

# 高通胀的定价权

## 变局系列之三

2001年以来的历史经验看，高通胀背后都有食品影响，但仅有食品影响的通胀持续性不强；食品价格波动更多受国内产地影响，服务价格受经济发达地区需求影响更大，燃油价格受原油国际供求影响；预测2023年通胀趋势前高后低，整体可控；货币政策操作空间或最早在2023年二季度打开。

- CPI包括8大类、268个基本分类，目前每月公布的CPI数据包括8个大类和27个中类。根据CPI的构成，将各中类根据贸易属性重新划分为服务品、食品和其他消费品。服务类消费与消费品消费相对应，具有明显的地区特点和不可贸易性，服务消费量与经济发展程度高度相关，经济发达地区，比如城市和东部地区，服务消费额占比明显偏高，但是波动幅度的地域性特点不明显。可贸易品根据贸易运输半径差异，大致可以分为国内贸易为主的品类和全球贸易的品类。总体来看，CPI中的猪肉、鲜菜、鲜果、蛋类等食品，生产占比较高的省份包括四川、广西、河南、湖南和广东以食品和服务为代表的国内定价权较高的地区包括上海、浙江、广东、湖南和北京，国际定价权主要来自原油的供需双方。
- 2002年以来共有四个时间段，CPI同比增速在3%上方，分别是2003年11月-2005年2月、2007年3月-2008年10月、2010年5月-2012年5月、2019年9月-2020年4月，四次高通胀分别持续了16个月、20个月、25个月和8个月。拆分高通胀时期各项分类构成发现，没有食品价格上行难有高通胀，仅有食品价格上行的高通胀难长久，能源的波动大，但在CPI的直接推动较小，更多是与其他项目同比增速上行形成共振，服务价格的波动相对比较平稳。
- 物价与物量的关系依托于商品的供求关系，随着我国供给端生产能力的逐渐完备，我国通胀的中枢下移、波动性减小。货币对物价的两个影响渠道：一是货币超发，基础货币余额同比增速对通胀波动的货币影响效应相对更加明显；二是居民储蓄上升导致阶段性实际消费需求大于供给，当城乡居民储蓄存款余额同比增速高于实际社零同比增速，同时出现居民消费倾向上升的情况，则通胀有走高的可能。
- 以2013年-2018年六年各项分类的历史同期环比平均增速作为基准，同时借鉴历史经验对粮食、食用油、猪肉和燃油的环比进行调整，我们得出2023年CPI同比增速趋势整体依然是前高后低，2023年一季度CPI同比增速或持续保持在3%上方，二季度和三季度CPI同比增速主要在2%-2.5%区间波动，四季度CPI同比增速有所回落，11月和12月可能回落至2%左右。
- 货币政策仍将受到通胀掣肘。如果2023年CPI同比增速升至3%上方，则从当前到2023年二季度CPI增速确定性回落之前，通胀都将对货币政策宽松构成掣肘，降准降息难以落地，基础货币余额增速继续保持平稳，货币政策宽松的着力点仍在流动性和宽信用方面。2023年二季度如果美联储能够控制住通胀并顺利结束加息进程，转向稳定经济增长趋势，则国内的货币政策也随之打开操作空间。

**风险提示：**海外通胀上行幅度和时间超预期；美联储加息幅度超预期；新冠疫情持续时间超预期；极端天气影响时间和范围持续。

### 相关研究报告

《美元周期的对手：变局系列之一》

2021.10.20

《生育率的变化与转机：变局系列之二》

2022.3.18

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 目录

空间定价权.....	5
通胀的品类和权重.....	5
通胀品类的再划分.....	6
CPI 的空间定价权.....	12
时间定价权.....	14
CPI 同比增速的波幅.....	14
高通胀构成拆分.....	15
造成共性品类价格上涨的原因.....	18
主要推动项持续的时间.....	19
货币定价权.....	20
CPI 与物量.....	20
CPI 与货币.....	22
货币对物价的两个影响渠道.....	23
通胀展望.....	25
中性情境通胀的情况.....	25
通胀调整.....	26
结论.....	28
风险提示: .....	29

## 图表目录

图表 1. CPI 的品类和权重 (%) .....	5
图表 2. 居民服务消费的构成和占比 .....	6
图表 3. 服务消费的城乡分布 .....	6
图表 4. 全国居民服务消费的地域分布 .....	7
图表 5. 全国居民服务消费价格的波动幅度 .....	7
图表 6. 国内猪肉的主要生产地区 .....	8
图表 7. 国内鲜菜鲜果的主要生产地区 .....	8
图表 8. 2021 年主要农产品净进口量 .....	9
图表 9. 2021 年主要农产品国内消费量的进口依赖度 .....	9
图表 10. 2021 年我国主要农产品进口来源结构 .....	9
图表 11. 主要工业品的分类 .....	10
图表 12. 2021 年交通工具整体小幅逆差 .....	11
图表 13. 2021 年国内工业产品生产具备国际优势 .....	11
图表 14. 我国能源消费结构中煤和油品占比最大 .....	11
图表 15. 我国油品消费的进口依赖度较高 .....	11
图表 16. 食品的定价权结构 (%) .....	12
图表 17. 食品和服务的定价权结构 (%) .....	12
图表 18. 2021 年国际原油产量结构 (%) .....	13
图表 19. 2021 年国际原油消费量结构 (%) .....	13
图表 20. CPI 同比与低基数的影响 .....	14
图表 21. 食品和能源 CPI 自 2002 年以来同比增速波动范围 .....	15
图表 22. 核心 CPI 构成自 2002 年以来同比增速波动范围 .....	15
图表 23. 粮食和食用油价格同比波动 .....	15
图表 24. 猪肉、鲜菜和鲜果价格同比波动 .....	16
图表 25. 对 CPI 造成重要影响的非食品 .....	17
图表 26. 能源与 CPI 增速 .....	17
图表 27. 服务价格同比与 CPI 增速 .....	18
图表 28. 2001 年以来城镇居民消费结构变化趋势 .....	19
图表 29. CPI 同比重要推动类别的通胀上行周期长度 (月) .....	19
图表 30. CPI 增速与供给端增速 .....	20
图表 31. CPI 增速与固定资产投资增速 .....	21
图表 32. 工业制品进口占比逐年下降 .....	21

图表 33. 高新技术产品在进口中占比上升.....	21
图表 34. 经济增速与货币投放量增速.....	22
图表 35. CPI 增速与货币存量增速.....	23
图表 36. 基础货币增速对通胀的影响.....	24
图表 37. 货币增速持续高于名义 GDP 增速的影响.....	24
图表 38. 社零消费与物价.....	24
图表 39. 历史均值预测 2023 年 CPI 同比增速.....	25
图表 40. 粮食月环比调整.....	26
图表 41. 食用油月环比调整.....	26
图表 42. 猪肉月环比调整.....	27
图表 43. 燃料月环比调整.....	27
图表 44. 调整后的 2023 年 CPI 同比增速预测.....	27

## 空间定价权

CPI 包括 8 大类、268 个基本分类，目前每月公布的 CPI 数据包括 8 个大类和 27 个中类。CPI 组成各类别的权重与居民消费结构相似，每年进行相应调整。我们根据 CPI 的构成，将各中类根据贸易属性重新划分为服务品、食品和其他消费品，并结合各中类的权重和供求，大致推算影响我国 CPI 表现的地理特征。

### 通胀的品类和权重

**2021 年 CPI 权重的变化。**根据 2021 年 CPI 同比增速推算的 CPI 权重变化，与此前相比趋势相同的是服务消费权重整体上升，主要体现在医疗保健分类上，但教育文化娱乐消费结构占比明显下降，其中教育服务消费占比下降主要是受政策影响，而旅游消费占比下降是受疫情影响；与此前不同的是，食品烟酒的权重结束了此前持续下降的趋势，转为小幅上升。但推算的 CPI 权重中明显存在不合理之处，比如奶类的权重 7.8% 存在明显高估，教育服务和旅游的权重差异较大等，主要原因在于公开数据并未列明 CPI 全部分类，但从现有数据来看，推算的权重可以解释 CPI 同比增速的变化，因此以下分析仍沿用推算的权重。

**权重较高的品类与此前基本相同。**大类当中食品烟酒的权重为 30%，仍是权重最高的分类，其次是居住的权重 22.1%，教育文化娱乐的权重 13.7%，交通通信的权重 11.3% 和医疗保健的权重 11.2%，上述五个大类的权重累计占比接近 90%。中类当中，权重最高的是租赁房房租 14.5%；权重占比超过 5% 的是教育服务 12.1%，奶类 7.8%，医疗服务 7.6%，水电燃料 7.6%，食用油 5.3%，服装 5.3%；权重超过 2% 的食品项目包括烟草 2.9%、鲜菜 2.4%、猪肉 2.3%、酒类 2%，非食品项目包括家用器具 3.8%、交通工具 3.1%、西药 2.8%、交通工具使用和维修 2%；市场关注度较高的交通工具用燃料权重仅为 1.8%。从中类权重的变动情况看，食品项目中权重变化表现为结构性调整，蛋白质类消费品的权重普遍有所下滑，此外房地产相关消费的占比继续上升，受人口趋势性变化影响的教育和医疗消费占比也存在刚性上升趋势。

图表 1. CPI 的品类和权重 (%)

分类	CPI	大类权重	中类权重	分类	CPI	大类权重	中类权重
食品烟酒	粮食	30.0	1.9	居住	租赁房房租	22.1	14.5
	食用油		5.3		水电燃料		7.6
	鲜菜		2.4	生活用品及服务	家用器具	4.7	3.8
	畜肉类:		4.3		家庭服务		1.0
	猪肉		2.3		交通工具		3.1
	牛肉		1.3	交通和通信	交通工具用燃料	11.3	1.8
	羊肉		0.4		交通工具使用和维修		2.0
	水产品		1.8		通信工具		1.3
	蛋类		0.5		通信服务		1.1
	奶类		7.8		邮递服务		1.9
	鲜果		1.9	教育文化和娱乐	教育服务	13.7	12.1
	烟草		2.9		旅游		1.6
	酒类		2.0	医疗保健	中药	11.2	0.8
	衣着		服装		6.8		西药
鞋类		1.5	医疗服务				7.6
				其他用品和服务	0.2		

资料来源：统计局，万得，中银证券

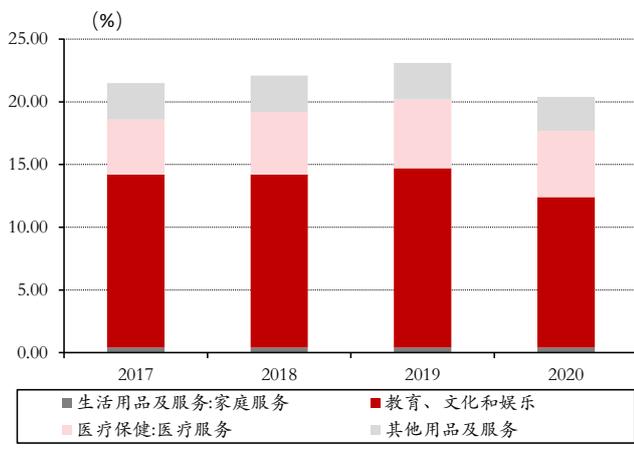
## 通胀品类的再划分

### 不可贸易品

**服务类消费。**服务类消费与消费品消费相对应，具有明显的地区特点和不可贸易性，以 2021 年 CPI 服务价格同比和消费品价格同比回归权重看，服务消费权重占比 43%。CPI 中的服务类消费主要包括生活用品及服务中的家庭服务，交通通信中的交通工具使用和维修、通信服务、邮递服务，医疗保健中的医疗服务，以及教育文化娱乐和其他用品及服务，上述大类及中类权重汇总占比 27.4%。服务消费中暂未考虑房租的影响。

**居民消费中服务消费的占比和结构变化。**全国居民人均消费中的服务消费包括生活用品及服务中的家庭服务、医疗保健中的医疗服务、以及教育文化娱乐和其他用品及服务。从服务类消费占比结构看，教育文化娱乐占比最高，2017 年以来维持在 12% 上方，其次是医疗服务消费占比近三年持续超过 5%，四项服务类消费占比累计超过 20%。从时间上看，2019 年之前服务类消费整体占比持续上升，并在 2019 年达到 23.1% 的阶段高点，但 2020 年占比下降至 20.4%，服务消费占比下降主要来自两个方面，一是教育文化娱乐消费占比回落 2.3 个百分点，二是医疗服务消费占比回落 0.2 个百分点，前者主要受到教培行业政策变化影响，后者则是受到新冠疫情冲击。从服务消费的城乡分布看，服务消费更多受城镇居民消费所偏好，包括教育文化娱乐和其他用品及服务在内的服务消费金额，在 2013 年至 2021 年期间，农村居民服务消费支出与城镇居民服务消费支出的比例从 36.3% 上升至 47%，从消费结构占比看，农村居民服务消费支出在总消费支出的占比基本稳定在 12% 左右，城镇居民的服务消费支出占比最高达到 14.5%，2021 年为 13.6%。

