

宏观深度报告

2023年国内外物价展望

2022年12月20日

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001

张德礼 投资咨询资格编号：S1060521020001

常艺馨 投资咨询资格编号：S1060522080003

研究助理

范城恺 一般从业资格编号：S1060120120052

- **2023年海外物价形势展望。**2023年，全球经济将步入“滞胀”下半场，经济增速进一步下滑，通胀压力有所放缓，但仍可能显著高于新冠疫情前的水平。站在全球视角，现阶段或有五大因素影响未来一年全球通胀形势——需求、油价、供应链、劳动力和通胀预期。其中，需求降温与油价增速企稳，是2023年通胀回落的大背景。然而，供应链和劳动力市场的修复仍需时日，而长期超调的通胀率可能引发通胀预期“脱锚”风险。主要经济体中，美欧标题通胀率有望在2023年末回落至4%左右，但欧元区通胀的主要矛盾仍在供给端，通胀走势的变数更大；日本通胀率有望在2023年逐步回归2%的目标水平，但环比增速或也将明显高于新冠疫情前水平。
- **2023年中国CPI同比展望。**从自上而下的视角看，2023年GDP增速目标预计在5%左右，实现这一目标存在一定难度，尤其是疫后消费恢复的高度存在不确定性，出现需求拉动型CPI通胀的概率较低；社融增速已从2021年四季度开始震荡回升，但其斜率偏弱，对核心CPI的向上牵引力不强。从自下而上的视角看，预计2023年二季度猪肉价格较快回落，三季度开始逐步企稳；在高库存和低对外依存度的支撑下，中国粮食涨价风险较低；2023年房地产市场复苏斜率可能不高，房租对核心CPI拖累或将持续；不过在疫情冲击过后，若线下服务需求有所释放，可能给核心CPI带来潜在上行压力。定量测算显示，**2023年CPI同比增速走势或呈N型，2月份到达阶段性高点。全年中枢略低于2022年，中性情形下2023年CPI同比约为1.6%。**
- **2023年中国PPI同比展望。**国内方面，从M1增速对PPI同比的领先性看，内需对PPI的支撑偏弱。海外方面，随着全球经济增长进一步放缓，以原油为代表的大宗商品价格波动中枢有望下移。预计**2023年PPI同比增速中枢下移至负值区间，呈低位震荡态势，2023年6月前后到达阶段性低点，中性情形下2023年PPI同比为-1.1%。**
- **风险提示：**国际地缘政治风险抬头；国内服务消费恢复斜率超预期；稳增长政策力度超预期等。



