

宏观点评报告

2022年11月9日

## 基数拉低通胀，2023年通胀水平小幅抬升

### 2022年10月通胀点评

#### 核心内容：

#### 分析师

- **基数拉低通胀，核心CPI仍然低迷**本月CPI翘尾水平2.0%，比上个月回落0.5个百分点，基数下降是本月通胀下降的主要原因。通胀环比上行，食品价格小幅上行，非食品价格平稳。10月通胀环比上行主要是由于食品价格带动的：(1)食品方面，蔬菜平均价格回落，猪肉价格继续走高，供给仍然紧张；其他食品方面，水产品、水果价格下行，鸡蛋价格回升；(2)非食品价格方面，原油价格走低，交通工具用燃料价格下行1.1%，而旅游、家用器具、服装以及其他用品服务价格均上行。
- **全年通胀预期平稳**通胀水平预计在2.1%左右：(1)疫情控制状态下物价上行已经完成，但需求仍然受到压制，物价仍然保持低水平；(2)猪肉的供给和需求已经显现，猪肉价格快速走高，价格涨幅已经达到平衡区域；(3)蔬菜价格会在年末走高，但翘尾水平在4季度回落。
- **2023年通胀水平比2022年上行，上半年幅度高于下半年**(1)2023年基数水平高于2022年；(2)封控好转会到来需求水平的上行，而部分行业在封控下低水平运行，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；(3)猪肉价格会在2023年上半年维持高位，猪肉价格整体水平高于2022年；(4)原油价格充满不确定性，但是2023年上半年可能维持高位。2022年CPI预计在2.1%左右，2023年2.5%左右。
- **货币政策不受干扰**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。美联储收紧停滞后，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。稳增长措施仍然在实施过程，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。
- **PPI受基数影响继续下滑，下游出厂价格上行**10月PPI同比下行受到基数影响，PPI环比上行：(1)国际原油受到供给影响，价格有所回升，但并没有传递至出厂价格；(2)煤炭期货价格回升，出厂价格继续走高。下游投资继续疲软，钢材、水泥等行业需求相对较弱；(3)下游价格分化，医药、食品、农副产品价格上行，纺织、汽车下滑。

PPI基数水平2023年回落，PPI同比可能在0.2%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11月份PPI环比小幅上行，11月份PPI水平在-1.1%左右。2022年PPI全年预计在4.3%左右，受到基数影响，2023年PPI预计在0.2%左右。

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

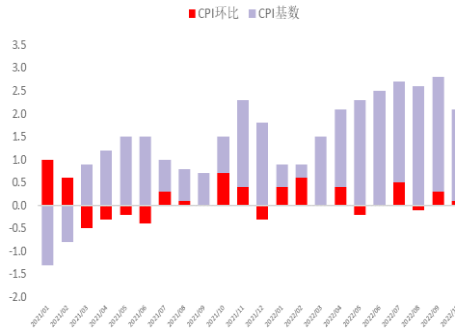
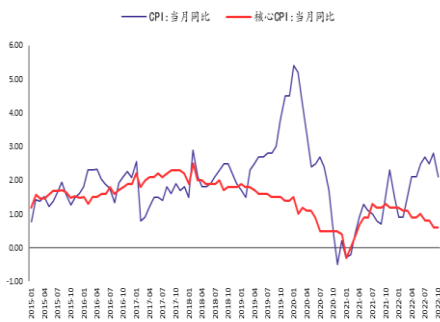
分析师登记编码：S0130515030003

## 一、基数拉低通胀，核心CPI 仍然低迷

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比回升，核心CPI 平稳，10 月份 CPI 同比回落。10 月份 CPI 同比增速 2.1%，比 9 月份下行 0.7 个百分点。10 月份 CPI 环比小幅上行；其中食品价格环比上行 0.1%，非食品价格平稳。核心 CPI 同比增速 0.6%，环比上行 0.1%。

图 1：CPI 同比持平 (%)

图 2：基数影响加大 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

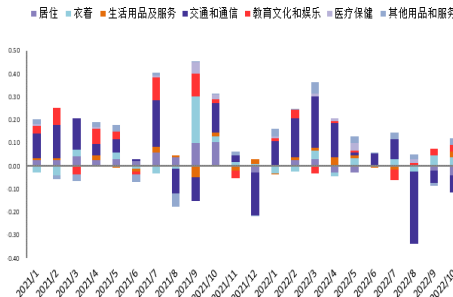
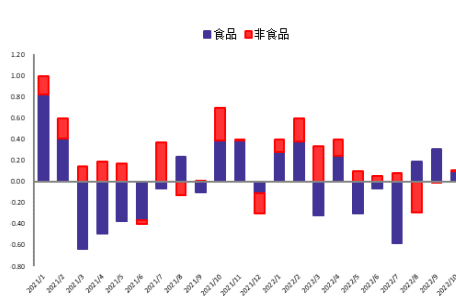
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 2.0%，比上个月回落 0.5 个百分点，基数下降是本月通胀下降的主要原因。通胀环比上行，食品价格小幅上行，非食品价格平稳。10 月通胀环比上行主要是由于食品价格带动的：(1) 食品方面，蔬菜价格 10 月份下行 4.5%，蔬菜平均价格回落；10 份猪肉价格上行 9.4%，猪肉价格重新走高，供给仍然紧张；其他食品方面，水产品、水果价格下行，鸡蛋价格回升；(2) 非食品价格方面，原油价格走低，交通工具用燃料价格下行 1.1%，而旅游、家用器具、服装以及其他用品服务价格均上行。

