

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀总温和和 关注需求复苏

— 2023 年通胀形势展望

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2022 年 12 月 28 日

内容提要:

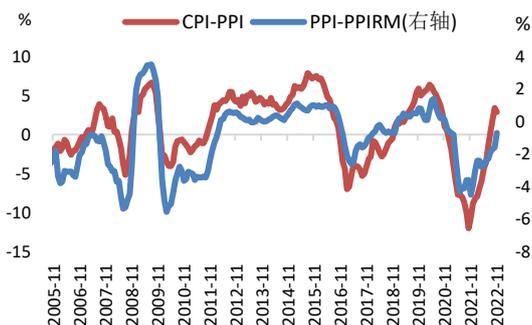
2022 年通胀整体温和。一方面, CPI 受终端需求复苏缓慢等因素影响温和上行, 全年或仅比 2021 年上升 1.1 个百分点。另一方面, PPI 受全球经济复苏减弱、持续高通胀削弱大宗商品需求、国内保供稳价以及 2021 年高基数等因素影响趋于下行, 尤其是下半年快速回落。两者剪刀差大幅收敛, 从 2021 年 10 月的-12% 逐步转正至 2022 年末的 3% 左右。

预计 2023 年国内通胀总温和。CPI 继续温和运行, 全年同比增长 2% 左右, 年内高点或在 3% 左右, 若需求超预期复苏, 不排除上行至 2.5% 左右的可能, 但大概率难超 3%。PPI 受国内需求复苏推动, 下半年或回升至正值区间, 但受全球大宗商品低迷影响难以大幅上行, 中枢或在-0.5% 左右, 若地产投资等需求超预期复苏, 不排除中枢提高至 0.5% 左右或更高的可能。中性情况下 CPI 与 PPI 的剪刀差将从 2022 年的-2.3 个百分点转为 1-2.5 个百分点, 中下游利润有望一定程度上复苏。

从 2023 年温和 CPI (不超过 3%) 叠加较低 PPI (不超过 1%) 的搭配看, 货币政策仍有一定空间, 节奏和空间将主要视国内需求复苏情况而定, 海外央行下半年紧缩放缓甚至不排除衰退加剧下的转向亦为国内政策适度放松提供可能性。

风险提示: 央行超预期调控, 食品价格超预期, 贸易摩擦升温, 金融市场波动加大, 经济复苏超预期, 国内外疫情超预期变化, 中美关系全面恶化, 国际经济形势急剧恶化, 美联储货币政策超预期调整, 海外黑天鹅事件等。

CPI 与 PPI 剪刀差



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《投资托底内需复苏 经济步入正轨可期—2023 年国内宏观经济展望》
- 《CPI 动能较弱 PPI 如期通缩—10 月物价数据点评》