目录 CONTENTS

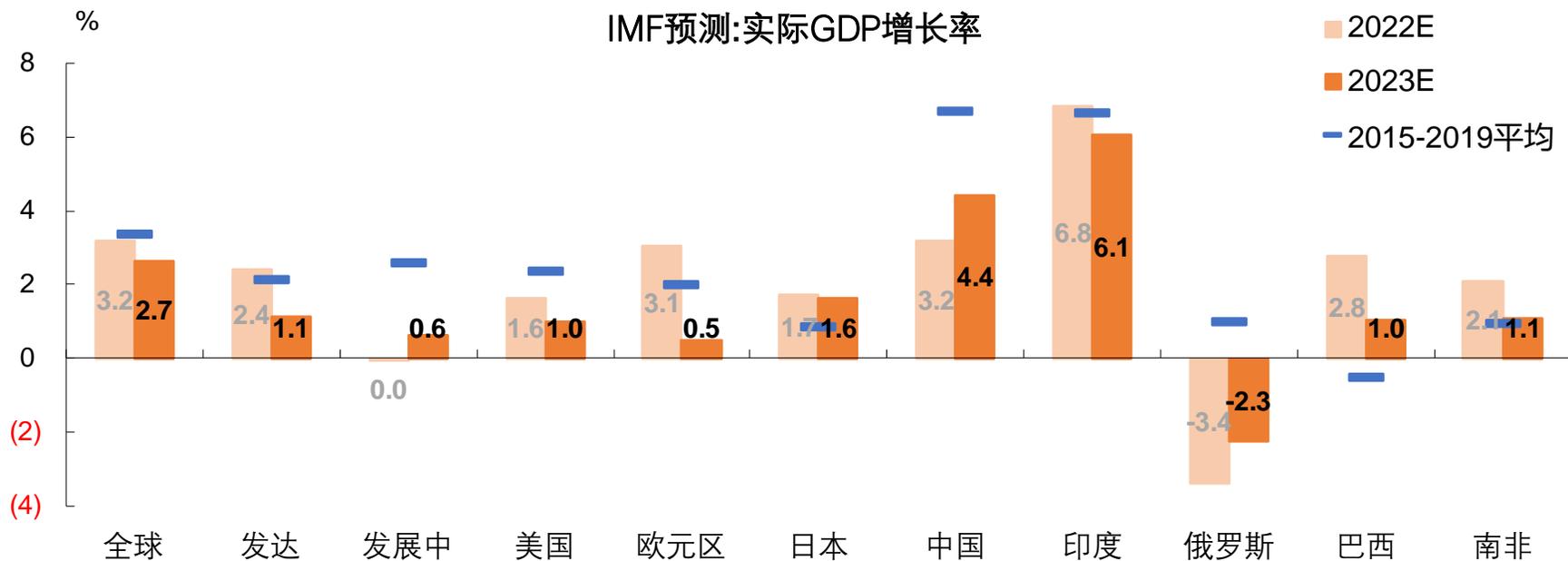
① 2023年海外物价展望

② 2023年中国物价展望

1.1 全球经济：“滞胀”步入下半场

- 2022年，全球经济进一步摆脱新冠疫情冲击而整体呈复苏态势，海外经济体的实际GDP增长并不弱。然而，高通胀、供给冲击与金融紧缩等多重不利因素，限制了海外经济复苏的空间，并且对经济增长形成滞后影响。
- 展望2023年，除中国外的大部分经济体，经济增速可能较2022年进一步下滑，且将明显低于2015-19年平均增速，即很可能处于潜在增长水平之下、陷入“衰退”周期。

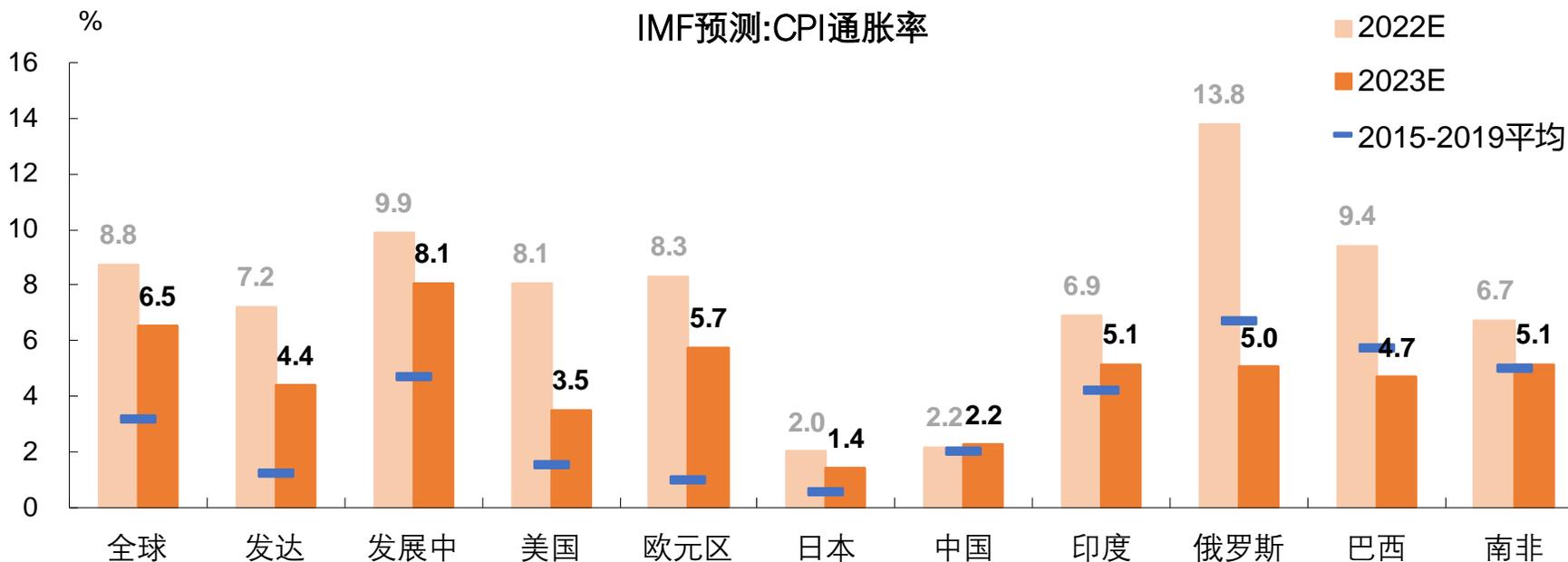
◎ 2023年全球大部分经济体GDP增速或下滑、且低于2015-19均值



1.1 全球经济：“滞胀”步入下半场

- 2022年，全球通胀受供给冲击影响而进一步攀升，多数经济体通胀率均创下1980年代以来新高。
- 展望2023年，随着供给冲击影响消退、需求增长放缓、货币紧缩进一步起效等，预计全球通胀有望较2022年明显缓和；然而，鉴于通胀的粘性，预计大部分经济体通胀率水平仍将明显高于2015-19年平均水平、也高于2%的普遍通胀目标水平。总之，全球“滞胀”仅步入下半场，但远未结束。