图表 2. 居民服务消费的构成和占比



资料来源：万得，中银证券

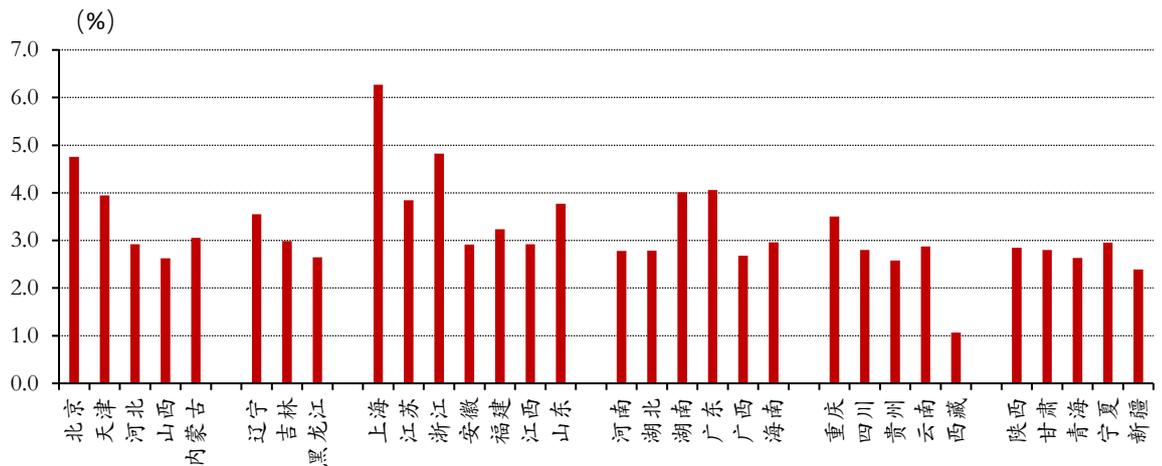
图表 3. 服务消费的城乡分布



资料来源：万得，中银证券

**服务消费与经济发展高度相关。**从 2020 年各省居民服务消费在全国居民服务消费占比超过 5% 的省份只有上海，且占比达到 6.3% 远超其他省份，占比超过 4% 的有北京、浙江、广东和湖南，大多数省份占比在 2% 至 3% 之间；分地区看，华东地区居民服务消费占比达到 27.8%，其次是华南地区占比为 19.3% 和华北地区占比 17.3%。从居民服务消费在各省的占比结构情况看，服务消费与经济发展程度高度相关，经济发达的东部地区消费占比明显更高，并且这一特点在教育文化娱乐和其他用品及服务两个消费分类上是一致的。

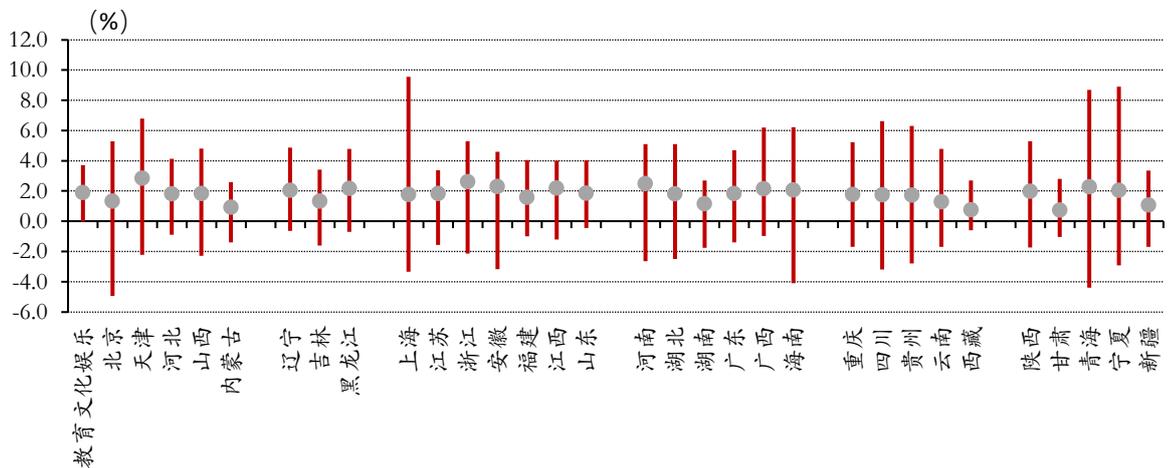
图表 4. 全国居民服务消费的地域分布



资料来源：万得，中银证券

消费服务价格的波动受需求影响较大。以教育文化娱乐价格为例，从 2015 年-2022 年 CPI 同比增速波动情况看，全国的波动范围在 0% 至 3.7%，31 个省市区波动范围基本都超过全国水平，其中波幅较大的省份包括青海、上海、宁夏、海南、北京等，波幅较小的包括西藏、甘肃、内蒙古、湖南、山东等；从平均增速看，2015 年-2022 年间，全国教育文化娱乐 CPI 同比平均增速 1.9%，各省份中平均增速较高的包括天津 (2.8%)、浙江 (2.6%)、河南 (2.5%)、安徽 (2.3%) 和青海 (2.3%)，平均增速较低的包括甘肃 (0.7%)、西藏 (0.8%)、内蒙古 (0.9%)、新疆 (1.1%) 和湖南 (1.2%)；从地区平均水平看，东北地区的价格波动幅度最小，西北地区的波幅最大，华东地区的平均同比增速最高，西南地区的平均增速最低。

图表 5. 全国居民服务消费价格的波动幅度



资料来源：万得，中银证券

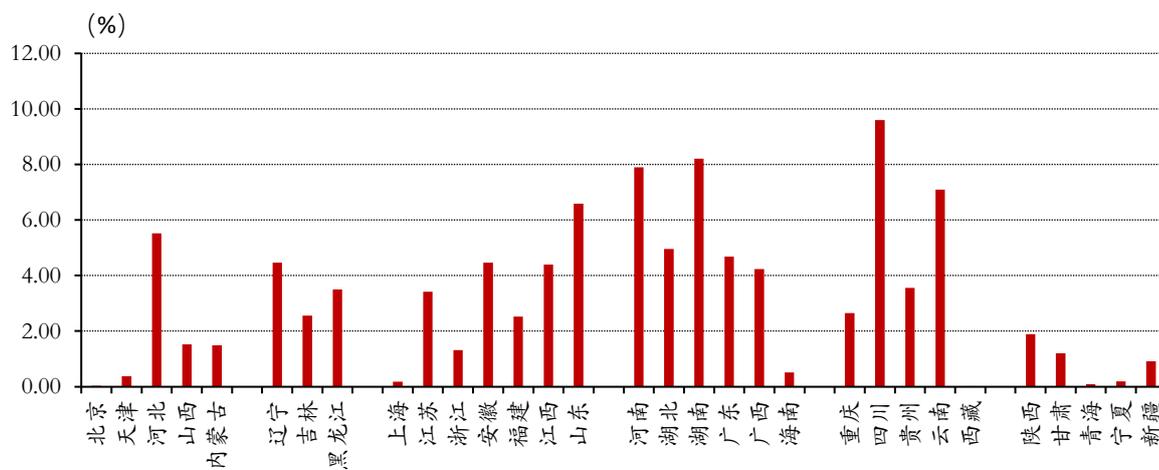
综上所述，CPI 中服务消费价格同比可以分为量的变化和价的变化。服务消费量与经济发展程度高度相关，经济发达地区，比如城市和东部地区，服务消费额占比明显偏高；从服务消费价格来看，受需求影响较大，平均增速仍是经济发达地区整体偏高，但是波动幅度的地域性特点不明显。

### 可贸易品

可贸易品根据贸易运输半径差异，大致可以分为国内贸易为主的品类和全球贸易的品类，前者主要包括食品，特别是生鲜类食品，后者则主要为工业产品。

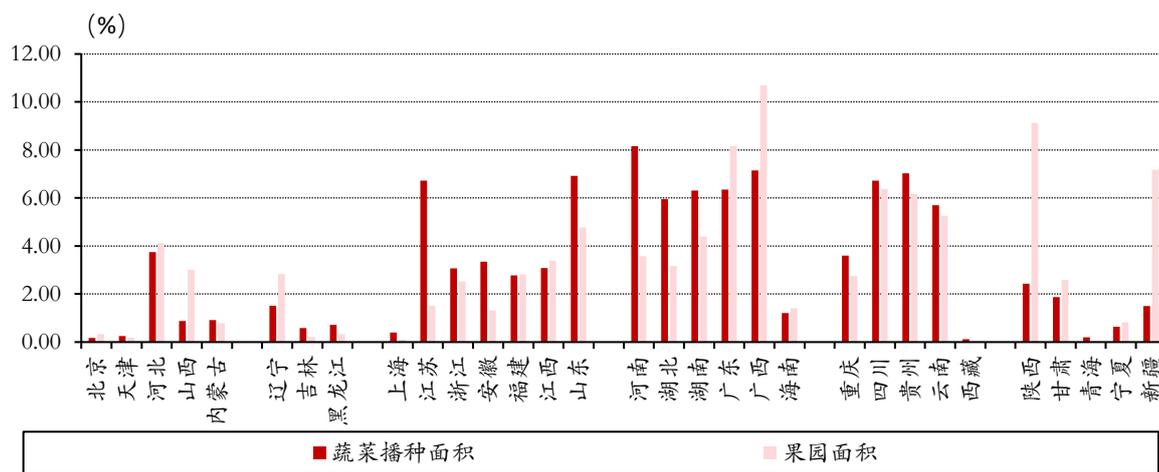
以生鲜食品为代表的国内贸易品。从月度 CPI 数据细项看，主要包括畜肉、鲜菜、鲜果、蛋类等。从 2020 年全国各省猪肉产量占比结构看，猪肉产量占比较高的省份为四川（9.6%）、湖南（8.2%）和河南（7.9%），从地区来看，华南地区六省猪肉产量占比达到 30.5%，西南地区和华东地区占比均达到 22.9%，以上地区累计占比达到 76.3%；从 2020 年全国各省蔬菜播种面积和果园面积结构看，蔬菜播种面积占比最高的省份分别是河南（8.2%）、广西（7.1%）和贵州（7%），果园面积占比最高的省份分别是广西（10.7%）、陕西（9.1%）和广东（8.2%），分地区看，华南六省的蔬菜播种面积和果园面积分别占比 35.1%和 31.4%，华东地区的蔬菜播种面积和果园面积分别占比 26.3%和 16.4%，西南地区的蔬菜播种面积和果园面积分别占比 23.2%和 20.6%，三地的蔬菜播种面积和果园面积累计占比 84.6%和 68.4%，此外西北地区的果园面积占比 19.8%，对鲜果供给端的影响也较大。

图表 6. 国内猪肉的主要生产地区



资料来源：万得，中银证券

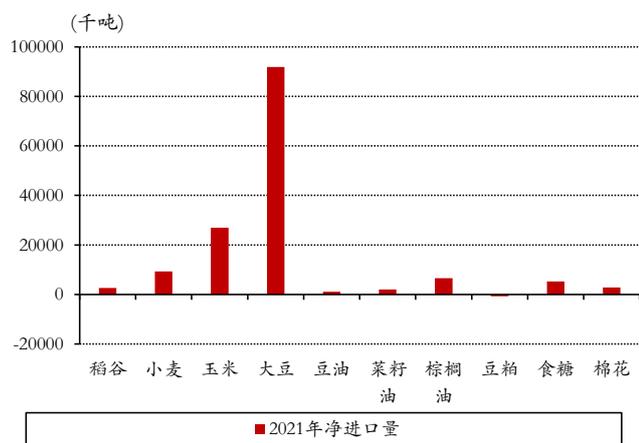
图表 7. 国内鲜菜鲜果的主要生产地区



资料来源：万得，中银证券

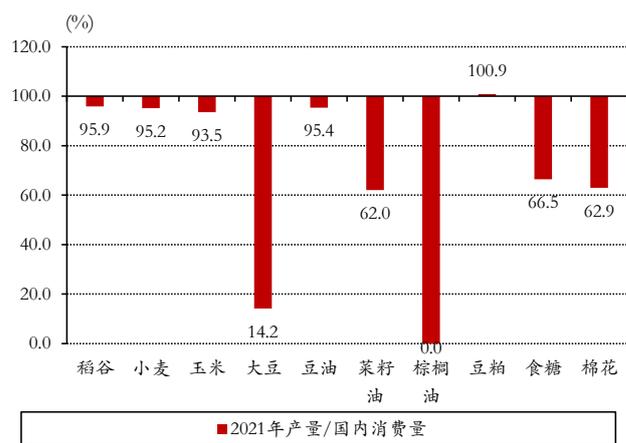
以大宗商品农产品为代表的国际贸易品。从月度 CPI 数据细项看，主要包括粮食、食用油等。2021 年我国主要农产品净进口量最高的分别是大豆 9190 万吨、玉米 2699 万吨和小麦 930 万吨，从主要农产品进口量在国内消费量占比来看，进口依赖度最高的是棕榈油，国内消费量基本完全依赖进口，其次是大豆，国内产销量占比仅有 14.2%，其他进口依赖度较高的大宗农产品分别是菜籽油、棉花和食糖。整体来看，国际大宗农产品中，谷物类农产品我国对外依赖度相对较低，但植物油、棉花、食糖三类对外依赖度较高。