目录

一、2022 年通胀总体温温和，CPI 与 PPI 剪刀差大幅收敛.....3

1、肉类价格推动 CPI 上行但终端需求较弱导致 CPI 上涨乏力 3

2、主要央行紧缩叠加持续高通胀下的需求回落等因素拖累大宗与 PPI..... 6

3、剪刀差持续收敛 7

二、2023 年通胀整体仍温和，重点关注需求复苏.....8

1、CPI 温和运行，关注服务业复苏..... 9

2、PPI 继续回落，关注需求复苏尤其是地产复苏进展 13

图表目录

图 1：2022 年 CPI 上涨乏力 3

图 2：2022 年非食品项表现较弱 3

图 3：除鲜菜外的多数食品价格（三年平均）涨幅低于疫前 4

图 4：2022 年肉类价格同比先抑后扬 4

图 5：除交通通信外非食品价格增速低于疫情前水平 4

图 6：服务价格受疫情等因素影响趋于回落 4

图 7：居民服务类人均支出恢复较慢 5

图 8：疫情冲击下的社消增速再度探底 5

图 9：核心 CPI 低位徘徊凸显终端需求不足 5

图 10：2022 年下半年猪肉对 CPI 拉动作用增大 5

图 11：2022 年 PPI 加速回落 6

图 12：生产资料价格高位回落 6

图 13：2022 年下半年全球需求加速回落 7

图 14：2022 年下半年 CRB 趋于回落 7

图 15：南华工业品指数高位徘徊 7

图 16：2022 年国内保供稳价效应显现 7

图 17：2022 年 PPI-PPIRM、CPI-PPI 剪刀差收敛 8

图 18：能源类价格相对坚挺，其他中上游均加速回落 8

图 19：食品项下猪肉、鲜菜等对 CPI 同比影响较大 9

图 20：非食品项交通通信、居住、教娱对 CPI 影响较大 9

图 21：能繁母猪数自 2022 年 5 月起持续回升 10

图 22：生猪存栏与出栏增速持续走高 10

图 23：近年来人均猪肉消费量总体在 20 公斤上下 11

图 24：USDA 预计 2023 年中国猪肉消费量略升 11

图 25：本轮猪价最大涨幅超过 2010 年与 2015 年均值 11

图 26：当前玉米批发价格位于近 13 年高位 11

图 27：2022 年猪肉占 CPI 权重降至 1.6%左右 12

图 28：当前猪肉产量保持近年来高位增长 12

图 29：多数服务业增长离疫情前水平差距较大 13

图 30：2022 年服务业新订单进一步回落 13

图 31: 近几个月服务业发展预期偏弱	13
图 32: 服务业就业压力较大	13
图 33: 全球 PMI 趋势性回落	14
图 34: OECD 领先指标已低于疫情前	14
图 35: 发达经济体 GDP (三年平均) 增速低位徘徊	14
图 36: 美欧消费者信心均低于次贷危机时水平	14
图 37: 本轮全球有色供需缺口总体不及 2017 年	17
图 38: EIA 预计 2023 年原油供略大于需	18
图 39: 2023 年除俄罗斯外的非 OPEC 国家加大原油供给	18
图 40: 2022 年基建投资增速温和抬升	19
图 41: 地产投资企稳尚需时日	19
图 42: 剔除高技术制造业投资增速低位徘徊	20
图 43: 当前库存水平仍高, 短期或仍以去库存为主	20
图 44: 近期螺纹钢库存处于低位	20
图 45: 近期电解铝库存处于近年来的绝对低位	20
图 46: 居民储蓄意愿持续上升从而一定程度上抑制消费	21
图 47: 居民未来物价预期指数位于近年的底部区域	21
图 48: 预计 2023 年 CPI 同比上涨 2%	22
图 49: 预计 2023 年 PPI 同比回落 0.5%	22
表 1: 近 15 年猪肉价格同比波动情况	9
表 2: IMF 与 OECD 对 2022-2023 年全球经济展望 (单位: %)	15
表 3: 世界银行: 2018-2023 年国际大宗商品价格情况(2010=100)	16
表 4: 世界银行: 2018-2023 年有色金属价格情况(单位: 美元/吨, 现价)	16
表 5: EIA 预计 2023 年原油价格回落	18

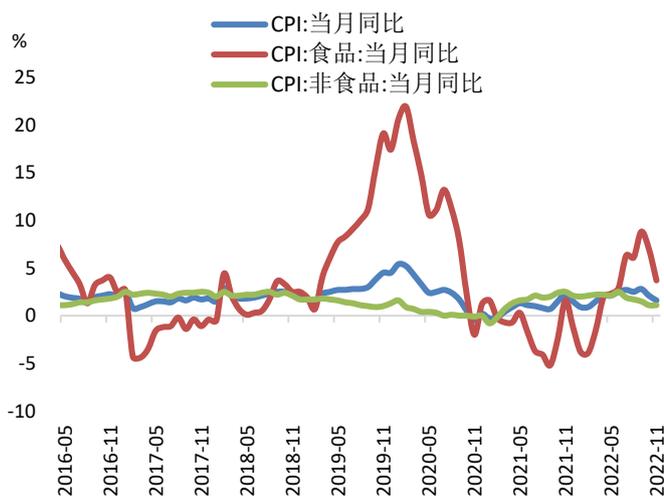
一、2022 年通胀总体温和，CPI 与 PPI 剪刀差大幅收敛

2022 年通胀整体温和。一方面，CPI 受终端需求复苏缓慢等因素影响温和上行，全年或仅比 2021 年上升 1.1 个百分点。另一方面，PPI 受全球经济复苏减弱、持续高通胀削弱大宗商品需求、国内保供稳价以及 2021 年高基数等因素影响趋于下行，尤其是下半年快速回落。两者剪刀差大幅收敛，从 2021 年 10 月的-12%逐步转正至 2022 年末的 3%左右，有助于中下游行业利润修复。