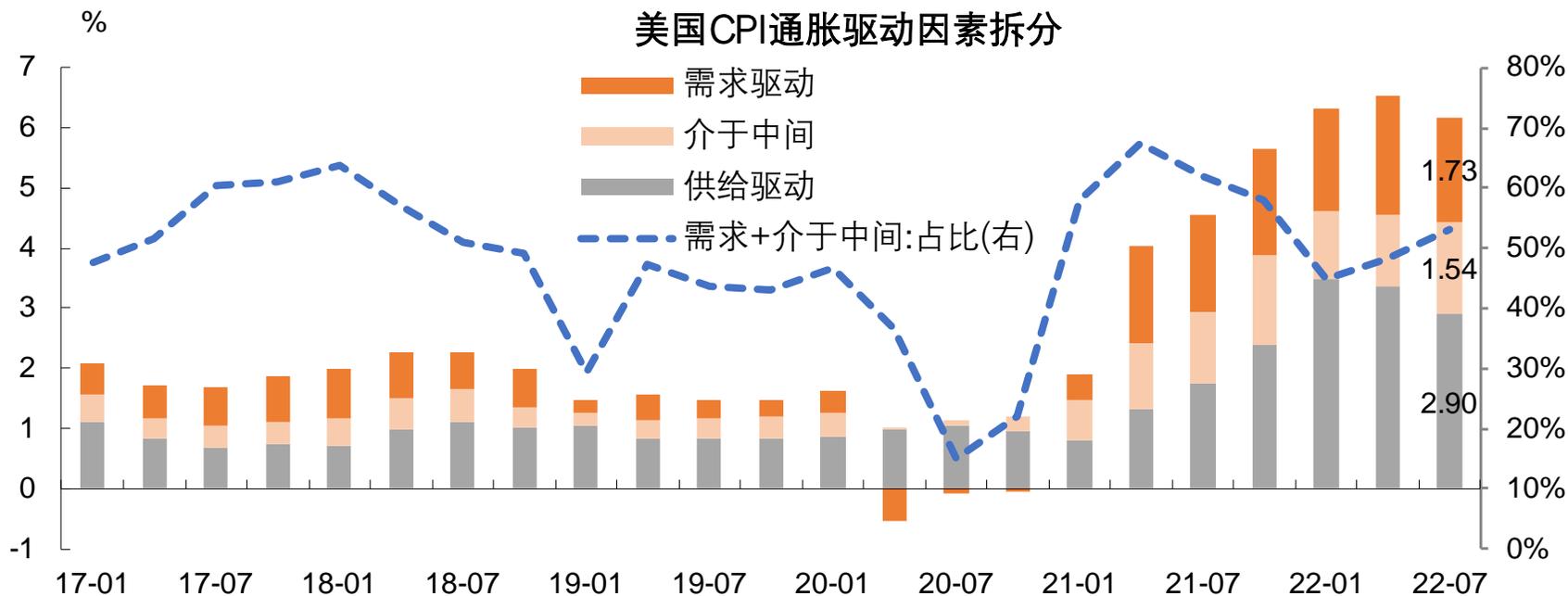
◎ 2023年全球大部分经济体物价增速或下滑、但高于2015-19均值



1.2 全球通胀五因素：（1）需求收缩

- 站在全球视角，现阶段或有五大因素影响未来一年全球通胀形势：需求，油价，供应链，劳动力和通胀预期。
- 2023年，总需求进一步收缩是通胀降温的核心因素。然而，物价由供需共同决定，仅依靠需求降温或不足以帮助海外通胀快速恢复至目标水平。据OECD测算，截至2022Q3，在美国CPI包含的商品和服务中，需求驱动、供给驱动和介于中间分别拉动CPI通胀率1.73、2.90和1.54个百分点。