图表 8. 2021 年主要农产品净进口量



资料来源：万得，中银证券

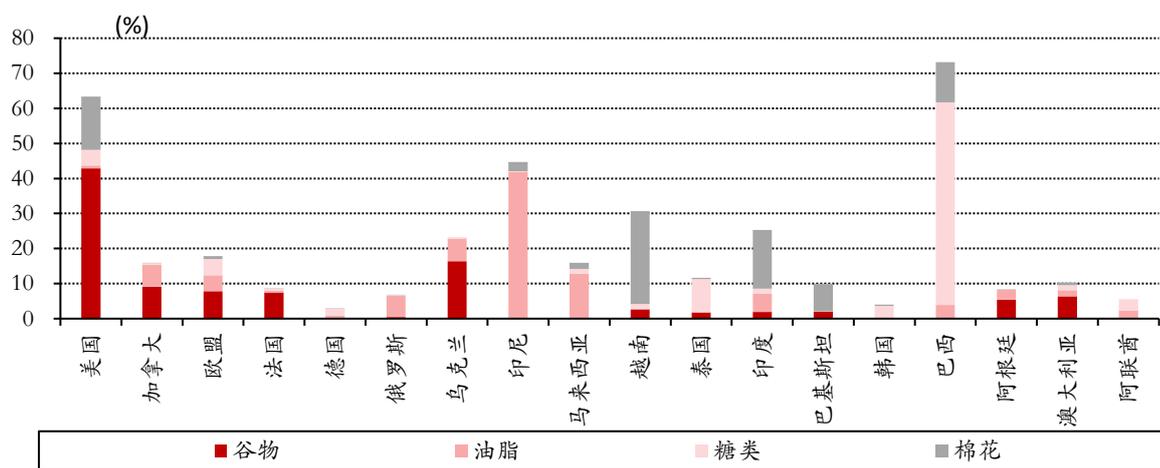
图表 9. 2021 年主要农产品国内消费量的进口依赖度



资料来源：万得，中银证券

我国农产品国际贸易对象相对集中在北美、东南亚，以及欧洲和南美部分国家。2021 年我国 HS 分类下，进口谷物、油脂、糖和棉花的进口额占比超过 2% 的主要贸易对象，在全球范围内主要集中在四个地区：谷物方面，在我国进口份额占比超过 2% 的国家和地区分别是美国、乌克兰、加拿大、欧盟、法国、澳大利亚、阿根廷、越南和巴基斯坦；油脂方面，在我国进口份额占比超过 2% 的国家和地区分别是印尼、马来西亚、乌克兰、加拿大、俄罗斯、印度、欧盟、巴西、阿根廷和阿联酋；糖方面，在我国进口份额占比超过 2% 的国家和地区分别是巴西、泰国、欧盟、美国、韩国、阿联酋和德国；棉花方面，在我国进口份额占比超过 2% 的国家和地区分别是越南、印度、美国、巴西、巴基斯坦和印尼。整体来看，上述品类农产品我国进口份额累计占比较高的贸易对象是巴西、美国、印尼、越南、印度和乌克兰。

图表 10. 2021 年我国主要农产品进口来源结构



资料来源：万得，中银证券

综上所述，食品方面大部分 CPI 的构成项目我国能够实现内循环供需基本平衡。以国内贸易为主的生鲜类产品，产地主要集中在华南、华东和西南地区；国际贸易较多的品类包括谷物、油脂、糖类和棉花，其中谷物的自给率较高，对外贸易依赖度最高的是油脂，其次是糖和棉花，上述农产品主要来自北美、东南亚、南美和欧洲。

食品之外的消费品基本属于工业产品。比较统计局《居民消费支出分类（2013）》的分类与 CPI 月度数据的分类，CPI 中家用器具分类包括大型家用器具、小型家用电器和家用电动工具和设备，以及交通通信分类中的交通工具、交通工具燃料、交通工具使用和维修和通信工具，基本属于工业产品。相较于服务产品的不可贸易型、食品类产品生产的分散性、地域性和贸易半径相对较小等特点，一般工业产品具有生产集中、贸易范围大、供求结构相对稳定等特点。另外工业产品中包括交通工具燃料，根据我们推算，2021 年燃料权重虽然仅有 1.8%，但有两个重要特点，一是与国际原油价格高度关联，这也导致燃料价格波动性显著超过其他 CPI 构成项目，二是国际能源价格波动对 CPI 的直接影响体现在交通工具燃料项目中，但是通过能源化工产品整体对通胀的影响较大。

图表 11. 主要工业品的分类

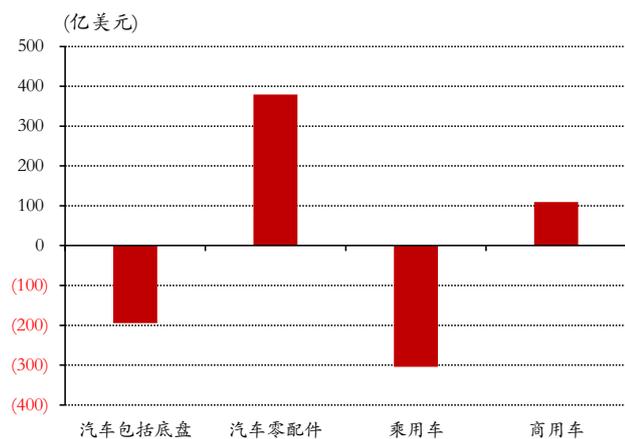
大类	中类	小类	大类	中类	小类	
生活用品及服务	家具及室内装饰品	家具	交通和通信	交通	交通工具*	
		家具材料			交通工具用燃料等*	
		室内装饰品			交通工具使用和维修*	
	交通费					
	家用器具*	大型家用器具		通信工具*	通信	电信服务*
		小型家用电器		邮递服务*		
	家用电动工具和设备					
	家用纺织品	床上用品				
		窗帘门帘				
		其他家用纺织品				
家庭日用杂品	洗涤及卫生用品					
	厨具、餐具、茶具等					
	家用手工工具					
	其他家庭日用杂品					
个人护理用品	化妆品					
	其他个人护理用品					
家庭服务*	家政服务					
	家庭设备修理					

注：带“\*”的项目有统计局发布的月度 CPI 数据

资料来源：统计局，中银证券

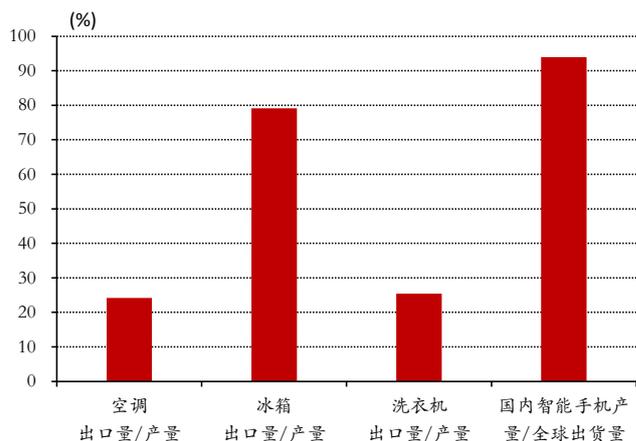
我国具备工业产品供给端优势。交通工具类产品方面，2021 年我国虽然整体维持小幅逆差，特别是在乘用车和汽车底盘产品方面，但我国生产端在供应链方面的优势于交通工具产品方面也有体现，2021 年汽车包括底盘产品出口同比增长 119.2%，截至 2022 年 7 月累计同比增长 54.3%（数据来自统计局），一定程度上表明，我国交通工具产品生产能力和全球份额不断上升；家用器具和通信工具方面，我国则具有明显的国际比较优势，2021 年我国空调和洗衣机产品出口量占全国产量比例超过 20%，冰箱的出口量在产量占比接近 80%，国内智能手机产量在全球出货量占比超过 90%，表明我国在上述工业产品领域具备产能的明显优势。工业产品价格的波动，一方面来自成本变化的影响，另一方面来自供求结构和供应链变化的影响，考虑到工业产品生产成本中大宗原材料价格的变化具有国际可比性，则具备工业产品稳定生产能力的地区，拥有更大的产品定价权和相对更稳的工业产品价格波动。

图表 12. 2021 年交通工具整体小幅逆差



资料来源：万得，中银证券

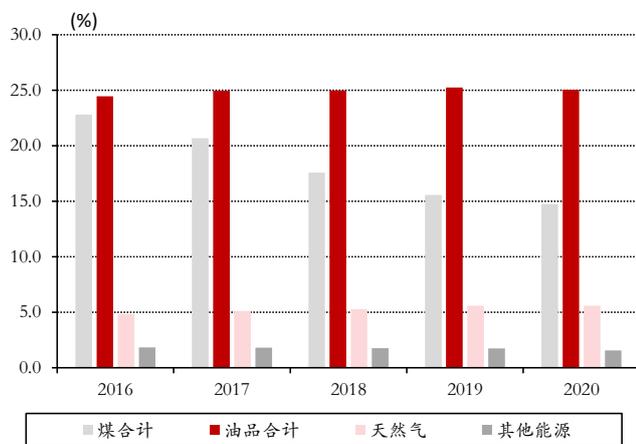
图表 13. 2021 年国内工业产品生产具备国际优势



资料来源：万得，中银证券

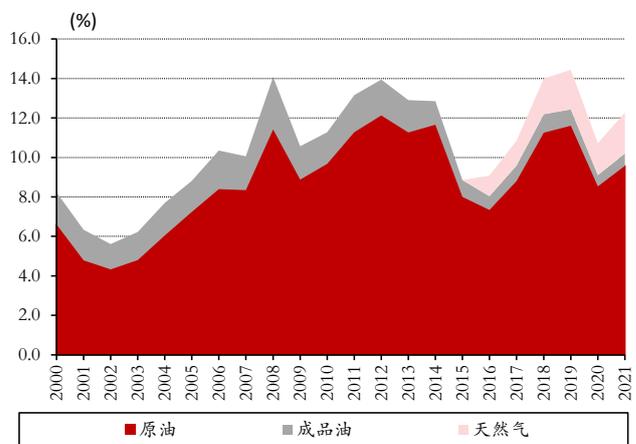
国际能源价格波动对我国 CPI 的影响比较直接。我国能源消费至今仍是煤炭和石油为主，从我国能源终端消费量结构看，2016 年至 2020 年间煤消费占比从 20% 持续下行至 15% 下方，同时期内，油品消费占比基本维持在 25% 左右水平，天然气消费占比则小幅上升至 5% 上方。但我国能源的进口依赖度较高，2000 年以来，原油、成品油、天然气三类产品进口额在进口总额中的占比最低时为 5.6%，最高时共计达到 14.4%，其中原油进口额占比最高达到 12.1%。能源类产品对外依赖度高，也意味着当国际能源价格波动时，会对我国 CPI 相关品类产生直接影响。

图表 14. 我国能源消费结构中煤和油品占比最大



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 我国油品消费的进口依赖度较高



资料来源：万得，中银证券

综上所述，工业品中的能源类产品，我国受制于进口依赖度高，因此定价权较小，当国际能源价格波动时将直接对 CPI 产生影响，但是其他工业品方面，由于我国具备供给端生产和供应链两方面优势，因此国内不仅具有较强的定价权，而且价格波动也相对较小。