1、肉类价格推动 CPI 上行但终端需求较弱导致 CPI 上涨乏力

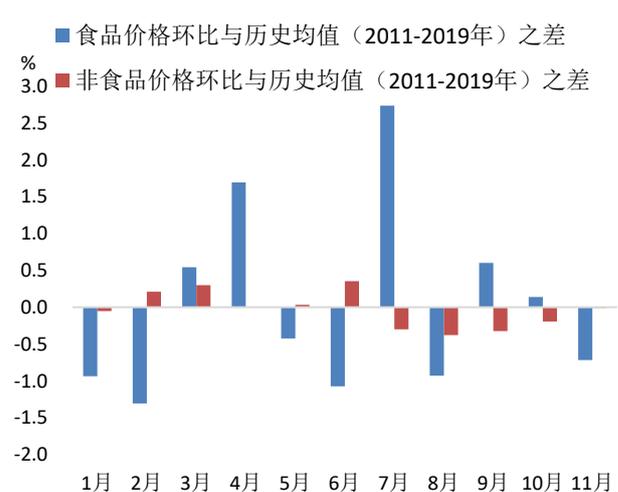
CPI 总体温和，预计全年同比上涨 2.0%。上半年低基数及疫情冲击推动 CPI 快速上升 1.8 个百分点至 2.7%，下半年虽然肉价上涨拉动效应增强，但终端需求疲弱、PPI 快速回落导致 CPI 屡屡低于预期，尤其是 7-11 月非食品项连续弱于季节性特征。

图 1：2022 年 CPI 上涨乏力



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

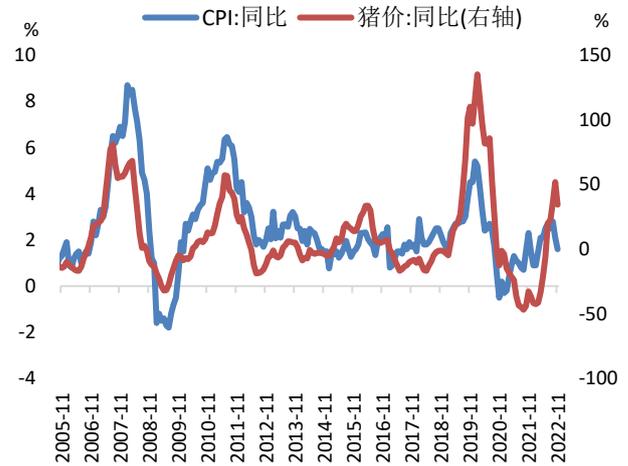
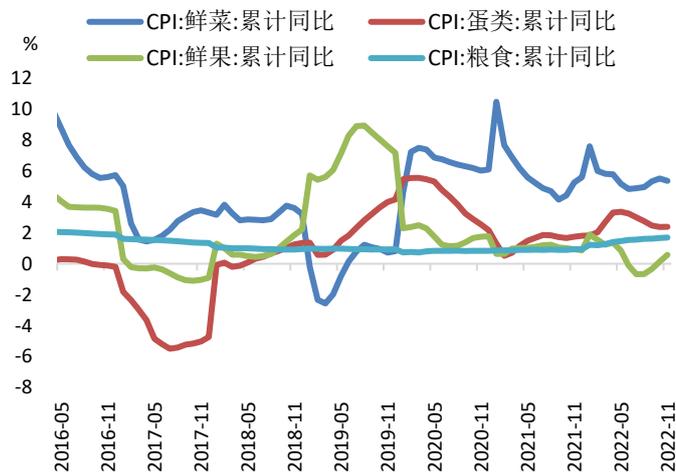
图 2：2022 年非食品项表现较弱



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

食品价格环比表现总体略超季节性，肉类（尤其是猪肉）价格是主要拉动项。根据农业农村部的数据，猪肉价格从 1 月的 27.7 元/公斤回落至 4 月的最低 22.3 元/公斤，此后一路上涨至 11 月的 41.6 元/公斤，同比涨幅一度达到 51.8%。不过，2021 年基数较高（峰值 54.2 元/公斤），今年前 11 个月猪肉价格累计同比下滑 9.1%。此外，除了鲜菜以外的多数食品价格（三年平均）涨幅低于疫情前，说明终端需求偏弱。