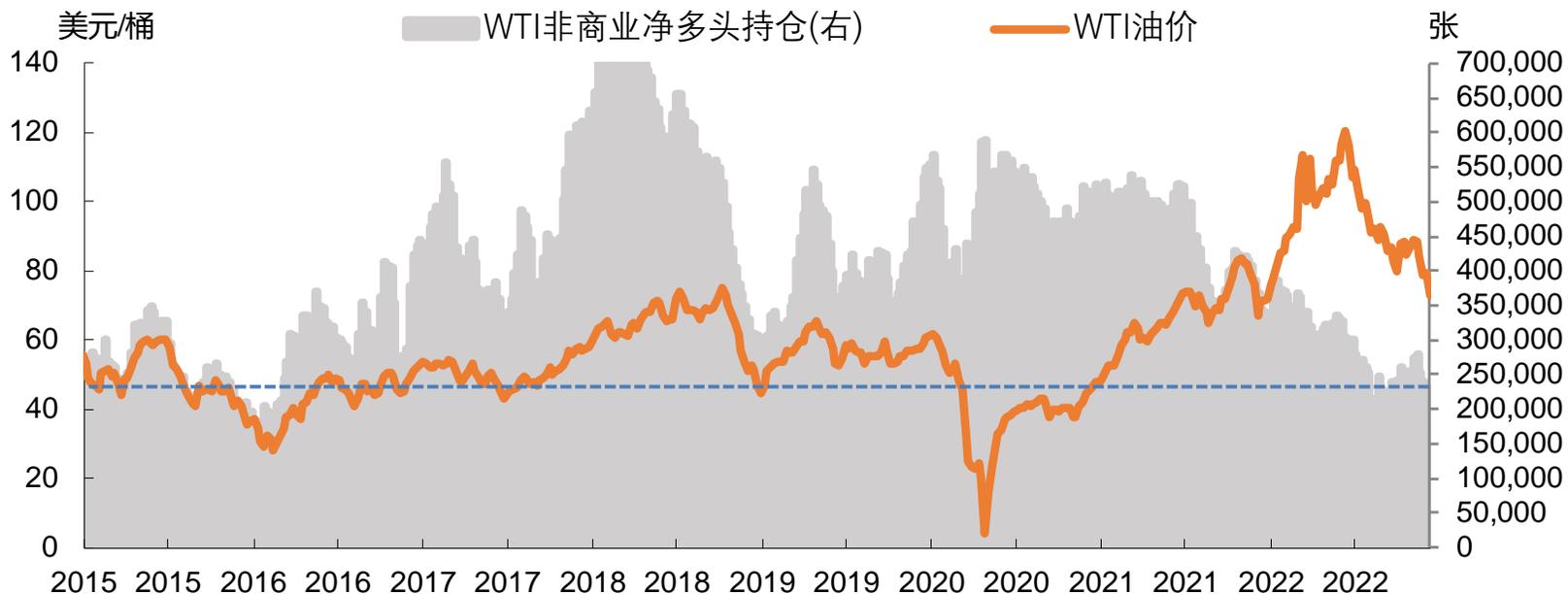
◎ 2017-2022年美国通胀中，非供给因素对CPI的拉动平均仅为50%左右



1.2 全球通胀五因素：（1）需求收缩

- 不过，大宗商品市场可能对“需求预期”提前反应。原材料价格有望先于终端商品价格降温。
- 正如近期由于经济下行信号加强、且美联储加息终点预期进一步上升，市场对明年美国经济的担忧加剧，国际油价出现了明显调整。纽交所数据显示，截至12月13日当周，WTI原油非商业净多头（多头-空头）持仓数量较一个月前已减少4.9万张，至23.0万张，基本处于2016年以来最低水平。

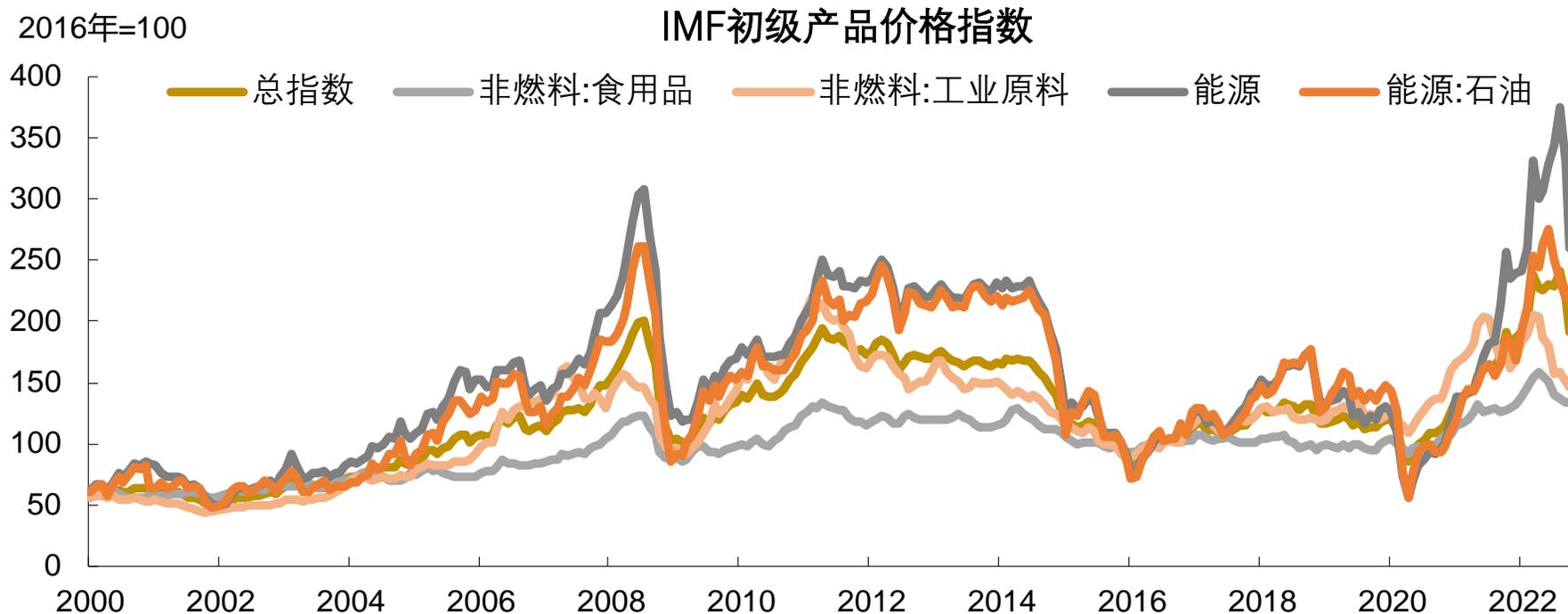
需求担忧之下，WTI原油期货净多头持仓快速下降、油价明显调整



1.2 全球通胀五因素：（2）油价企稳

- 国际油价是全球大宗商品定价之锚。基于IMF初级产品价格指数，2000年以来不同品类的价格指数与“原油指数”之间有很强的相关性。例如，“原油”与“食品”、“工业原料”的相关系数分别为0.86、0.84。

