



程实：中国的通胀率值得担心吗



意见领袖 | 程实（工银国际首席经济学家）

2022 年，四十年来少见量级的供给冲击导致全球 90%以上的国家通胀率高于 3%的国际警戒线。IMF 预测，2023 年全球通胀率将从 8.8%下降至 6.6%，趋势下行但绝对水平依旧较高，预计仍有 80%以上的国家通胀率超过 3%。



全球性通胀狂潮中，中国逆势而行，2022 年通胀率仅为 2%。鉴于中国在全球产业链中的重要位置，市场一直以来对中国通胀心存担忧，而疫情政策优化后，中国经济热度持续升温，IMF 就在 1 月底的最新报告中将 2023 年中国经济增速预测一次性大幅上调 0.8 个百分点至 5.2%。在经济

信心提振的同时，市场对通胀的担忧进一步加深。

我们认为，2023 年供需端与政策端多股力量将继续交织角力，虽然通胀中枢上行难以避免，但上升幅度较小且整体波动有限，预计 2023 年中国 CPI 同比增幅为 2.3%左右，物价稳定可期。从供需角度来看，需求反弹正在加速进行，推升物价上行势在必行，但或难与供给侧冲击形成共振。从宏观政策角度来看，疫情期间中国货币政策“以我为主，坚持不搞大水漫灌”，对于疫后通胀水平的滞后性影响较低，为复苏阶段宏观政策调控留有发力空间。

方向：需求复苏推高通胀中枢势在必行

根据全球经验来看，随着防疫政策优化，CPI 同比上行是必然趋势。对比日本、新加坡等国的防疫政策严格指数 (StringencyIndex,) 与其 CPI 同比升幅可以发现：当严格指数下降时，该国物价有着较为明显的上升。严格指数由我们的数据世界 (OurWorldinData) 提供，是一个综合的衡量标准，基于九个指标，包括学校关闭、工作场所关闭和旅行禁令等。

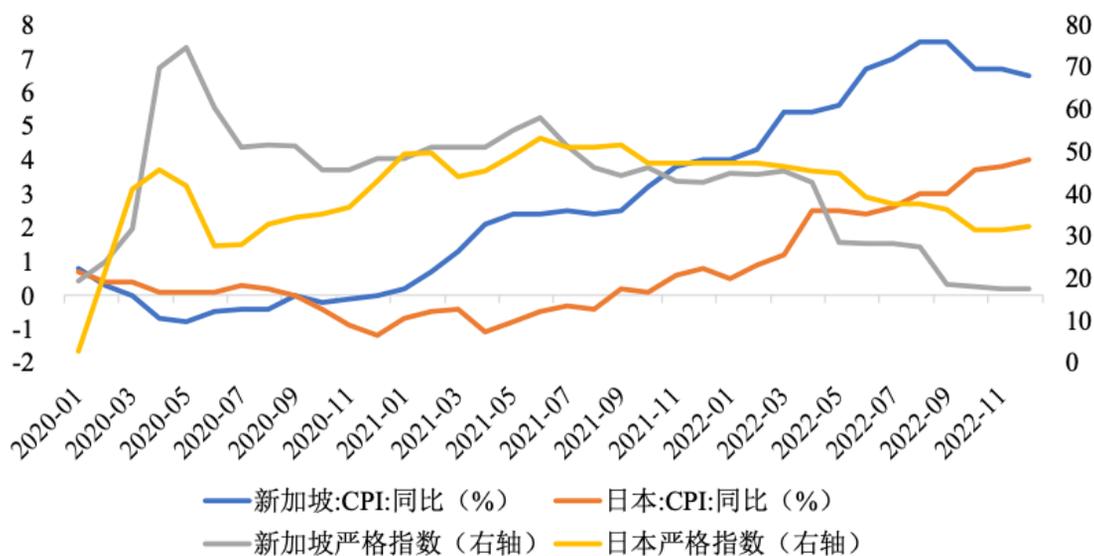
就中国来说，自 2022 年 11 月份开始，严格指数开始稳步下跌，无论是人们日常生活，还是心理状态都在逐步向常态化回归。根据海外经验，防疫措施放宽与消费反弹存在时间间隔，一般在感染峰值期过后的两个月后日常生产生活才能渐渐修复，本地消费亦会随之呈现先抑后扬的趋势。