图 3: 除鲜菜外的多数食品价格 (三年平均) 涨幅低于疫前 图 4: 2022 年肉类价格同比先抑后扬

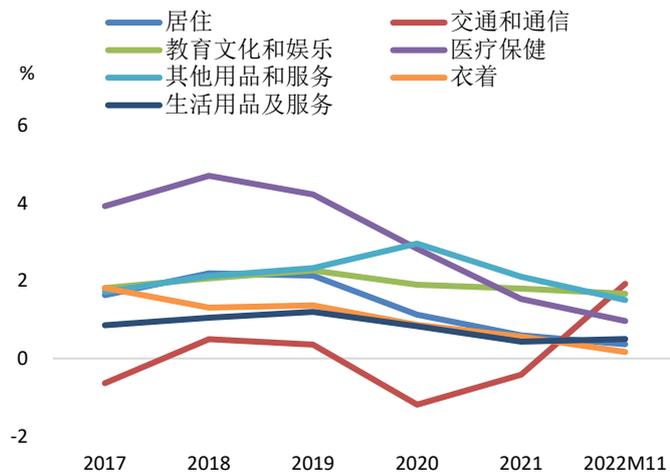


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

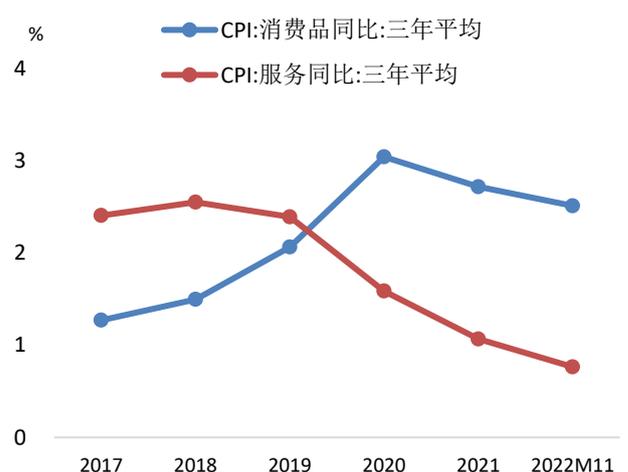
CPI 较弱主要受非食品项拖累, 7-11 月非食品项环比表现均弱于季节性特征。从累计同比 (三年平均) 增速看, 前 11 个月非食品分项中仅有交通和通信涨幅超过疫情前水平 (主因在于油价上涨), 居住、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务、衣着及生活用品及服务涨幅均低于疫情前, 多数与疫情冲击结果一致。

图 5: 除交通通信外非食品价格增速低于疫情前水平



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

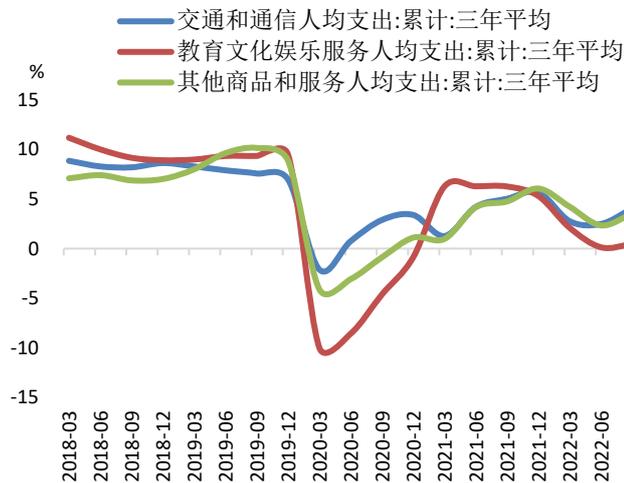
图 6: 服务价格受疫情等因素影响趋于回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

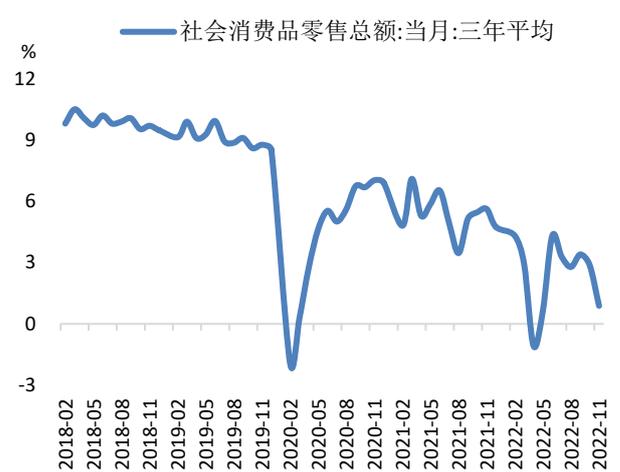
疫情散发对服务消费仍有影响, 服务类 CPI 持续回落。受疫情冲击影响, 教育文化娱乐等服务消费支出增速回落较多。其中, 2022 年前三季度人均教育文化娱乐支出同比下滑 4.1%, 三年平均增速仅为 0.5%; 包括旅馆住宿、美容美发等在内的人均其他用品及服务支出三年平均增长 3.5%, 不及疫情前的一半。