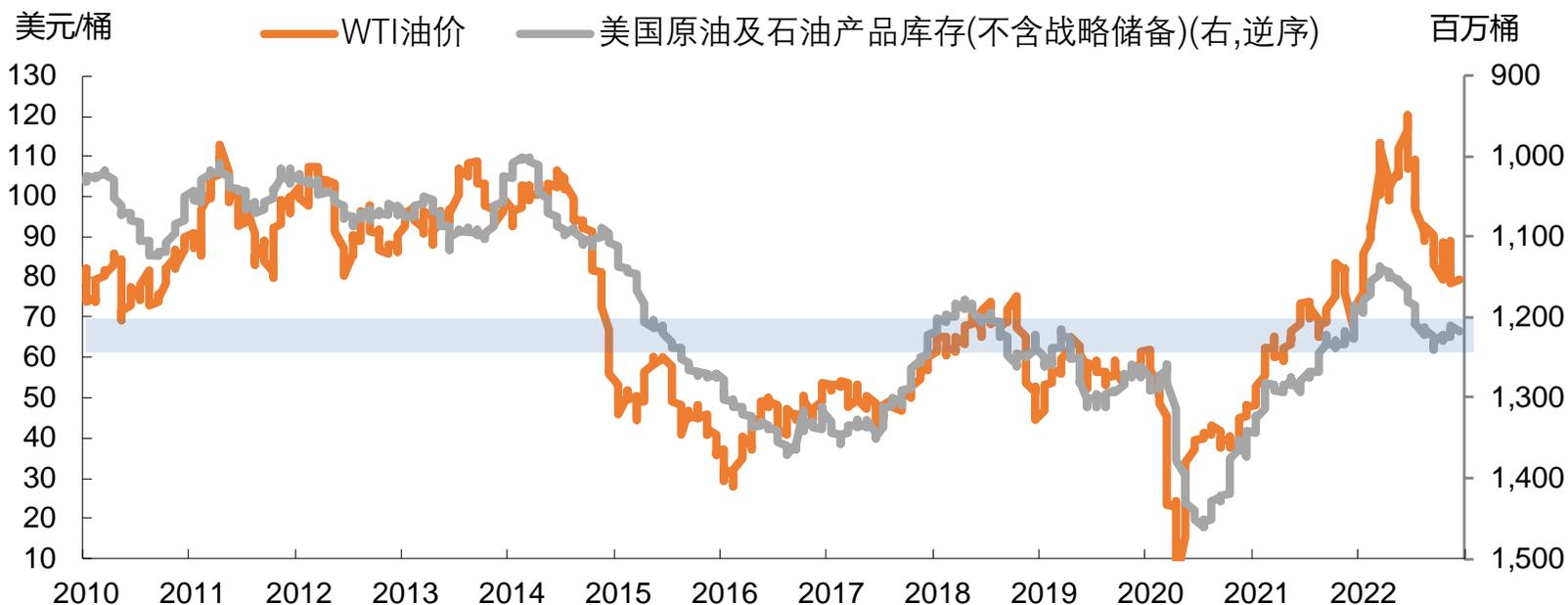
◎ 全球大宗商品走势高度相关，油价是定价之锚



1.2 全球通胀五因素：（2）油价企稳

- 参考2010年美国页岩油革命后，美油库存（非战略储备）水平与油价的相关性，当前WTI油价的合理水平应预计在65美元/桶左右。我们的基准预测认为，2023年布伦特油价波动中枢在70美元/桶左右。
- 国际油价走势本身具有高度不确定性。油价上行风险包括：1) 中国需求复苏拉动，2) OPEC等产油国进一步减产，3) 美元汇率贬值等。油价下行风险包括：1) 海外经济深度衰退，2) 伊朗原油出口恢复等。

