

宏观点评报告

2023 年 1 月 13 日

旺季不旺，终端需求决定价格走势**2022 年 12 月通胀点评**

核心内容：

分析师

许冬石
☎: (8610) 8357 4134
✉: xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码: S0130515030003

- **旺季不旺，需求低迷拉低物价** 全国居民消费价格同比增速（CPI）环比平稳，核心 CPI 小幅回升，12 月份 CPI 同比小幅上行。2022 年全年 CPI 增速 2.0%。12 月食品价格小幅走高，非食品价格回落：（1）食品方面，蔬菜平均价格继续回升，天气寒冷蔬菜价格季节性上行，但由于物流人员流动性减弱，食品价格上行并不明显；12 份猪肉消费低迷，但猪肉供给季节性增加，猪肉价格大幅跳水；其他食品方面，水产品、水果等价格回升，鸡蛋价格下滑；（2）非食品价格方面，原油价格回落，交通工具用燃料价格下行 6.0%，家用器具和家庭服务价格走高，带动了核心 CPI 的上行，其他价格基本平稳。
- **服务价格拉低物价** 2022 全年通胀预期平稳，通胀水平 2.0%。2022 年与疫情后相似，疫情影响了全社会消费，使得一直较为稳定的服务类价格始终处于低位，即使消费品价格回升，鉴于服务类价格仍然低迷，通胀回升也较慢。
- **2023 年通胀预计在 1.7%-2.0%左右** 2023 年通胀水平分为两种情况：如果服务业顺利恢复，那么 2023 年通胀与 2022 年基本持平；如果服务业恢复不及预期，2023 年通胀低于 2022 年。2023 年通胀可能在部分月份走高：（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。
- **货币政策持续宽松** 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。
- **2023 年 PPI 弱势运行** 12 月份 PPI 环比回落，各个产品价格普遍性回落：（1）国际原油受到供给影响，价格走低，经过两个月传导到了生产端；（2）煤炭期货价格小幅波动，煤炭出厂价格小幅走高；（3）除黑色和有色压延业，其他中间品价格下跌；（4）下游价格回落。

PPI 基数水平 2023 年大幅回落，PPI 同比可能在 0.1%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。

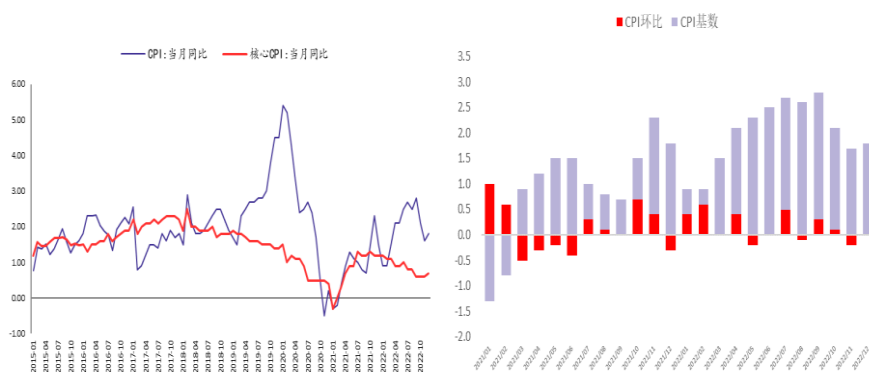
预计 2023 年 1 月份 PPI 环比小幅下降，1 月份 PPI 水平在 -0.4% 左右。2023 年 PPI 受到基数影响，预计在 0.1% 左右。

一、旺季不旺，物价受到需求压制

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比平稳，核心 CPI 小幅回升，12 月份 CPI 同比小幅上行。12 月份 CPI 同比增速 1.8%，比 11 月份上行 0.2 个百分点。12 月份 CPI 环比平稳；其中食品价格环比下行 0.5%，非食品价格下行 0.2%。核心 CPI 同比增速 0.7%，环比上行 0.1%。2020 年全年 CPI 增速 2.0%，其中食品价格上行 2.8%，非食品价格上行 1.8%。

图 1：CPI 同比持平（%）

图 2：基数影响略有放大（%）



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

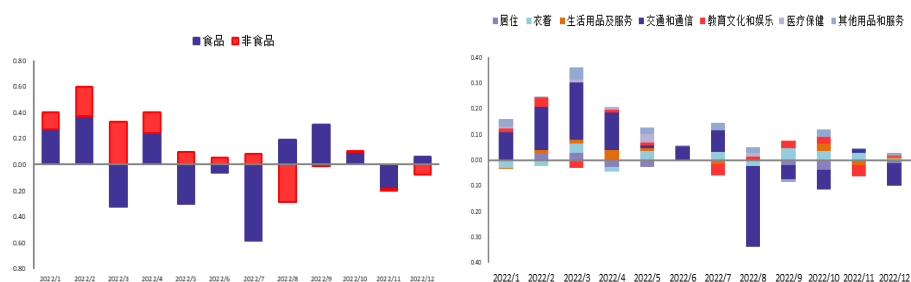
本月 CPI 翘尾水平 1.8%，比上个月上行 0.1 个百分点，基数小幅上行。非食品价格下降是本月通胀环比持平的重要原因。12 月通胀环比持平，食品价格小幅走高，非食品价格回落：