图 7: 居民服务类人均支出恢复较慢



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 8: 疫情冲击下的社消增速再度探底

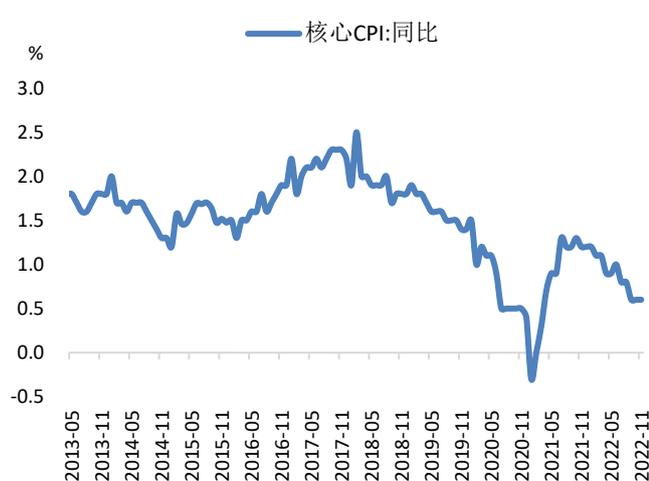


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

终端需求弱还反映在核心 CPI 低位徘徊，虽然 CPI 尚能在 2% 之上，但核心 CPI 再度跌到历史低位。剔除食品与能源的核心 CPI 自今年初的 1.2% 趋势性回落，9-11 月连续 3 个月徘徊在 0.6% 的历史低位，而往年（2013-2019 年）大多在 1.5-2.0% 甚至更高水平。

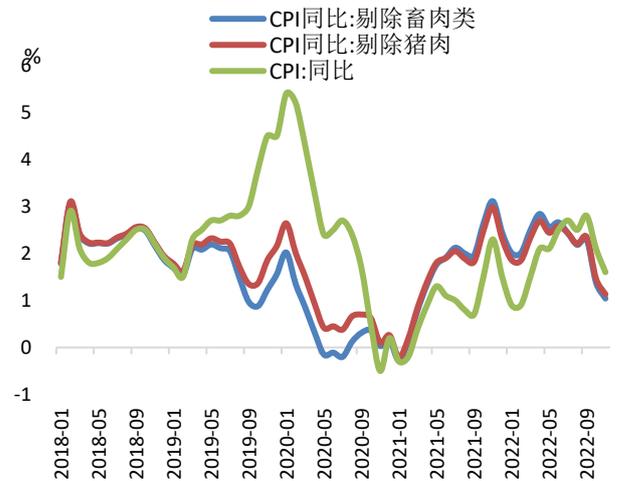
总的来看，2022 年 CPI 整体温和，虽然下半年猪肉价格上涨叠加基数因素，对 CPI 从之前的拖累转为拉动，但消费需求疲弱下的非食品价格走低，导致 CPI 上涨乏力；同时，PPI 下半年快速回落，对 CPI 的传导效应减弱。预计 2022 年 CPI 同比上涨 2%。

图 9: 核心 CPI 低位徘徊凸显终端需求不足



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 10: 2022 年下半年猪肉对 CPI 拉动作用增大



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2、主要央行紧缩叠加持续高通胀下的需求回落等因素拖累大宗与 PPI

PPI 方面，受多重因素影响，前 11 个月累计同比上涨 4.6%，较 2021 年同期回落 3.3 个百分点，尤其是下半年加速回落，10-11 月连续 2 个月处于负值区间。其中，生产资料累计同比上涨 5.5%，生活资料累计同比上涨 1.4%。分大类看，燃料动力类累计同比涨幅（22.2%）远超其他类，化工类（7.6%）、有色金属材料类（6.1%）、纺织原料类（5.8%）等保持上涨，黑色金属材料类（-3.1%）是唯一下跌的。