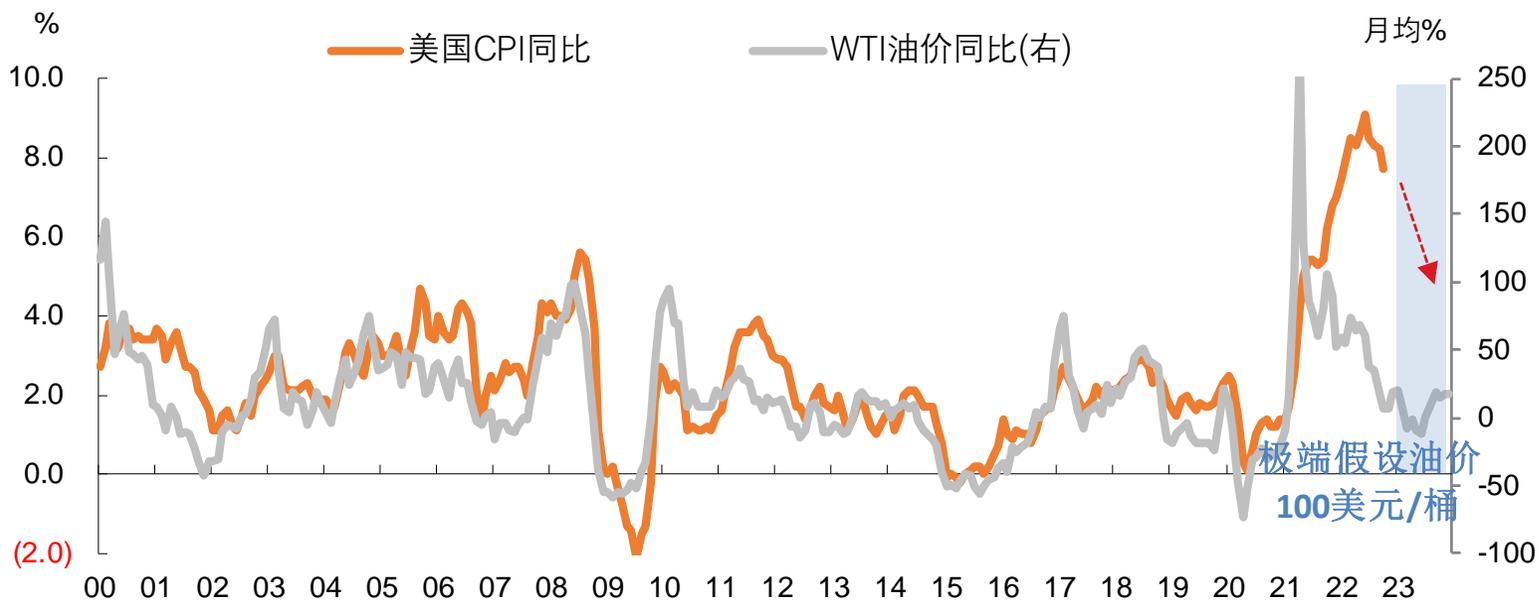
◎ 当前美油库存水平对应的公允油价（WTI）在65美元/桶左右



1.2 全球通胀五因素：（2）油价企稳

- 但即便油价走势仍有波动，**2023年国际油价对美欧通胀的抬升大概率将明显缓和**。依据2000年以来美国CPI通胀率与WTI油价的相关性，2021和2022年油价同比增速平均分别达到88%和48%，分别抬升CPI同比2.5和1.3个百分点；即便假设2023年WTI油价均值达到100美元/桶，油价同比平均仅为6.5%，仅抬升CPI同比0.2个百分点。

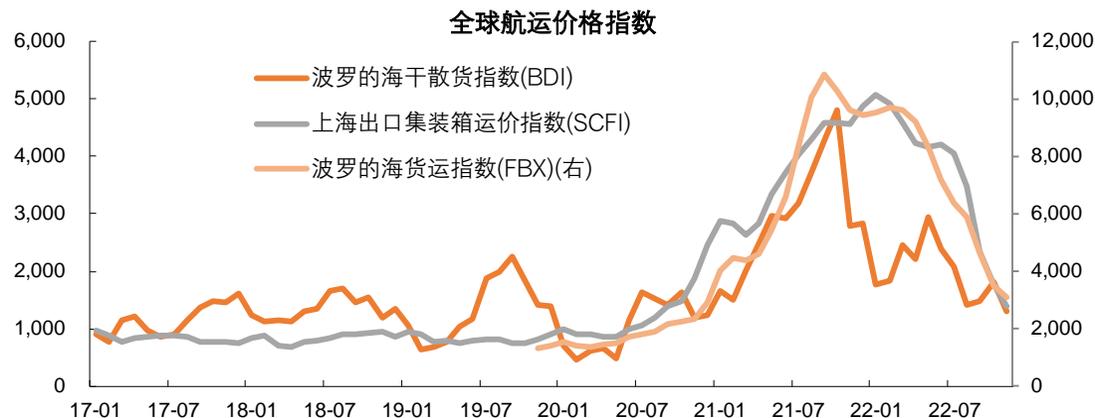
在基数效应下，2023年油价同比增幅或有限，这是海外通胀降温的重要背景



1.2 全球通胀五因素：（3）供应链修复

- 国际供应链已经度过压力最大的时刻，但完全修复仍需更久。
- 从运价看，国际航运价格较年初高点已经明显回落。截至2022年11月，国际运价指数同比大幅下滑50-70%；但是与2019年11月比较，波罗的海货运指数（FBX）和上海出口集装箱运价指数（SCFI）仍分别高出136%和71%。
- 事实上，海外仓储环节的压力要明显高于运输环节。例如，美国物流经理人指数（LMI）显示，截至2022年11月，库存成本和仓储价格指数持续高于70。