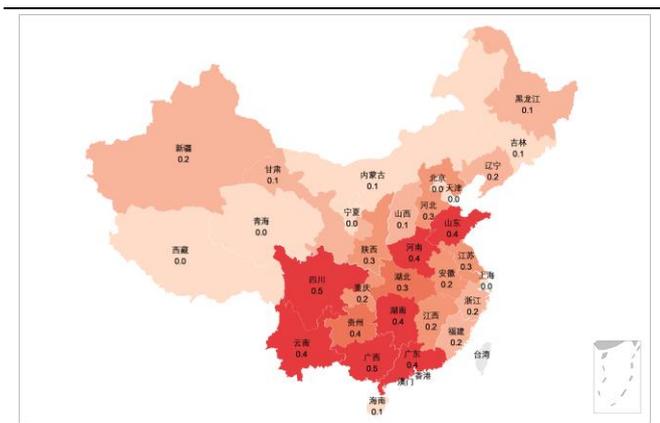
## CPI 的空间定价权

### 国内定价权

从 CPI 分类项目的权重看，国内定价权关注猪肉、鲜菜、鲜果和服务四项。国内定价的消费品主要包括食品和服务两大类：其中食品的定价更容易受供给端波动影响，因此重点关注的是食品生产的地域性特征，结合容易追溯生产地的食品消费分类，重点跟踪猪肉、鲜菜和鲜果三类；服务的定价与食品不同，更容易受到需求端波动的影响，因此以居民年消费支出总额在各省之间的结构占比作为权重。定价权的计算采用 CPI 该品类在全国的生产或消费结构占比乘以该品类的权重，再汇总同一地区不同品类的定价权作为该地区的 CPI 定价权重。从结果看，以猪肉、鲜菜和鲜果为代表的食品定价权整体占比 6.7%，占比较高的省份包括四川（0.51%）、广西（0.48%）、河南（0.45%）、湖南（0.43%）和广东（0.42%），由于服务的权重达到 43.2%，因此加上服务之后，国内各省的 CPI 定价权发生较大变化，占比较高的省市分别为上海（2.72%）、浙江（2.24%）、广东（2.17%）、湖南（2.16%）和北京（2.07%）。

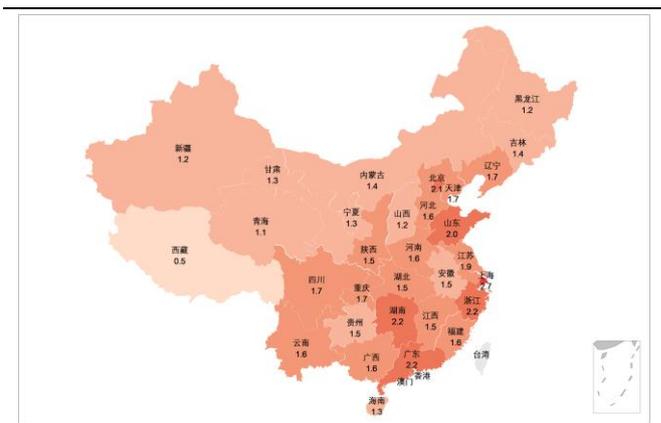
居民消费供需稳定的情况下，经济发达地区的定价权更大。从食品中的猪肉、鲜菜、鲜果，以及服务综合情况看，各省市自治区在 CPI 中的综合权重，与经济发展程度相关性最强，其次是食品生产的地域性：沿海经济发达地区权重最高，主要是受经济发达带动服务消费需求强劲，因而大幅提升了本地的服务消费定价权，其中比较有代表性的地区是上海和北京；与之相对应的是中部和西部地区，在 CPI 中的定价权高，主要是受相关食品生产优势带动，比较有代表性的是广西和云南。

图表 16. 食品的定价权结构 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 食品和服务的定价权结构 (%)

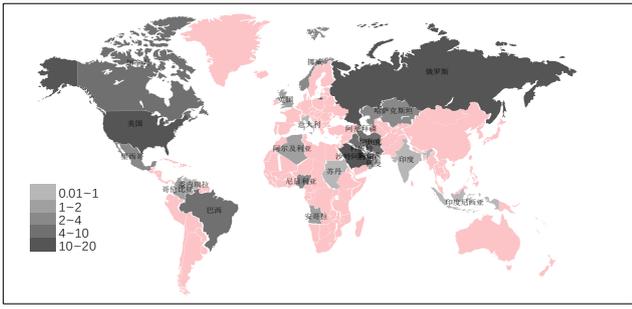


资料来源：万得，中银证券

### 国际定价影响

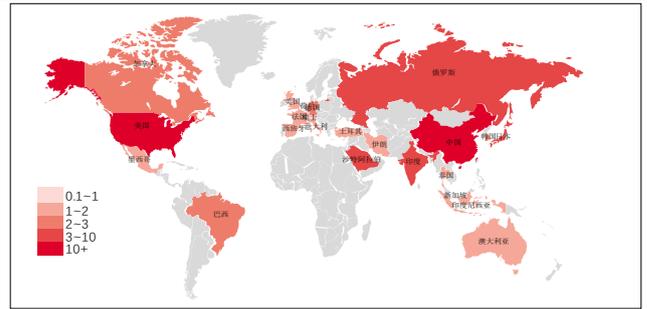
**原油的供求。**从国际贸易的角度看，我国消费品中国际依赖度较高的项目不仅有原油，还有农产品中的油脂油料类，但综合消费品定价模式和储备制度，国际原油价格波动对我国 CPI 的影响更加直接。原油作为大宗商品，现货价格随期货市场定价实时波动，但整体仍主要受供求影响，特别是供给端的波动对原油价格影响较大。从 2021 年国际原油产销结构看，生产端占比较高的国家和地区包括美国、俄罗斯、沙特、加拿大和伊拉克，上述国家在生产端累计占比超过 60%，包括天气影响、协定限产、国际制裁等在内，对供给地区产生影响的因素都将影响油价。需求端占比较高的包括美国、中国、欧盟等国家和地区，因此需求端的波动与全球发达国家和大经济体经济增速相关度较高。综合来看，CPI 的国际定价权主要来自原油的供需双方。

图表 18. 2021 年国际原油产量结构 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 2021 年国际原油消费量结构 (%)



资料来源：万得，中银证券

## 时间定价权

CPI 同比增速的波动在时间维度上，既表现为幅度高低，也表现为持续时间长短。从 2002 年以来 CPI 在 3% 上方持续上行的四个时间段，分析四次 CPI 走高背后都有哪些项目的推动。

### CPI 同比增速的波幅

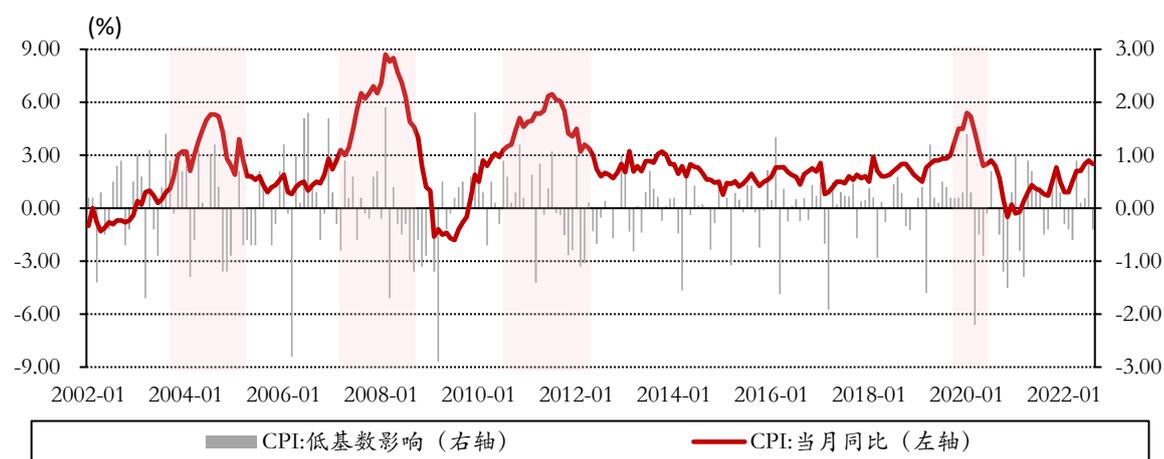
#### CPI 走高的四个时期

2002 年以来经济经历了两个发展阶段。我们以 2002 年为起始，主要是考虑我国入世之后经济发展的大环境前后一致性。2002 年至今我国大的经济发展背景可以分为两个阶段，以 2008 年为分水岭，一是金融危机之前，我国 GDP 增速在较高水平，同时 CPI 整体波动幅度较大且中枢水平偏高，二是金融危机之后，特别是金融危机对国内第一波冲击过去之后，随着经济增速稳步下台阶，我国 CPI 同比增速波幅减小且中枢下移至 2% 附近，直至 2019 年猪肉价格上涨重新推动 CPI 上行。

期间四次高通胀持续时间半年到两年不等。2002 年以来共有四个时间段，CPI 同比增速在 3% 上方，分别是 2003 年 11 月-2005 年 2 月、2007 年 3 月-2008 年 10 月、2010 年 5 月-2012 年 5 月、2019 年 9 月-2020 年 4 月，四次高通胀分别持续了 16 个月、20 个月、25 个月和 8 个月，其中持续时间最短的是 2019 年-2020 年间。

高 CPI 同比未必都对应着环比走高。从四次高通胀时期 CPI 环比表现来看，在通胀中后期环比增速已经出现明显下滑。由于 CPI 同比增速可以由过去 12 月的 CPI 环比连乘得到，因此比较当月 CPI 环比和去年同期环比增速来看，四个高通胀时期当中受到 CPI 环比低基数影响的时间分别为 5 个月、8 个月、10 个月和 2 个月，占高通胀时间约为 25%-40%。可以理解为在通胀的后期，受到低基数影响 CPI 同比增速没有出现很快回落，但已经失去了进一步上行的动力。

图表 20. CPI 同比与低基数的影响

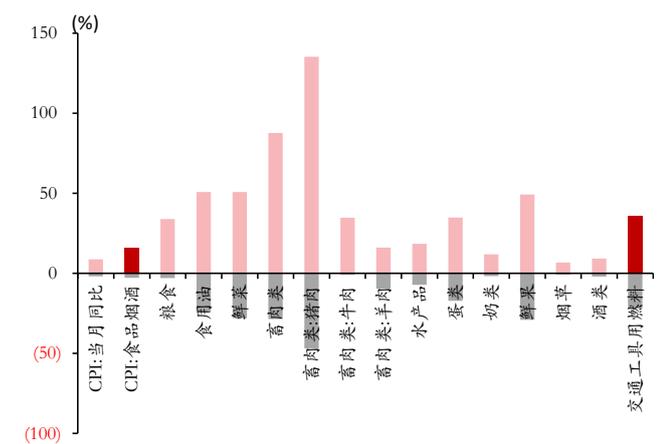


资料来源：万得，中银证券

#### CPI 同比增速的大幅波动主要来自食品和能源

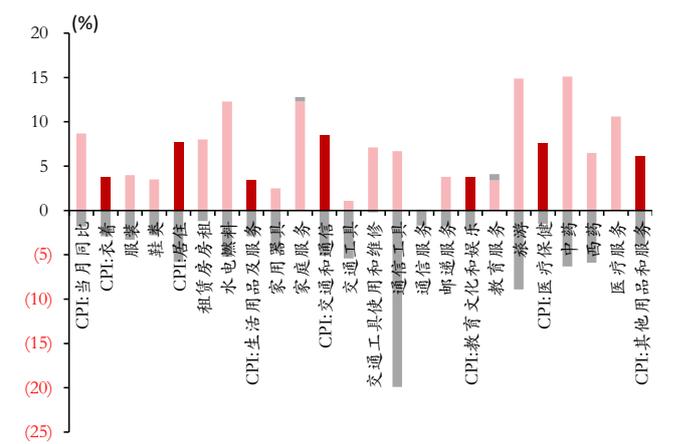
核心 CPI 的波幅更小，食品和能源是推动 CPI 增速上限的重要原因。2002 年以来，CPI 同比增速的波动区间是 -1.8% 至 8.7%，从大类看波幅较 CPI 整体小的有教育文化娱乐、生活用品及服务、衣着、医疗保健和其他用品和服务，相较之下，波幅最大的项目是食品烟酒，其次是交通通信。从中类的波幅看，公布数据的核心通胀中类波幅基本在 -25% 至 20% 区间，但食品和燃料的同比增速高点超过 30% 的情况，在各中类中并不少见，其中同比增速波幅较大的是猪肉、鲜菜、鲜果、食用油、燃料。

图表 21. 食品和能源 CPI 自 2002 年以来同比增速波动范围



资料来源: 万得, 中银证券

图表 22. 核心 CPI 构成自 2002 年以来同比增速波动范围



资料来源: 万得, 中银证券

## 高通胀构成拆分

### 食品的推动

如果将食品分为主粮类、油类、蛋白质类、生鲜类四个品类，那么 2002 年以来四次高通胀时期，食品构成的表现不同。

**2003-2005 年间除了鲜菜都走高。**粮食价格同比持续维持在较高水平，最高点出现在 2004 年 4 月同比增速达到 33.9%，此后持续回落，2005 年 2 月回落至 11.6%，3 月开始受到高基数影响同比增速快速回落至 1.3%；与粮食价格同样持续走高的是畜肉类和蛋类，在高通胀期间同比增速持续处于两位数上方；水产品价格的高增长开始于 2004 年 3 月，食用油价格同比高增则主要集中在 2004 年 2 月-2004 年 10 月期间。整体看 2003-2005 年期间，主要推高食品通胀的品种是粮食。