一是受 2021 年高基数拖累，2021 年 PPI 同比上涨 8.1%，单月最大涨幅为 13.5%。

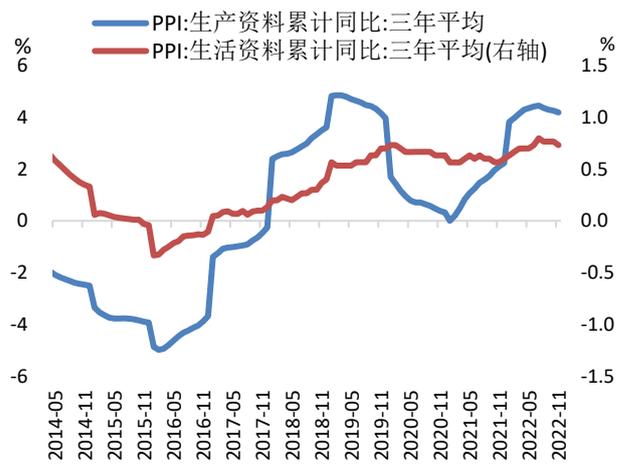
二是受全球主要央行多数快节奏加息影响，尤其是美联储大幅加息。为了应对高通胀，除日本央行外的主要央行接连加息。其中，美联储连续 7 次加息共计 425 个基点（美元指数在 9 月末突破 114，为近 20 年以来最高），英国连续 8 次加息共计 300 基点，加拿大连续 6 次加息共计 350 基点，澳大利亚连续 7 次加息共计 275 基点，韩国连续加息 8 次（首次为 2021 年 8 月）共计 250 基点，就连保守的欧元区亦加息 4 次共 250 基点。

图 11: 2022 年 PPI 加速回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 12: 生产资料价格高位回落

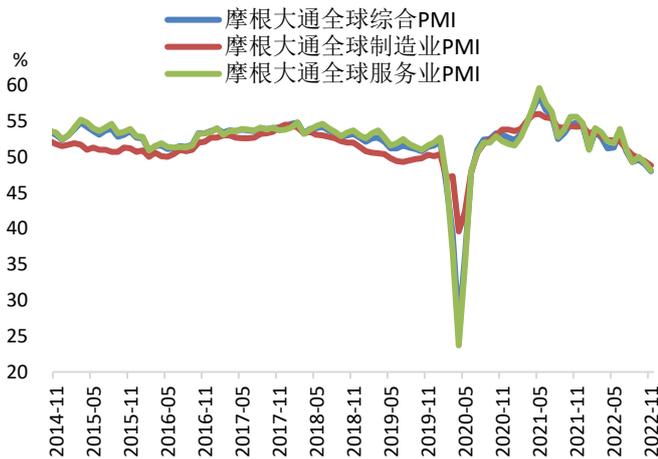


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

三是海外通胀持续高位导致需求回落。从全球范围看，除部分国家（如中国等）外的通胀普遍大幅上扬。IMF 在 10 月的《世界经济展望》报告中预计 2022 年全年全球 CPI 高达 8.8%，为 1997 年以来最高，按三年平均增速测算为 5.5%，为 2001 年以来最高。持续的高通胀削弱了消费者购买力，从而抑制了消费需求。

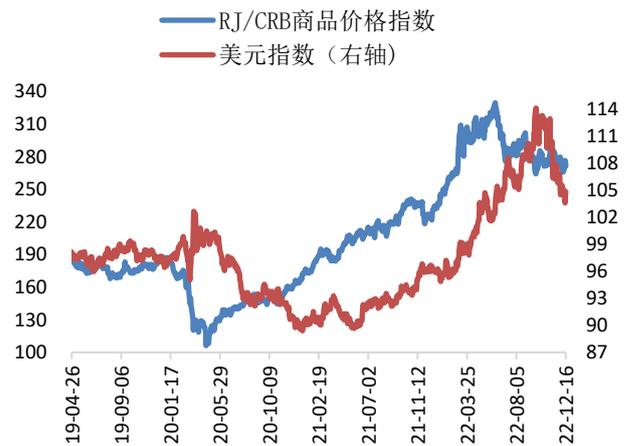
四是国内保供稳价发挥重要作用。年初以来，针对大宗商品价格明显上涨，国家及时采取供需双向调节、期现货市场联动监管等措施，遏制价格不合理上涨，推动PPI涨幅有序回落。比如，2022年5月1日至2023年3月31日，对所有煤炭实施税率为零的进口暂定税率，完善煤炭中长期交易价格机制，明确煤炭领域经营者哄抬价格行为等。

图 13: 2022 年下半年全球需求加速回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: 2022 年下半年 CRB 趋于回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 15: 南华工业品指数高位徘徊



图 16: 2022 年国内保供稳价效应显现



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_50734