同时，由于 2022 年二季度基数较低，2023 年二季度 CPI 同比增幅可

能会高于年均水平，预计 2023 年全年 CPI 同比增加 2.3%，高于 2022 年的 2%，但不超过 3%的警戒水平，继续保持温和增长态势。

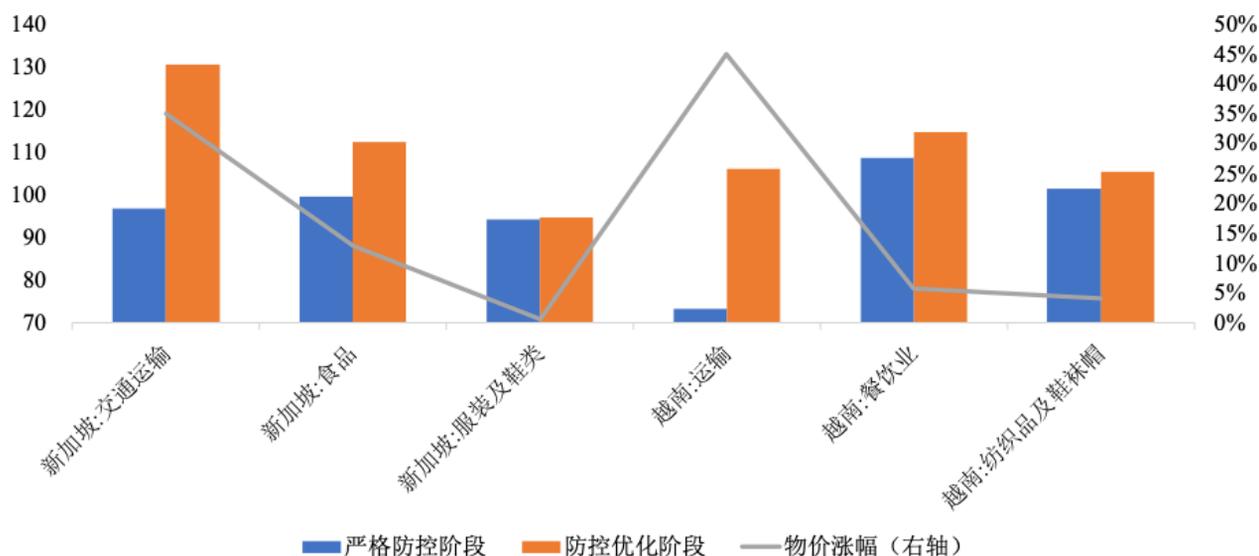
另一方面，随着需求复苏，商品与服务消费复苏弹性不尽相同。因为疫情对于线下服务消费较商品消费限制更多，因此当消费场景放开时，服务消费恢复斜率明显高于商品消费。例如，交通、餐饮等受消费场景限制明显的行业，当居民出行半径打开之后，业务回暖显著，物价抬升明显。对比严格防控阶段与防疫优化阶段，越南交通价格指数增加了 45%，新加坡交通价格指数上行了 35%，而两国服装鞋类消费仅分别增加 1%和 4%。中国 PMI 数据也印证了服务业更快的复苏速度，2023 年 1 月制造业 PMI 环比上行 3.1 至 50.1，3 个月之后重回荣枯线之上，而服务业 PMI 则环比上行 14.6 至 54，展现出了较高的复苏弹性。

图 1：新加坡、日本 CPI 同比与防疫政策严格程度



数据来源: Our World in Data, Wind 以及我们的整理

图 2：不同行业物价上行速度不同（以新加坡、越南为例）



数据来源: Wind 以及我们的整理

幅度：供给改善削弱输入性通胀压力

近年来，商品价格的动态在解释全球通胀动态方面非常有用，而商品价格通常在新兴经济体的消费价格指数中占有重要份额。

从国际视角看，中国作为全球制造业中心，是大宗商品的主要进口国和消费国，CPI 同比与国际大宗商品价格指数的走势存在较为紧密的相关性。近两年，国际大宗商品价格涨势较快，CRB 商品价格指数 2021 年、2022 年分别增加 38.5%、19.5%，远高于疫情前五年（2015 年~2019 年）的单年最大增幅 9.4%。然而今年全球经济增速放缓、国际贸易活动减弱，预计今年大宗商品价格难以重现过去两年快速攀升的态势，成本推动型通胀压力对于推动通胀中枢上行的影响有限。

从国内视角看，按照中国的消费习惯，猪肉是影响 CPI 同比变化的主要因素。从猪肉产能数据来看，截至去年 12 月底生猪存栏超过 4.5 亿头，其中能繁母猪存栏约 4390 万头，均处于历史相对较高水平。从高频数据来看，2023 年 1 月底 22 个省市生猪平均价格由去年底的 18.41 元/千克进一步下跌至 15.38 元/千克，延续了从去年 10 月以来的下行趋势。年内，猪、油共振的情况或难发生，抑制通胀中枢的攀升高度。

此外，二十大报告强调供给端安全，将粮食、能源等原材料安全放在重要位置，确保粮食、能源、产业链供应链可靠安全，一定程度上可以削

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_52081