**2007-2008 年间除了粮食都走高。**2007-2008 年间通胀的结构发生较大变化，此前涨幅明显的粮食类在本轮通胀过程中价格相对平稳，虽然除了粮食其他品类价格同比都走高，但幅度和时间有明显差异。表现最强劲且首先上行的是食用油和畜肉类，二者走势高度一致，食用油价格同比增速最高到达 50.7%，畜肉类同比增速最高也到达 49%，其中猪肉价格最高到达 80.9%，鲜菜价格虽然也在中后期明显出现跟随上涨，但价格大幅上涨时间集中在中期，持续时间相对较短。

图表 23. 粮食和食用油价格同比波动



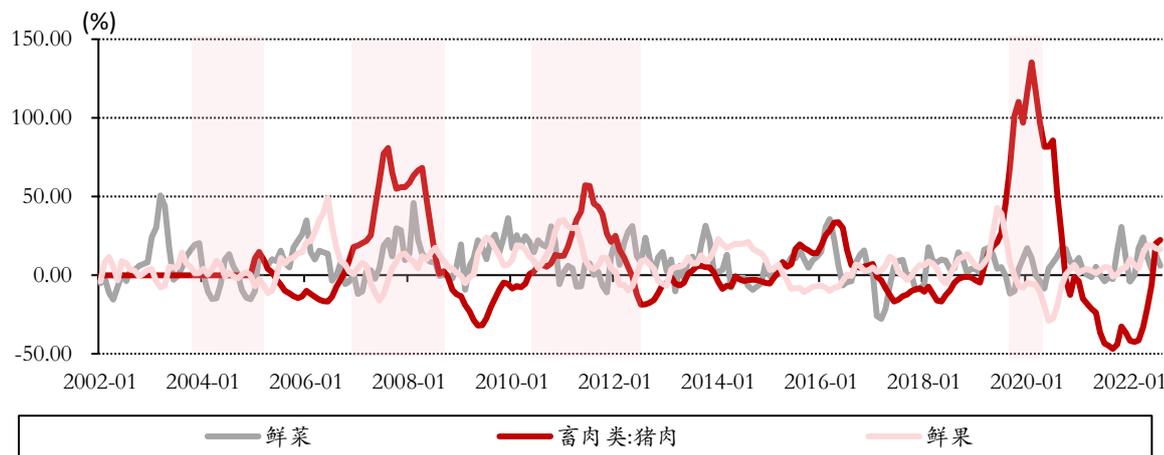
资料来源: 万得, 中银证券

**2010-2012 年间鲜菜价格再次拖后腿。**2010-2012 年间，受到基数因素影响鲜菜的价格表现最为平稳，畜肉价格同比增速在中后期明显走高，最高达到 33.6%，食用油价格的走势与畜肉一致，但涨幅低于畜肉，大幅上涨的时期也更短，同比增速最高达到 18%，此次通胀上行期粮食的价格也前中期也明显上行，最高增速达到 15.6%。此次通胀有两个特点，一是各品类涨幅普遍较此前低，二是通胀持续时间较以往更长。而且虽然在整体高通胀期间鲜菜价格表现不明显，但主要是因为鲜菜领先于整体通胀率先上行造成的高基数导致的。

**2019-2020 年间猪肉价格一骑绝尘。**不同于之前三次通胀时期食品价格的普遍上行，2019-2020 年间通胀上行主要是由畜肉带动的，从涨幅来看，畜肉价格同比增速最高达到 135.2%，也是大幅超过了此前三次通胀时期。但由于通胀期间其他食品价格表现不显，因此此次高通胀时间持续较短，只有 8 个月，通胀的持续影响明显弱于此前三次高通胀时期。

**2015 年之后食品价格的波动主要看畜肉和鲜菜。**从四次高通胀时期食品价格波动特点比较来看，粮食和食用油的价格波动幅度越来越小，2015 年之后同比价格波动幅度较大的食品项目基本是畜肉和鲜菜。不同的是，鲜菜的波动相对频繁，但波动幅度也相对偏小，畜肉价格波动的周期相对较长，但波动幅度也更大。

图表 24. 猪肉、鲜菜和鲜果价格同比波动



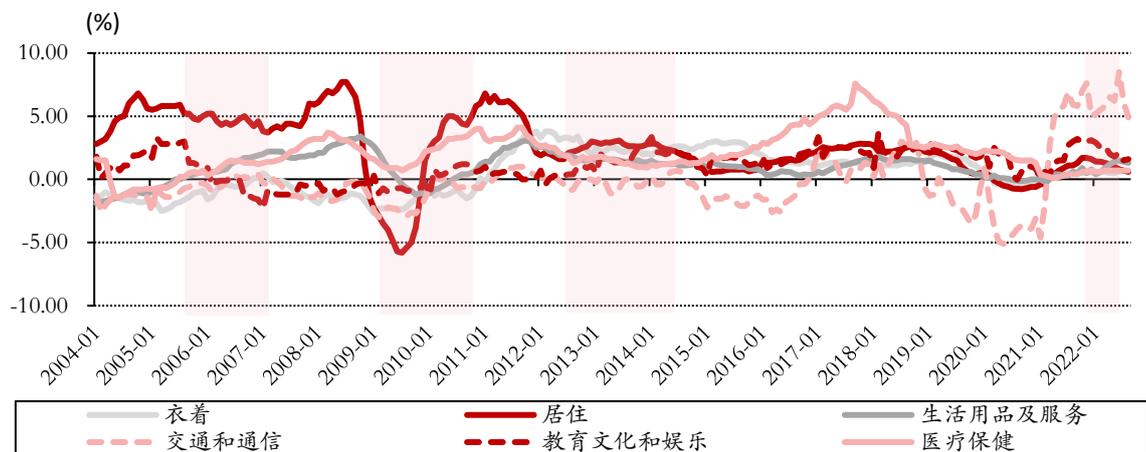
资料来源：万得，中银证券

**没有食品价格上行难有高通脹，仅有食品价格上行的高通胀难长久。**从 2002 年之后的四次高通胀时期来看，背后都有食品价格大幅上行，并且从食品价格表现的分化来看，只有一种食品价格同比增速大幅上行也能推动通胀上行，但是持续时间就明显偏短，长时间的高通胀背后基本都出现了食品价格内部共振上升的情况。

### 非食品类的推动

**高通胀时期非食品中核心通胀部分的价格也会上行，只是幅度较小，且每次高通胀时期表现不同。**高通胀时期非食品类价格的表现有分化和一致上行两种情况。2003-2005 年间、2019-2020 年间两次高通胀时期，非食品项目的价格表现以分化为上，上行明显的包括前一个时期的居住和后一个时期的医疗保健；2007-2008 年间、2010-2012 年间两次高通胀时期，非食品项目价格的表现则相对一致，前一个时期除了衣着价格疲弱，居住、生活用品及服务以及医疗保健价格同比增速都处于较高水平，后一个时期则更是价格全面上行。但从分类价格同比增速波动幅度看，衣着、居住、生活用品及服务、以及医疗保健价格的波动范围通常在 -4%-4% 区间范围内，只有部分极端情况下部分类别的价格才会超出这个波动范围。

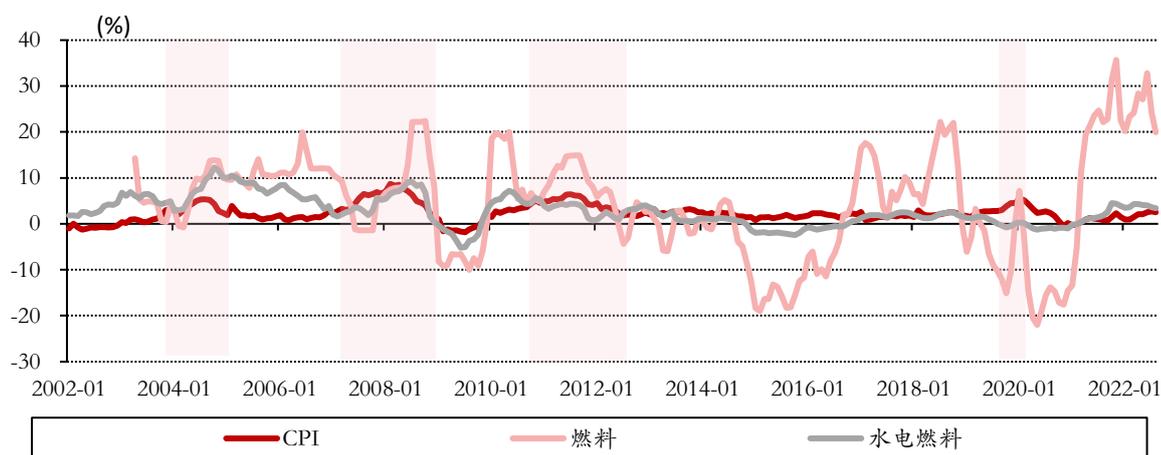
图表 25. 对 CPI 造成重要影响的非食品



资料来源：万得，中银证券

能源的波动大，但在 CPI 的直接推动较小，更多是与其他项目同比增速上行形成共振。能源和食品一样，是核心 CPI 当中剔除的影响因素，也是 CPI 构成中波动最大的项目之一。从历史数据看，2002 年至 2021 年之间燃料价格的波动范围主要在-20%至 20%之间，波动幅度显著超出其他品类，受能源影响较大的水电燃料价格波动也比较明显，但幅度明显更小，而且 2012 年之后水电燃料的价格波动也显著减小，这也与我国公共事业产品定价方式有关。燃料价格主要受海外原油价格波动影响，虽然波动频繁幅度明显，但在 CPI 中的权重较小，因此自身直接推动 CPI 上行的可能性较小，历史上燃料价格同比大幅波动但 CPI 同比增速平稳的例子如 2006-2007 年、2010 年、2015-2016 年、以及 2017-2019 年间等，但如果燃料价格同比大幅波动与其他品类的价格波动形成共振，则可能推动 CPI 同比增速的幅度和持续时间。

图表 26. 能源与 CPI 增速



资料来源：万得，中银证券

服务价格的波动相对比较平稳。从趋势看，服务价格同比增速与 CPI 同比增速的走势非常相似，最大的差别在于波幅明显偏低，最近两次服务价格同比增速与 CPI 增速背离的情况，一次出现在 2017 年，服务价格同比增速上行，但 CPI 整体处于较低水平，另一次是 2019 年之后服务价格同比增速持续下行，但 CPI 增速在猪肉价格推动下持续上升。整体来看，服务价格同比增速的走势相较其他分类有自身特点：一是波幅较小，服务价格同比增速大部分时间在-3%至 3%区间内，2002 年以来服务价格同比增速只有两次比较持续的超过 3%，分别出现在 2005 年和 2011 年，二是增速中枢变化不大，2008 年之前服务价格同比增速中枢在 2%左右，2012 年之后虽然国内经济增速稳步下台阶且通胀中枢也随之下移，但服务价格同比增速中枢仍在 2%左右。

图表 27. 服务价格同比与 CPI 增速



资料来源：万得，中银证券

## 造成共性品类价格上涨的原因

### 四次高通胀的主要贡献品类

2003-2005 年：食品当中的**粮食、食用油、猪肉**，非食品当中的**居住、燃料**。

2007-2008 年：食品当中的**猪肉、食用油、鲜菜**，非食品当中的**居住、医疗保健、衣着、燃料**。

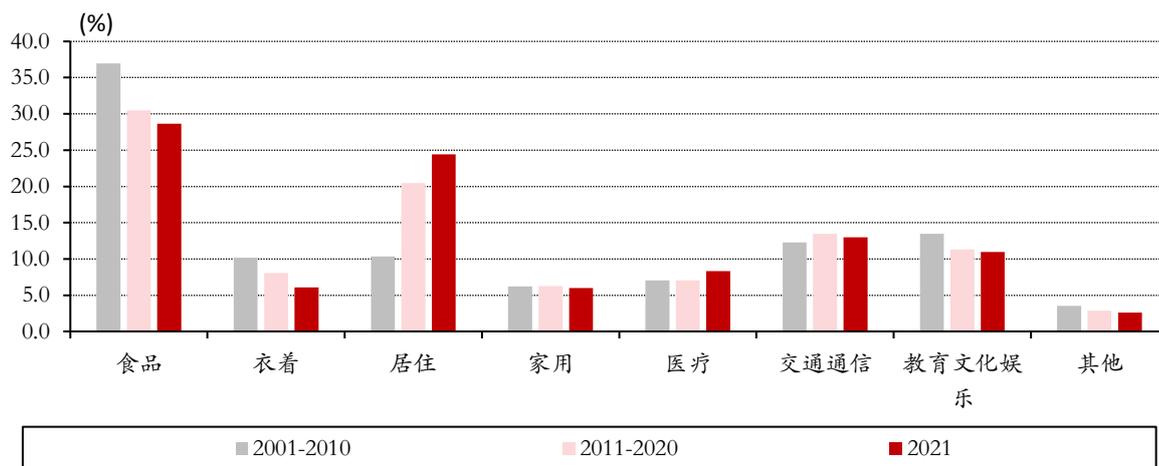
2010-2012 年：食品当中的**猪肉、食用油、粮食**，非食品当中的**居住、医疗保健、衣着、生活用品、燃料**。