从食品价格来看，猪肉供给受阻，继续带动猪肉价格上行，猪肉消费旺季到来，预计春节前仍然上涨。蔬菜价格回落，天气因素好转，冬菜陆续上市压低蔬菜价格。

从非食品价格来看，除车用燃料外，其他商品和服务类价格均出现小幅上行。服装价格季节性走高，持续性不强。原油价格下行，车用燃料价格跟随下跌。

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、猪肉价格小幅走高，蔬菜价格未来季节性回升

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。

10月份猪肉供给减少，需求虽然仍然较弱，但供给减少的速度更快，价格仍然上行。10月份消费慢慢回暖，价格出现上行，显示生猪供应紧张，这种紧张可能持续至年末。预计本轮猪周期的价格高度可能在2018-2022年度的50%左右，现阶段价格可能处于平衡区域。

猪肉消费旺季即将到来，猪肉价格可能在高位平稳。随着生猪出栏量上行，猪肉价格春节后可能回落。

图4：母猪存栏增速（%）

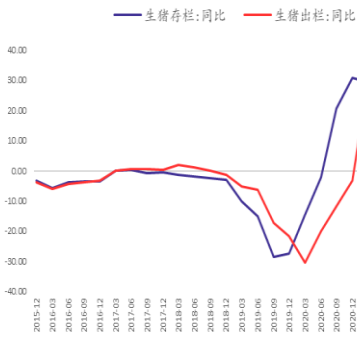
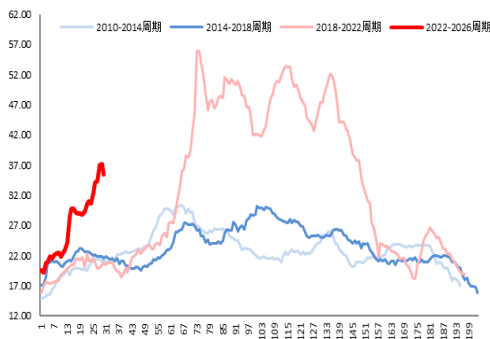


图5：猪周期生猪价格对比（元/公斤）

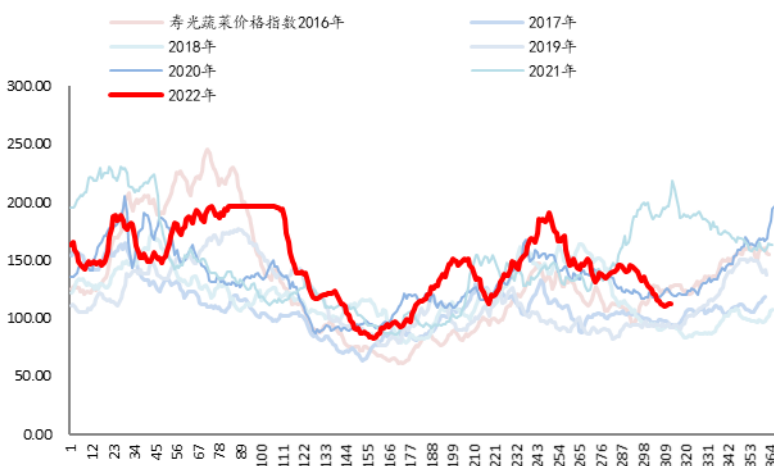


资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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9月份受到天气和封控的影响，蔬菜价格走高，10月份蔬菜价格回归历史价格区间。11月份蔬菜价格到达价格低点，随着天气转凉，冬菜上市结束，蔬菜价格会迎来上行。

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

10 月份 CPI 环比小幅上行，食品价格带动了 CPI 走高。10 月份蔬菜、水果、水产品价格下行，猪肉、粮油、鸡蛋价格上行。10 月份蔬菜价格下行有冬菜上市的影响，10 月份猪肉价格涨幅仍然较大，猪肉价格未来可能高位震荡。10 月份原油价格震荡回落，供给逐步充足和需求走弱使得原油价格处于回落状态。10 月份核心 CPI 环比小幅上行，但终端需求仍然较为疲软。