◎ 国际运价指数已经明显回落，但仍高于疫情前水平



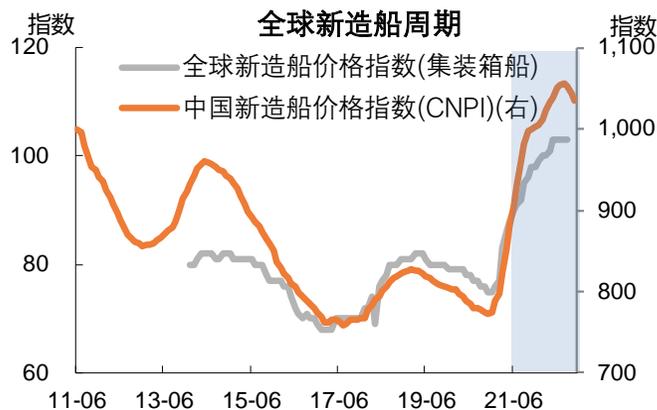
◎ LMI 指数显示，美国库存和仓储压力仍然较高



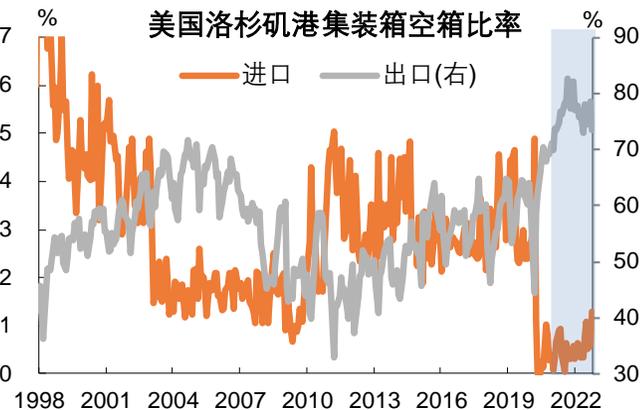
1.2 全球通胀五因素：（3）供应链修复

- 新冠疫情以来国际供应链的压力，一方面来源于需求修复快于供给、以及全球经济不平衡复苏，另一方面也暴露了国际供应链能力的长期不足。
- 以国际航运为例，“船、集装箱、人”是三大重要组成。1) 全球新造船周期在2019年处于低谷（低需求、产能出清），2020年以来新造船订单攀升，但交付一般需要2-3年。2) 美国进口仍受集装箱不足的影响，这反映在进口空箱比率仍处于历史低位。3) 美国运输仓储业对劳动力的吸引力长期不足，因而目前职位空缺率明显高于疫情前水平。

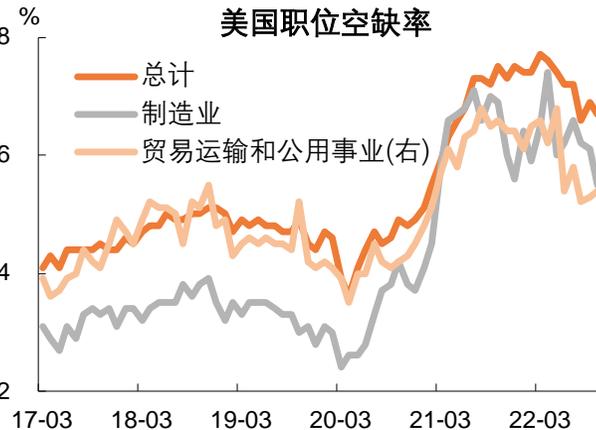
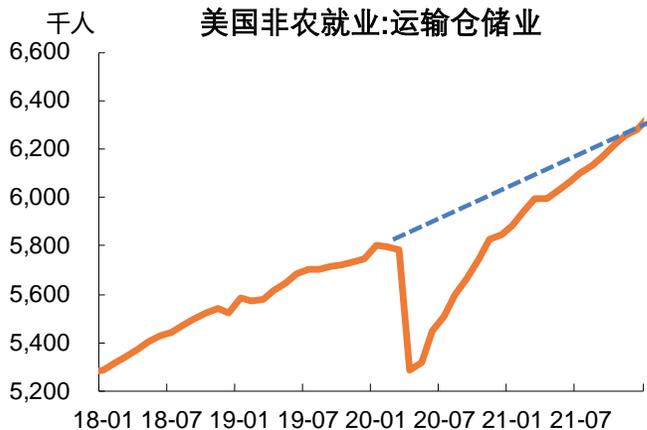
全球新造船开启新周期