2019-2020 年：食品当中的**畜肉**，非食品当中的**医疗保健和教育文化娱乐**相对走高。

从 2000 年以来四个高通胀时期的各品类价格变化看，高通胀的背后都有食品价格上涨，特别是**猪肉**价格通常出现明显上行，其中有三个时期叠加了**居住和燃料**价格上涨。非食品价格如果上涨不明显，则通胀持续时间会相对偏短，如果非食品价格中的燃料价格形成共振上行，则可能推动通胀的幅度明显走高，如果食品和燃料之外还叠加了居住或服务价格上行，则会出现比较全面的通胀，且通胀时间较长。

随着居民消费结构的变化，食品对通胀的影响将**边际减小**。CPI 中的一篮子消费品权重是根据居民年消费结构调整的，从 2001 年以来城镇居民消费结构变化趋势看，变化最明显的是食品和衣着的消费占比持续下降，居民消费占比逐年上升，此外医疗、交通通信、教育文化娱乐等服务消费整体占比有小幅上升趋势。从城镇居民的消费结构变化趋势看，未来食品价格波动对 CPI 的影响依然显著，但影响 CPI 波动的幅度将随着权重下降而减小，服务价格对 CPI 的影响则将随着权重上升而加大。

图表 28. 2001 年以来城镇居民消费结构变化趋势



资料来源：万得，中银证券

### 主要推动项持续的时间

大类当中医疗保健价格同比上行周期最长，中类当中粮食价格同比增速上行周期最长。自 2002 年以来，大类当中，食品烟酒有过 5 次同比价格上升周期，平均持续 18.2 个月，居住有过 5 次同比价格上升周期，平均持续 23.2 个月，教育文化娱乐有过 4 次同比价格上升周期，平均持续 16.3 个月，医疗保健有过 4 次同比价格上升周期，平均持续 27.3 个月；中类当中，燃油有过 4 次同比价格上升周期，平均持续 21.3 个月，食品中，粮食有过 4 次同比价格上升周期，平均持续 23.3 个月，食用油有过 3 次同比价格上升周期，平均持续 21.7 个月，猪肉有过 4 次同比价格上升周期，平均持续 21.7 个月，鲜菜和鲜果分别有过 14 次和 11 次同比价格上升周期，平均持续 8.8 个月和 10.3 个月。从结果看，消费品价格与其生产周期相关性紧密，服务价格则与经济周期相关性较大。

图表 29. CPI 同比重要推动类别的通胀上行周期长度（月）

分类	CPI	大类平均周期时长	中类平均周期时长	分类	CPI	大类平均周期时长	中类平均周期时长
食品烟酒	粮食	18.2	23.3	居住	租房房租	23.2	
	食用油		21.7		水电燃料		
	鲜菜		8.8	生活用品及服务	家用器具		
	畜肉类：				家庭服务		
	猪肉		20.0		交通工具		
	牛肉			交通和通信	交通工具用燃料		21.25
	羊肉				交通工具使用和维修		
	水产品				通信工具		
	蛋类				通信服务		
	奶类			教育文化和娱乐	邮递服务		
鲜果	10.3	教育服务	16.25				
烟草		医疗保健	旅游				
酒类			中药	27.25			
衣着			西药				
	服装		医疗服务				
	鞋类		其他用品和服务				

资料来源：统计局，万得，中银证券

## 货币定价权

通胀是商品的价格表现，理论上当货币发行增速显著超过经济增速，则容易引发通胀。在全球化背景下，商品的国际流通对通胀的影响较以往有所加大，商品端较低的海外进口依存度和较高的生产能力明显有助稳定国内通胀水平。当商品供求结构整体相对平稳时，货币对通胀的影响主要体现在货币当局提供的流动性超出实体经济需求。

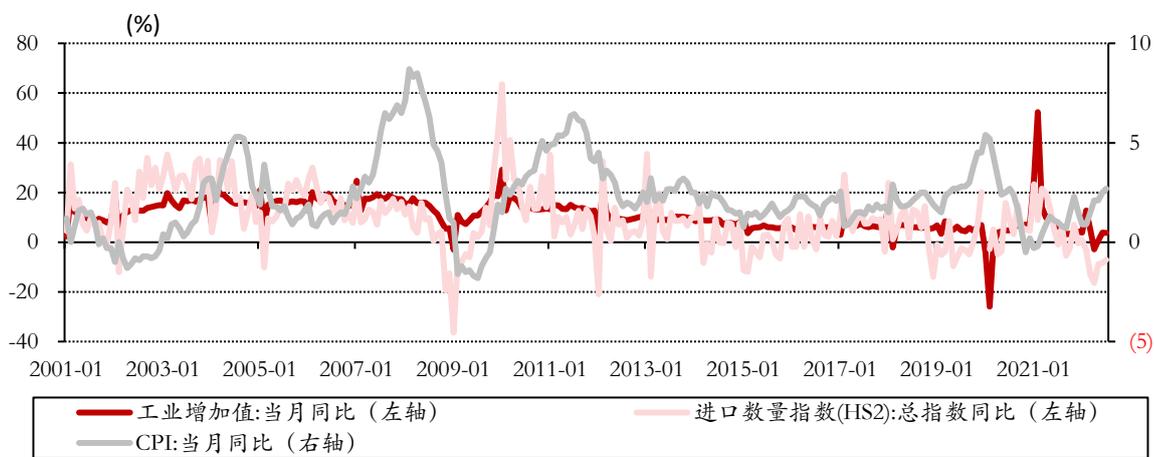
### CPI 与物量

**物价与物量的关系依托于商品的供求关系。**供求决定商品价格，在供应链顺畅的情况下，当商品供小于求推升价格，短中期内既可以通过提高产能利用率扩大产出，也可以提高进口量来弥补供给量的不足，中长期内若需求持续上升，则可能推动供给端加大固定资产投资来扩大生产规模，提高产品供给水平，形成供需结构再平衡，从而推动价格下行。反之，当供过于求时，商品价格下降，供应端则可以通过控制生产、加大出口、甚至缩减生产规模、产品转型升级等方式重新调整供给结构，从而达到供求新均衡。如果用经济增长衡量需求变化，则产品供给端的变化主要可以分为国内生产和进口两部分。

**进口物量对物价的波动更敏感。**我国进口数量指数同比增速在 2001 年至今期间整体波动较大，其中 2007 年之前受入世影响，进口增速维持在 20% 上下波动，2011 年之后波动中枢则整体下移至 5% 左右。从通胀和进口数量增速的关系看，在 2004 和 2010 年通胀上行的过程中，都出现了进口数量同比增速上升的过程，但并不是每次通胀上行都对应进口数量上升。我们认为背后主要原因有两个：一是从进口的角度看，我国自 2001 年以来国内经济经过持续转型升级，生产能力、贸易方式和进口产品结构发生较大变化，随着我国内部循环逐渐完善，消费品对进口的依赖度有所下降，二是每次通胀上行的推动因素不同，以 2019 年为例，推动通胀的主因是猪肉价格上涨，商品本身对国际贸易的依赖度低，因此较难体现在进口数量上。

**工业增加值同比增速的趋势性更强。**从近二十年通胀的波动情况看，2012 年前我国通胀波动性更强的时候，工业增加值同比增速更高，此后在通胀中枢下移的过程中，工业生产的增速水平也整体下行。但我们认为从经济逻辑上看，生产增速下行是因，通胀波动性下降是果。

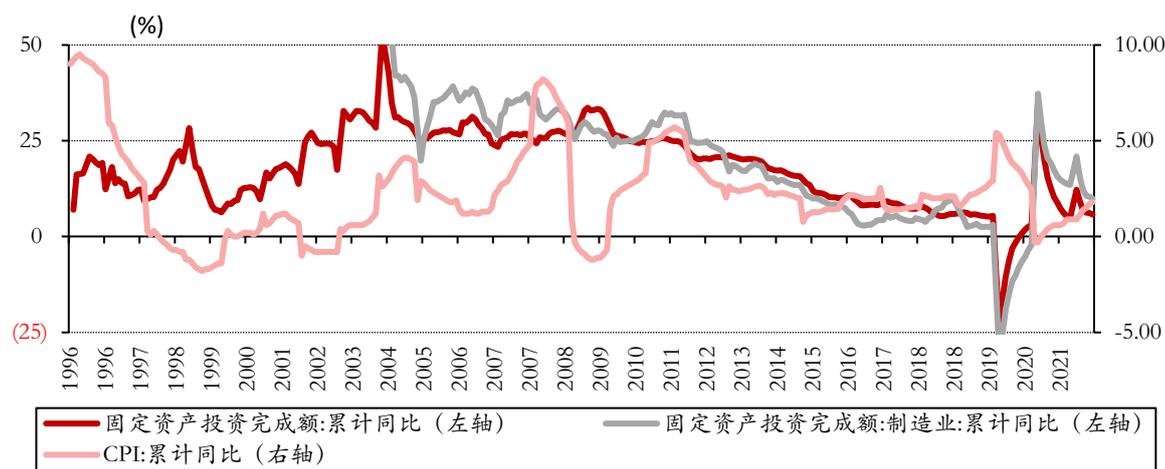
图表 30. CPI 增速与供给端增速



资料来源：万得，中银证券

固定资产投资十年高速增长完善了国内供给端生产能力。2000年之前我国固定资产投资增速也在10-20%的较高水平区间波动，但2001年入世之后，随着我国加入全球经济一体化进程不断加深，发展空间随之打开，我国开始成为全球贸易中的生产端。2002年-2013年期间，我国固定资产投资累计同比增速维持在20%上方，期间制造业固定资产投资累计同比增速更高，进一步确定了我国在全球供给端的优势。2013年之后，制造业投资增速开始落入并持续在固定资产投资增速下方，表明我国生产端累计优势的过程开始放缓。

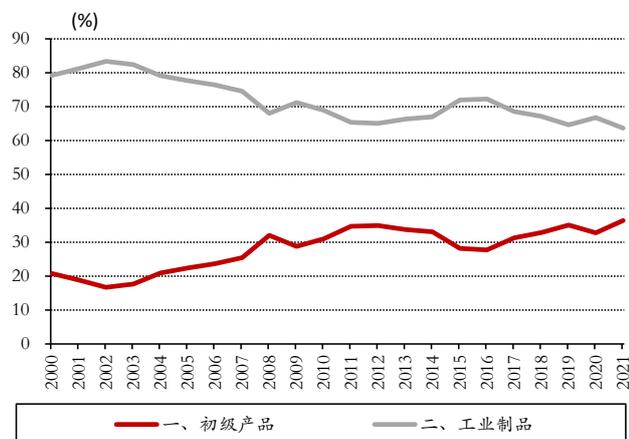
图表 31. CPI 增速与固定资产投资增速



资料来源：万得，中银证券

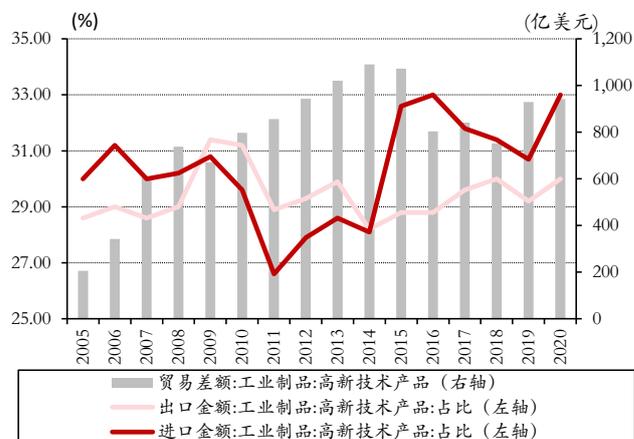
我国进口产品结构印证了国内生产端升级的过程。一是初级产品进口占比逐渐扩大，而工业制品的进口占比逐年下降。2002年我国初级产品进口占比仅为16.7%，工业制品的进口占比达到83.3%，此后随着我国国内供给能力上升，2012年初级产品进口占比升至34.9%的阶段高点，工业制品的进口额占比降至65.1%。工业制品进口额占比下降，主要表明国内生产能力上升，降低了相关产品对进口的依赖度。二是高新技术产品的贸易差额不断上升，是我国生产端转型升级在出口产品的表现。另外从高新技术产品在进口金额的占比看，2005-2009年处于较高水平，或对2010年-2015年我国高新技术产品贸易差额不断上升起到一定带动作用，可以关注2015-2017年高新技术产品在进口金额的占比再次上行，是否会对2019年及之后的贸易差额产生正面影响。