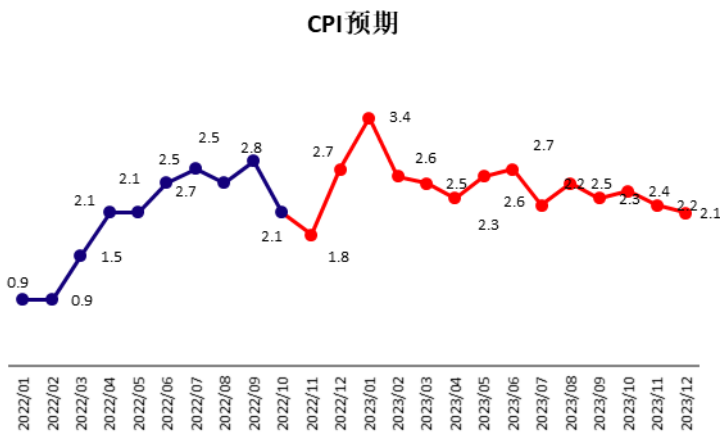
11 月份翘尾水平回落至 1.7%。食品价格方面，11 月份猪肉受到供给短缺的影响价格仍然震荡上行，同时 11 月份蔬菜价格小幅回落。非食品价格方面，燃料价格预计上行，旅游价格回落，其他价格平稳。11 月份预计 CPI 环比小幅上行。

全年通胀预期平稳，通胀水平预计在 2.1% 左右：（1）疫情控制状态下物价上行已经完成，但需求仍然受到压制，物价仍然保持低水平；（2）猪肉的供给和需求已经显现，猪肉价格快速走高，价格涨幅已经到达平衡区域；（3）蔬菜价格会在年末走高，但翘尾水平在 4 季度回落。

2023 年通胀水平比 2022 年上行，上半年幅度高于下半年：（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；（3）猪肉价格会在 2023 年上半年维持高位，猪肉价格整体水平高于 2022 年；（4）原油价格充满不确定性，但是 2023 年上半年可能维持高位。2022 年 CPI 预计在 2.1% 左右，2023 年 2.5% 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。稳增长措施仍然在实施过程，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 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 四、PPI 受基数影响继续下滑，下游出厂价格上行

工业生产者价格（PPI）同比下跌，环比上行，生产资料环比小幅上行。10 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比-1.3%，环比下行 0.2%，1-10 月份 PPI 同比水平 5.2%。上游能源和下游出厂价格回升，PPI 环比回升。

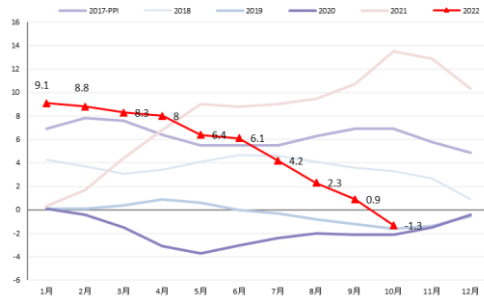
10 月份 PPI 环比上行：（1）国际原油受到供给影响，价格有所回升，但仍然没有传递至出厂价格；布伦特和 WTI 原油期货价格月份分别上行 3.4%和 3.6%；石油和天然气开采业价格下跌 2.2%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下行 0.6%，化学原料和化学制品价格上行 0.4%；（2）煤炭期货价格回升，出厂价格继续走高。煤炭开采和洗选业价格上行 3.0%。10 月份焦煤期货价格上行 3.6%，焦炭价格上行 1.6%。下游投资继续疲软，钢材、水泥等行业需求相对较弱，黑色金属采矿业下降 1.4%，黑色金属冶炼和压延加工和有色金属延压业价格分别下降 0.4%和 0.1%；（3）下游价格分化。医药制造业价格上行 0.1%，纺织下滑 0.4%，汽车下滑 0.1%，食品制造业上行 0.3%，农副食品加工价格上行 1.4%。

PPI 基数水平 2023 年回落，PPI 同比可能在 0.2%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 11 月份 PPI 环比小幅上行，11 月份 PPI 水平在-1.1%左右。2022 年 PPI 全年预计在 4.3%左右，受到基数影响，2023 年 PPI 预计在 0.2%左右。

图 8：9 月份 PPI 同比回落（%）

图 9：原油期货价格（美元/桶）

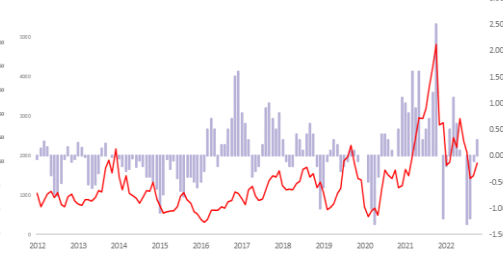


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）

图 11：物流指数回升（%）



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

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn