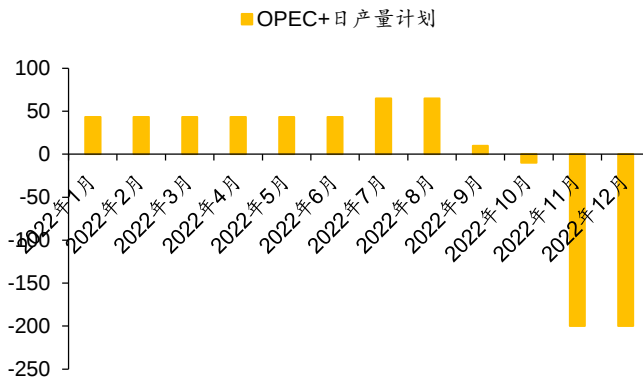
响。而从 OPEC 国家原油剩余产能情况来看，2023 年预计剩余产能约为 287 万桶/日，将恢复至过去十年均值水平之上，这一定程度上意味着明年供给端的限制将较今年有显著缓解，决定原油价格走势的因素或将转移至需求端。

图 4：欧佩克原油产量正逐步恢复至疫情前水平



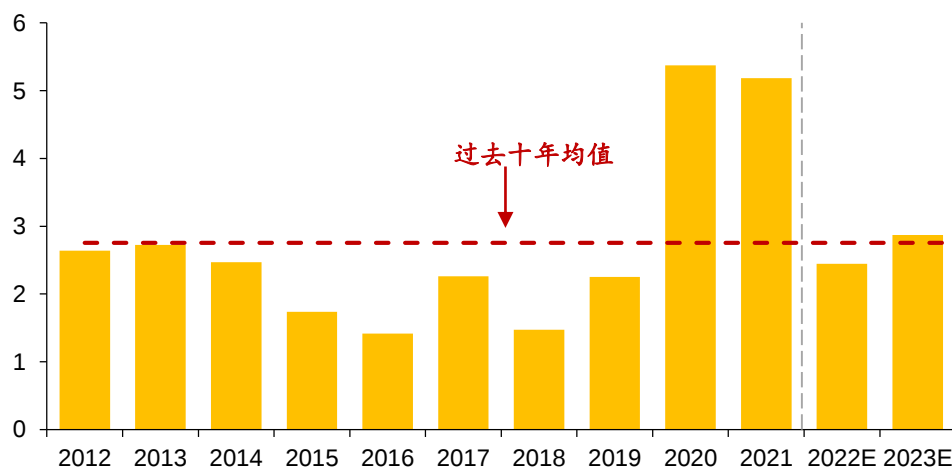
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：OPEC+宣布后续将进行减产（万桶/天）



资料来源：OPEC，德邦研究所

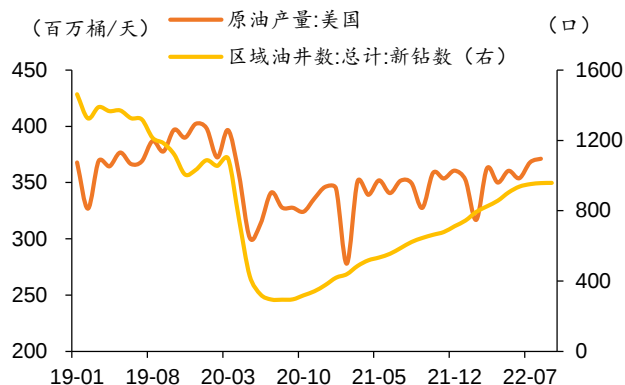
图 6：明年 OPEC 原油剩余产能将有所回升（百万桶/天）



资料来源：EIA，德邦研究所

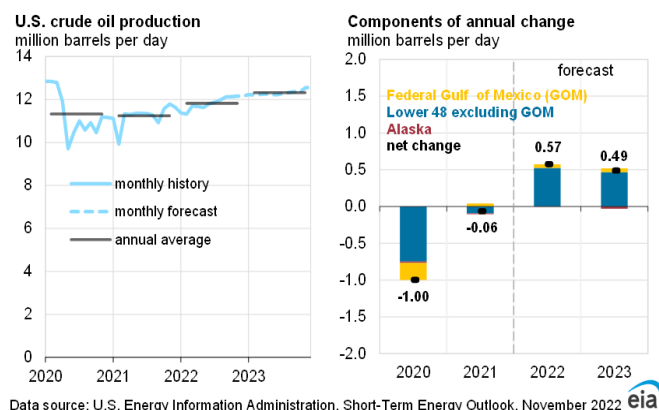
而从美国原油供给的情况来看，今年上半年美国原油产量延续了去年以来稳步回升的态势，但今年下半年以来新钻井数量增速较此前大幅放缓，对于未来需求的悲观预期使得钻井公司收缩了资本支出。而根据 EIA 在 11 月的最新预测数据显示，美国 2022 年原油产量预计将达到 1183 万桶/日，为 6 月份以来首次上调预期；对于 2023 年原油产量的预测值进一步下调至 1231 万桶/日，略低于 2019 年时的峰值 1232 万桶/日，而此前对于 2023 年原油产量的预期达到了创纪录的 1236 万桶/日。因此，无论是从新钻井数量还是从产量预期来看，美国原油产量的恢复都处于放缓的态势，同时可能也很难再恢复至疫情前的历史高位。

图 7：美国油井新钻增速减缓



资料来源：Wind，德邦研究所

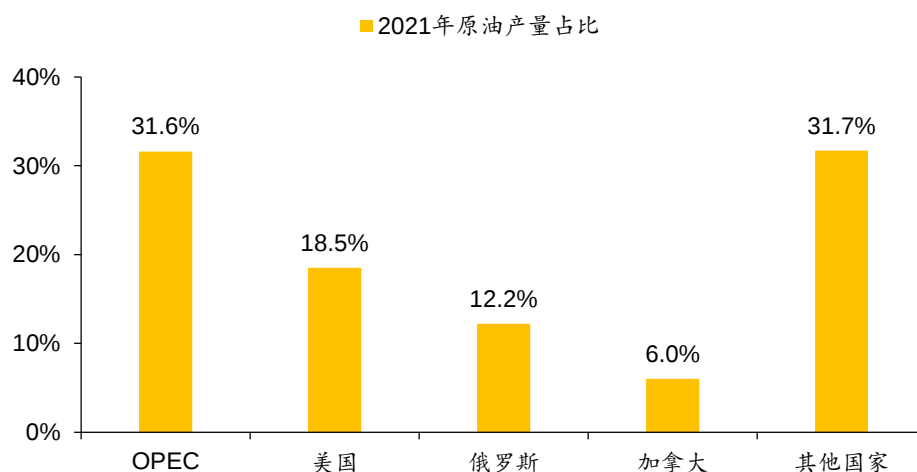
图 8：明年原油产量预期有所下滑



资料来源：EIA，德邦研究所

此外，多因素或对后续原油供给造成扰动。一方面，欧盟对俄海上原油进口的禁运将于今年 12 月 5 日生效，产品禁令将于明年 2 月 5 日生效，此次制裁预计将对俄罗斯原油供给造成一定约束，同时近期拜登政府正重新考虑对俄石油限价区间，使得俄原油供给面临更大的不确定性；另一方面，伊核问题目前仍旧悬而未决，使得伊朗原油供应与其满额产能仍有较大差距。今年以来伊朗日均原油产量已超过 250 万桶，若后续伊核问题顺利达成共识，那么预计伊朗原油供应将进一步释放。

图 9：美国、俄罗斯和 OPEC 贡献了 60% 以上的原油产量



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_49033