图表 32. 工业制品进口占比逐年下降



资料来源：万得，中银证券

图表 33. 高新技术产品在进口中占比上升



资料来源：万得，中银证券

从过去二十年我国国内生产能力和物价走势的关系看，随着我国供给端生产能力的逐渐完备，我国通胀的中枢下移、波动性减小。在商品供求结构相对稳定的情况下，货币条件对通胀的影响更为明显。

## CPI 与货币

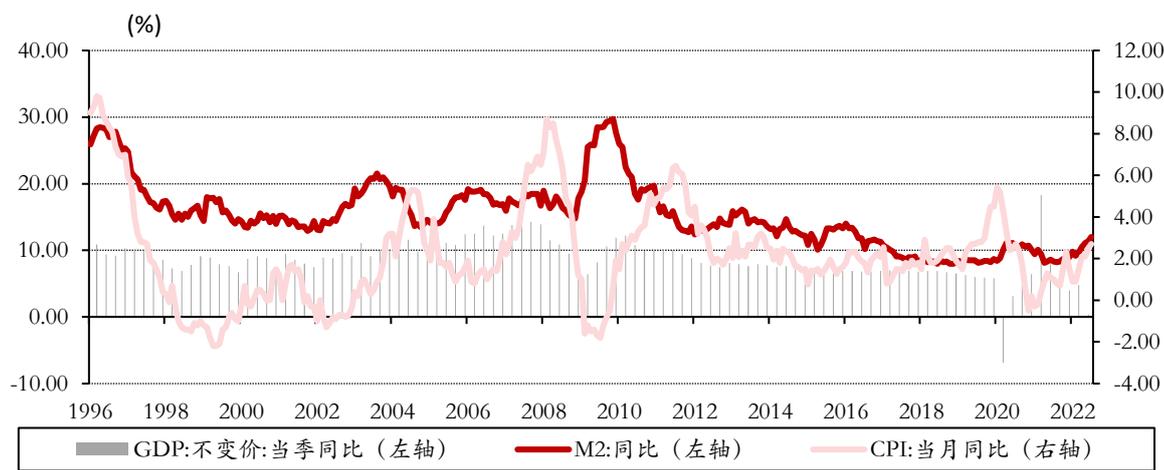
### 货币供应量既是需求也是政策

从增量角度看，货币增速应当与经济增速相适应。货币作为流动手段，增长速度应当与经济增速相匹配，历史数据确实印证这一点：2001年及之前，实际GDP同比增速基本维持在7%-10%之间波动，M2同比增速保持在15%左右；2002年至2007年间，实际GDP同比增速不断攀升，M2同比增速相较此前中枢上升至15%-20%区间波动，同时增速的波幅也随着GDP增速的波动有所加大；2013年之后随着实际GDP同比增速稳步下台阶同时波动大幅减小，M2同比增速也开始逐级下行至10%下方。

另一方面，货币增速与经济增速的方向不总是一致的。货币政策作为宏观调控政策的重要组成部分，在经济遭受明显外部冲击的时候，起到逆向调节和稳定市场的作用：2008年次贷危机期间和2020年新冠疫情冲击期间，宽松的货币政策主导下，M2同比都出现了快速大幅上升，货币供应量上升不是经济发展需求增加的结果，而是宏观政策调控的结果，同样的是，危机后期经济企稳恢复GDP增速上升，M2同比增速下行，则是货币政策收紧的结果。

高通胀背后未必都有货币供应量增速上行。2001年之后四次高通胀时期，前三次背后都有M2同比增速阶段性上行的影响，但2004年和2007年高通胀之前的货币供应量高增长，原因是经济快速发展背景下的需求上升，2011年通胀的货币供应量高增长背景是对冲次贷危机的宽松货币政策，而2019年通胀走高之前货币供应量整体平稳，没有出现M2高增长的情况。反之，M2增速上升过后也未必都出现高通胀，一个例子是2015年为平抑国内金融市场波动，货币政策阶段性宽松推动M2同比增速上行，此后CPI同比增速虽然波动加大也出现上升趋势，但增速仍在3%下方。

图表 34. 经济增速与货币投放量增速



资料来源：万得，中银证券

## CPI 同比与货币存量增速

消费品价格走势与居民消费能力走势相关性更大。同样是货币存量，社会融资规模存量在调整口径之后既包括居民和企业，同时政府融资占比逐渐上升，使得社融对实体经济的整体融资需求代表性在下降，人民币贷款存量更能代表企业和居民的融资需求，但企业端的融资需求占比明显更高，因此更能说明生产端的资金需求情况，与社融和人民币贷款存量相比，居民储蓄存款余额对消费的影响更加直接：居民储蓄存款余额同比增速上行，居民消费能力得到加强，有效需求上升，推动消费品价格上行，反过来，消费品价格上升侵蚀居民储蓄，遏制居民储蓄存款增速。从历史数据看，CPI 同比增速与居民储蓄存款增速存在一定反向关系，四次高通胀时期，居民储蓄存款余额同比增速均处于该时期前后增速较低水平。

图表 35. CPI 增速与货币存量增速

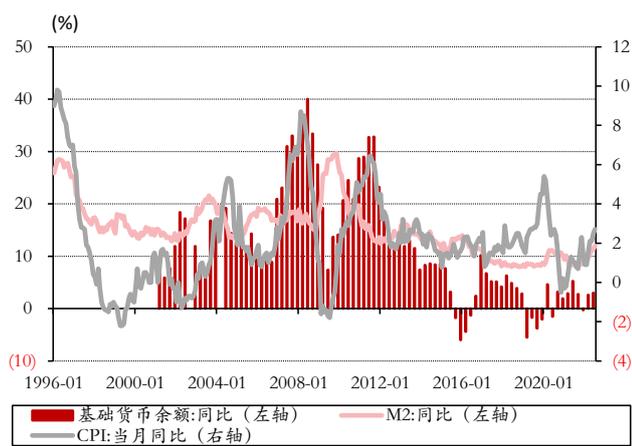


资料来源：万得，中银证券

## 货币对物价的两个影响渠道

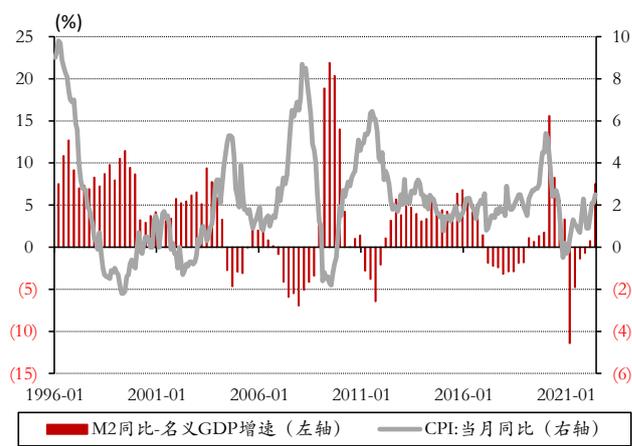
一是货币超发，表现为商品供需结构没有变化，但流通货币变多了，这个是典型的货币影响。从历史数据看，2016 年之前，CPI 同比增速与基础货币余额同比增速的走势高度一致，2016 年之后基础货币余额同比增速基本维持在均衡水平以波动为主，CPI 同比增速也在较长时间内维持相对平稳。从货币派生的角度看，M2 与名义 GDP 增速差的波动，与 CPI 的波动方向在较多时期是反向的，特别是在高通胀时期，这一定程度上体现的是高通胀时期货币政策收紧的反应，在高通胀时期之外，M2 与名义 GDP 增速差通常是正的，也表明我国经济目前仍处在中高增速阶段，融资需求依然强劲。整体来看，基础货币余额同比增速对通胀波动的货币影响效应相对更加明显。

图表 36. 基础货币增速对通胀的影响



资料来源：万得，中银证券

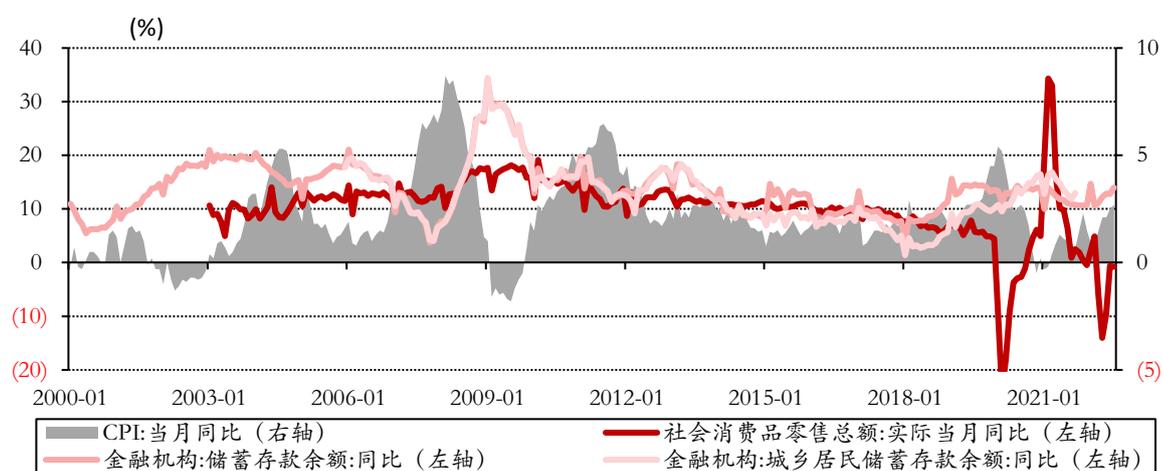
图表 37. 货币增速持续高于名义 GDP 增速的影响



资料来源：万得，中银证券

二是居民储蓄上升导致阶段性实际消费需求大于供给。2001 年以来的四次高通胀时期，前三次期间社零实际同比增速都处于相对较高水平，或此前一段时间持续处于增速较高水平。从现象看，当城乡居民储蓄存款余额同比增速高于实际社零同比增速时，一定程度上意味着居民的潜在购买能力高于实际消费情况，因此如果同时出现居民消费倾向上升的情况，则通胀有走高的可能。历史数据上非高通胀时期也有类似表现，2012 年居民储蓄存款余额增速相较实际社零走高，2013 年 CPI 同比增速随之向上波动，2014 年随着居民储蓄存款余额增速再度回落至实际社零增速下方，CPI 同比增速的上行趋势也被扭转。

图表 38. 社零消费与物价



资料来源：万得，中银证券

## 通胀展望

我们首先以历史同期平均水平作为基准，计算了2023年通胀的中性同比走势，之后根据部分影响较大的分类当前所处周期阶段，对通胀预测进行调整。整体来看，2023年我国CPI同比增速仍存在单个月份阶段性上行突破3%的可能，但走势前高后低，全年通胀压力可控。

### 中性情境通胀的情况

**预测基准主要参考2013年-2018年。**2001年至今我国的四次高通胀时期之外，仅有一个较长的时期维持了CPI同比增速，就是2013-2018年间，因此我们以2013年-2018年六年间各项分类的历史同期环比平均增速作为基准，外推2023年CPI同比增速情况。其中需要注意的是，我们在烟草和居住两项上，对历史数据进行了单独调整，采用的历史数据是2017年-2021年。烟草方面，主要考虑到2015年环比数据的异常波动，同时近五年烟草价格环比平稳；居住方面，主要考虑到房地产价格同比趋势可能发生变化，2013年-2018年期间受棚改影响，我国房地产价格环比出现过明显持续上升，但随着房住不炒的行业顶层制度落实，近年来房地产价格表现明显弱于此前。

**2023年CPI同比整体走势前高后低。**从中性结果来看，基数效应对通胀趋势的影响比较大，2023年CPI同比增速整体走势前高后低，年初在季节性需求走强和低基数影响下，2月CPI同比增速可能突破3%，但此后CPI同比增速持续下行，年底可能回落至2%下方。我们认为中性情景预测结果仅能作为参考，结合前述分析，对CPI同比走势影响较大的项目，包括食品中的粮食、食用油、猪肉，以及国际油价波动，都可能给通胀上行构成明显压力，另外PPI此前同比高增，也可能向CPI传导。但考虑到我国工业生产供应链相对稳定、制造业产业链相对完整，且海外经济衰退预期抑制产品价格，因此短期我们暂不考虑工业品价格的波动；考虑生产周期偏短，因此我们没有调整鲜菜和鲜果；结合当前宏观背景，需要调整环比增速预期的分类仅包括粮食、食用油、猪肉和燃油。