（1）食品方面，蔬菜价格 12 月份上行 7.0%，蔬菜平均价格继续回升，天气寒冷蔬菜价格季节性上行，但由于物流人员流动性减弱，食品价格上行并不明显；12 月份猪肉价格下行 8.7%，猪肉消费低迷，但猪肉供给季节性增加，猪肉价格大幅跳水；其他食品方面，水产品、水果等价格回升，鸡蛋价格下滑；（2）非食品价格方面，原油价格回落，交通工具用燃料价格下行 6.0%，家用器具和家庭服务价格走高，带动了核心 CPI 的上行，其他价格基本平稳。

从食品价格来看，猪肉供给放量，带动猪肉价格回落，猪肉消费旺季并未如期带来，终端需求较弱，预计春节的上涨幅度有限。蔬菜价格回升，天气因素占主要因素，蔬菜价格仍然在固定的范围波动。

从非食品价格来看，车用燃料价格下行，家庭服务和器具价格上行，其他商品和服务类价格保持平稳。

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

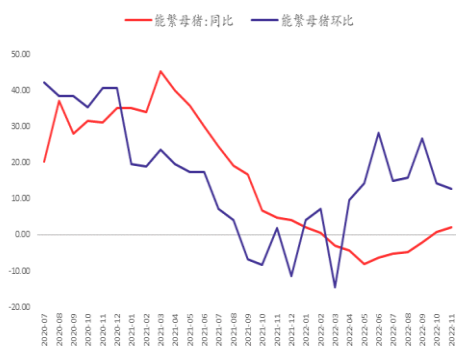
二、猪肉价格未来有望好转，蔬菜价格随季节波动

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。

12 月份年猪供给增加，需求受到疫情影响较弱，价格大幅回落。12 月份消费继续低位，价格水平回落，随着需求修复，猪肉价格未来有小幅回升。预计本轮猪周期的价格高度可能在 2018-2022 年度的 50% 左右，猪肉价格高峰在 10 月左右到来，随之快速回落，猪肉未来预计仍然有反弹。

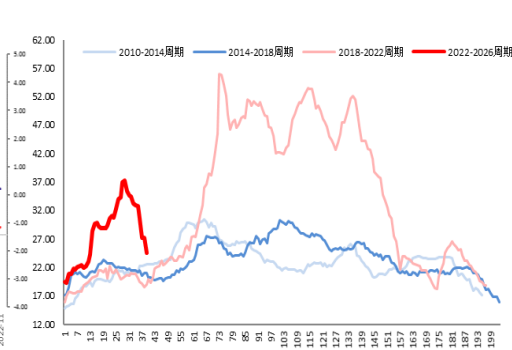
猪肉消费旺季即将到来，但终端消费受到疫情等因素干扰，猪肉价格大幅波动。随着年猪耗尽，猪肉供给可能在年后回落，猪肉价格在年后反而可能有小幅上行。

图 4：母猪存栏增速（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

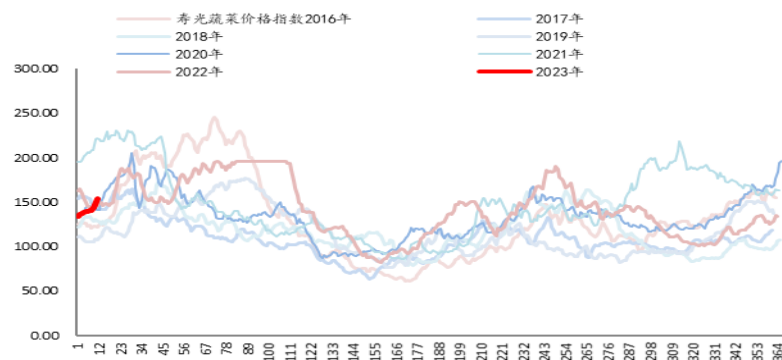
图 5：猪周期生猪价格对比（元/公斤）



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 12 月份受到季节性影响上行，12 月份蔬菜价格回归历史价格区间，蔬菜价格表现较为弱势。预计春节期间蔬菜价格节日性走高，之后逐步回落，2023 年蔬菜价格不会偏离历史区间。

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

12 月份 CPI 环比保持平稳，非食品价格拉低了 CPI。12 月份蔬菜、水产品价格季节性上行，而疫情冲击对猪肉价格影响最大，年猪出栏正常而终端需求较弱带来了猪肉价格大幅走低。1 月份春节蔬菜价格节日性上行，猪肉消费也会有所修复，猪肉价格未来小幅回升。12 月份原油价格下行，车用燃料价格走低，原油价格未来可能继续震荡回落。12 月份核心 CPI 环比小幅上行，家庭服务和家庭器具价格走高，终端需求的疲弱是通胀温和的根本原因。

2023 年 1 月份翘尾水平小幅下降至 1.4%。食品价格方面，1 月份猪肉受到需求上行的影响价格小幅上行，春节期间其他物价均会出现大幅走高。非食品价格方面，燃料价格预计平稳，旅游、服务等价格上行。1 月份预计 CPI 环比上行。

2022 全年通胀预期平稳，通胀水平 2.0%。2022 年与疫情后相似，疫情影响了全社会消费，使得一直较为稳定的服务类价格始终处于低位，即使消费品价格回升，鉴于服务类价格仍然低迷，通胀回升也较慢。

2023 年通胀水平分为两种情况：如果服务业顺利恢复，那么 2023 年通胀与 2022 年基本持平；如果服务业恢复不及预期，2023 年通胀低于 2022 年。2023 年通胀可能在部分月份走高：

(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。2023 年通胀预计在 1.7%-2.0% 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_51262