图表 39. 历史均值预测 2023 年 CPI 同比增速



资料来源：万得，中银证券

## 通胀调整

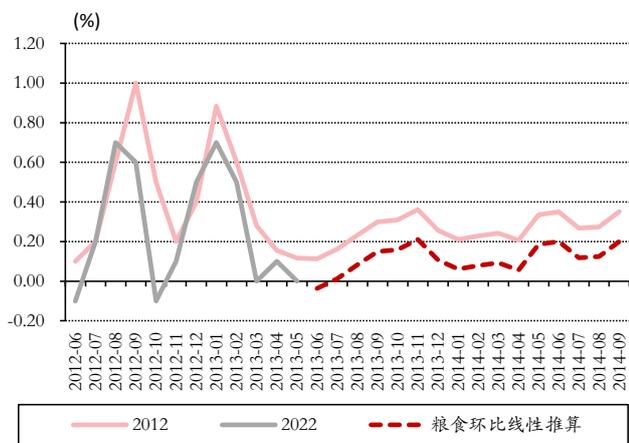
**粮食：寻找环比增速相似的历史时期。**2021年9月至今，粮食价格经历了两次环比高增，这一走势与历史上2012年6月-2013年5月期间较为相似，但本次粮食价格环比增速较上次平均偏低约0.15个百分点。主要原因或在于我国的粮食收储制度更加完善，因此对于平抑粮食价格的效果更显著。我们借鉴2013年6月之后粮食价格环比增速的变化，并将月环比按照平均水平下调0.15个百分点。但需要关注的是，2013年-2014年期间，粮食的国际生产和贸易环境优于当前，2022年至今国际粮价主要受北半球气候异常高温和国际制裁俄罗斯限制粮食贸易双重影响。对国内粮价来说，我们更多考虑的是我国主粮自给率较高和收储制度在平抑粮食价格波动方面的作用，因此大体上依然沿用了历史数据趋势。

**食用油：借鉴历史经验。**与粮食相较，我国食用油的进口依赖度更高，因此也更容易受到国际大宗商品价格波动的影响。2021年11月至今，食用油价格月环比增速波动较大，特别是2022年3月开始，俄乌冲突对国际植物油价格产生明显外溢性影响，也对我国食用油价格整体造成输入型压力。从历史数据上看2011年1月至10月期间，食用油价格也出现过环比快速上升的情况，且从环比波动趋势和波动幅度看，与当前的情况较为相似。借鉴2011年-2012年间食用油环比走势，预计2023年我国食用油价格仍有上涨压力。

**猪肉：当猪周期遇到储备投放。**2021年6月，本轮猪肉价格环比达到历史低点，此后环比增速逐渐回升，从波动趋势看2021年6月至2022年2月期间，本轮猪肉价格表现与2018年3月至2018年11月较为类似，但此后价格表现出现明显差异，2022年猪肉价格环比快速上升，从时间上较2018年-2019年更快。考虑到上一轮猪周期对我国通胀影响的经验不远，且2022年8月猪肉价格环比增速已经开始持平，我们认为本轮猪周期上行阶段，价格表现或相对平稳。另一方面，考虑到猪肉消费具有明显的季节效应，春节前后三个月价格倾向于环比上涨。因此在借鉴2019年前后的猪肉价格环比走势时，我们将春节期间的价格表现单独复刻出来。

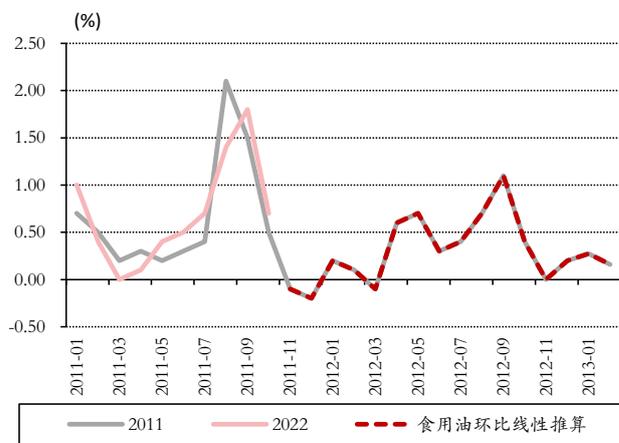
**燃料：2023年或高位震荡。**CPI中燃油价格环比始于2011年，时间序列相对较短，但从国际原油期货价格走势看，2020年4月至今的国际油价走势，与2009年2月之后的油价走势，在趋势上较为类似。不同的是，2009年之后推动油价上行的重要原因是全球范围内的量化宽松货币政策，当前支撑国际油价下限的则是西方对俄罗斯的制裁扭曲了供求结构。虽然2023年全球大概率将步入衰退，原油需求端将出现明显回落，但供给端受欧佩克产能释放节奏影响较大，因此不排除国际油价走势类似2011年-2012年，在80美元/桶至100美元/桶区间波动。

图表 40. 粮食月环比调整



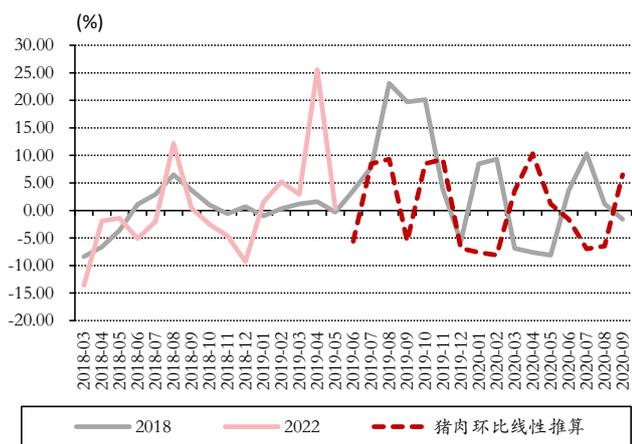
资料来源：万得，中银证券

图表 41. 食用油月环比调整



资料来源：万得，中银证券

图表 42. 猪肉月环比调整



资料来源：万得，中银证券

图表 43. 燃料月环比调整



资料来源：万得，中银证券

**调整后的通胀趋势仍是前高后低。**经上述四个影响因素环比调整后，2023 年 CPI 同比增速趋势整体依然是前高后低，但相较中性预测结果，调整后的 CPI 同比增速更高：一是 2023 年一季度 CPI 同比增速或持续保持在 3% 上方，二是二季度和三季度 CPI 同比增速主要在 2%-2.5% 区间波动，三是四季度 CPI 同比增速有所回落，11 月和 12 月可能回落至 2% 左右。

图表 44. 调整后的 2023 年 CPI 同比增速预测



资料来源：万得，中银证券

**中国通胀走势与全球不同。**根据 IMF4 月的预测结果，2023 年我国 CPI 同比增速 1.84%，相较之下，美国 CPI 同比 2.86%，欧盟 9 月预测 2023 年该地区 CPI 同比增速 5.5%。与全球范围内的高通胀走势不同的是，我国的通胀水平在 2023 年依然基本可控，我们认为国内能够实现通胀水平基本维持在 3% 下方，主要有几方面原因：一是储备制度对平抑食品价格起到主要作用，特别是粮食，二是国内制造业产业链相对完整，工业产品供需结构相对稳定，三是国内供应链保持顺畅，四是公共事业产品价格相对平稳，五是消费场景尚未恢复至正常水平，服务消费价格相对疲弱。即便如此，以食用油和燃料为代表的消费品价格仍较大程度上受国际价格波动影响，国内仍需防范输入型通胀压力。

## 结论

从高通胀的空间定价权看：国内定价权关注猪肉、鲜菜、鲜果和服务四项，食品项目方面，占比较高的省份包括四川、广西、河南、湖南和广东，在此基础上包括服务，则占比较高的省市分别为上海、浙江、广东、湖南和北京；国际定价影响主要锚定原油的供需双方，其中生产端占比较高的国家和地区包括美国、俄罗斯、沙特、加拿大和伊拉克，需求端占比较高的包括美国、中国、欧盟等国家和地区。

从高通胀的时间定价权看：核心 CPI 的波幅更小，食品和能源是推动 CPI 增速上限的重要原因；2001 年以来，我国四次高通胀时期，食品推动项包括粮食、食用油、猪肉、鲜菜，非食品推动项则包括燃料、衣着、居住、生活用品、医疗保健和教育文化娱乐。

从高通胀的货币定价权看：货币供应量增速大部分时间与经济增速趋势相同，但在经济遭受明显冲击的时候，作为货币工具的一部分，走势与经济趋势背离。消费品价格走势与居民消费能力走势相关性更大。货币对物价的两个影响渠道：一是货币超发，表现为商品供需结构没有变化，但流通货币变多了，基础货币余额同比增速对通胀波动的货币影响效应相对更加明显；二是居民储蓄上升导致阶段性实际消费需求大于供给。

以 2013-2018 年通胀增速平稳期间作为中性基准，并在基础上微调了粮食、食用油、猪肉和燃油的环比预测后，2023 年 CPI 同比走势整体前高后低，一季度通胀偏高，整体在 3% 上方阶段性或接近 4%，但年底或收于 2% 左右，全年通胀压力可控。但 2023 年海外通胀依然较高，欧央行最新预测该地区 2023 年 CPI 同比增速 5.5%，美联储上调对 2022 年 PCE 预测至 5.4% 同时认为 2023 年能够回落至 2%。在海外通胀高企的背景下，我国防范输入型通胀的压力依然很大。

2023 年国内为实现通胀整体可控，仍需多方努力。一是猪周期的影响仍在，并且临近四季度，叠加节假日消费效应影响，猪肉价格仍有进一步上行可能，生产端需要稳住生猪生产的合理规模，也需要适时调整生猪储备投放调节力度，二是关注鲜菜和鲜果生产受气候影响情况，2022 年夏季北半球高温干旱，冬季仍有气候异常的可能，在节假日消费需求旺盛期间可能推高相关食品项目价格，特别需要关注鲜菜鲜果生产大省的生产和运输条件是否会受气候影响，三是秋冬季北半球能源需求走强，可能继续推升国际原油价格，四是国内消费场景如果持续恢复，可能推动服务价格环比走强。

货币政策仍将受到通胀掣肘。我国货币政策仍将坚持“以我为主”，但掣肘因素有所增多。在货币政策收紧倾向方面，一是美联储持续大幅加息超预期，中美利差倒挂幅度不断加深，货币政策有稳外资压力，二是美元指数走强，人民币汇率承压，亚洲地区货币以日元韩元为代表对美元汇率大幅贬值，我国货币政策要预留空间防范出现汇率单边走势，三是秋冬季如果海外原油价格重拾升势，将推动我国相关能源类工业品价格；在货币政策继续宽松方面，一是秋冬季全球新冠疫情存在上行可能，二是 2023 年全球经济增长疲弱，欧洲大概率进入衰退，我国外需受拖累，三是国内房地产尚未见企稳，因此上述因素叠加，经济稳增长诉求是货币政策宽松预期的最大影响因素。如果 2023 年 CPI 同比增速升至 3% 上方，则从当前到 2023 年二季度 CPI 增速确定性回落之前，通胀都将对货币政策宽松构成掣肘，降准降息难以落地，基础货币余额增速继续保持平稳，货币政策宽松的着力点仍在流动性和宽信用方面。2023 年二季度如果美联储能够控制住通胀并顺利结束加息进程，转向稳定经济增长趋势，则国内的货币政策也随之打开操作空间。

## 风险提示：

1. 海外通胀上行幅度和时间超预期。由于海外央行持续大幅度加息，已经拉低了经济增速预期，因此后续通胀超预期的因素主要来自三方面，一是工资-通胀螺旋，低失业率的情况下，企业用工需求与劳动力供给存在缺口的时间窗口内，工资高增长会意外拉高需求，增加通胀的粘性，二是国际能源价格波动的不确定性，俄乌冲突的背景下，能源的供求结构持续失衡，供需双方博弈将主导能源价格波动，三是国际粮食价格，不仅受俄乌冲突影响，也受全球气候异常影响，2022年夏季北半球异常高温导致的部分农产品出口国部分产品产量回落，将导致农产品价格出现波动。
2. 美联储加息幅度超预期。美联储进一步明确了加息进程与通胀的高相关性，如果通胀回落的速度偏慢，不排除美联储持续大幅加息的进程。加息的外溢性将通过美元走强、美债收益率上升和美股下跌，对全球资本市场造成外溢性影响。
3. 新冠疫情持续时间超预期。新冠疫情对生产的持续性和消费场景恢复，中长期内可能在全球范围内影响劳动力市场健康稳定。
4. 极端天气影响时间和范围持续。2022年夏季北半球高温异常，已经影响了部分农产品出口国的部分农作物产量大幅下降，如果气候异常的情况在2022年秋季和2023年春季延续，则可能进一步影响2022年全年和2023年全球农产品生产、贸易和价格情况。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371