美国集装箱仍然紧张



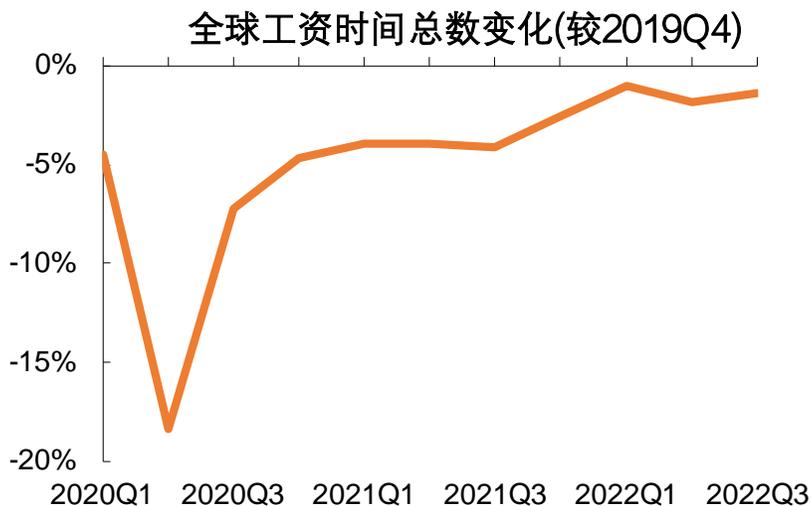
美国运输仓储就业人数恢复至趋势增长水平，但职位空缺率仍高



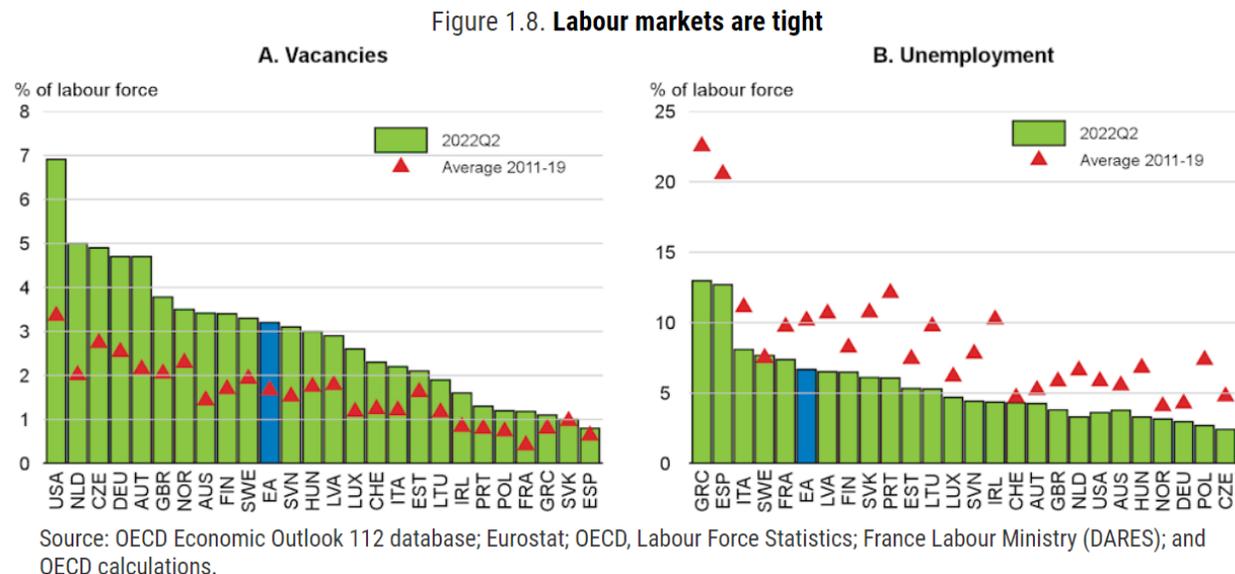
1.2 全球通胀五因素：（4）劳动力紧俏

- 新冠疫情后，全球劳动力供给恢复迟缓。国际劳工组织（ILO）数据显示，截至2022Q3，全球工作时间较2019年底仍下降了1.4%，对应403000份工作缺口。OECD数据显示，截至目前，大部分欧美成员的失业率均低于疫情前水平，职位空缺率则高于疫情前水平。
- 可能的原因包括：一是，新冠疫情仍在压制居民实际工作时长；二是，新冠疫情促使部分劳动力永久性退出就业市场（死亡、提前退休等）。三是，企业生产需求仍处于高位，反映经济衰退尚未兑现。

全球工作时间尚未恢复至疫情前水平



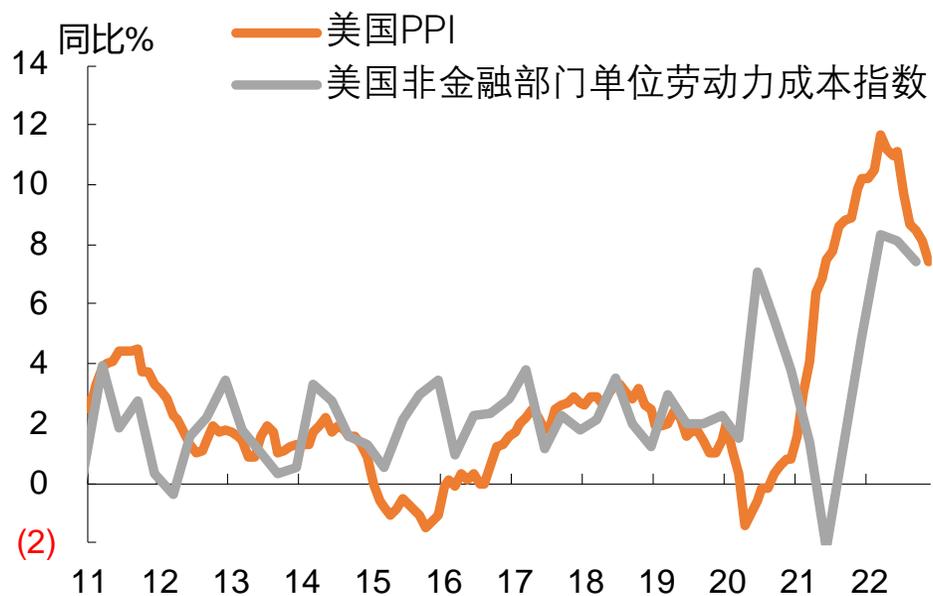
大部分OECD国家职位空缺高于疫情前、失业率低于疫情前



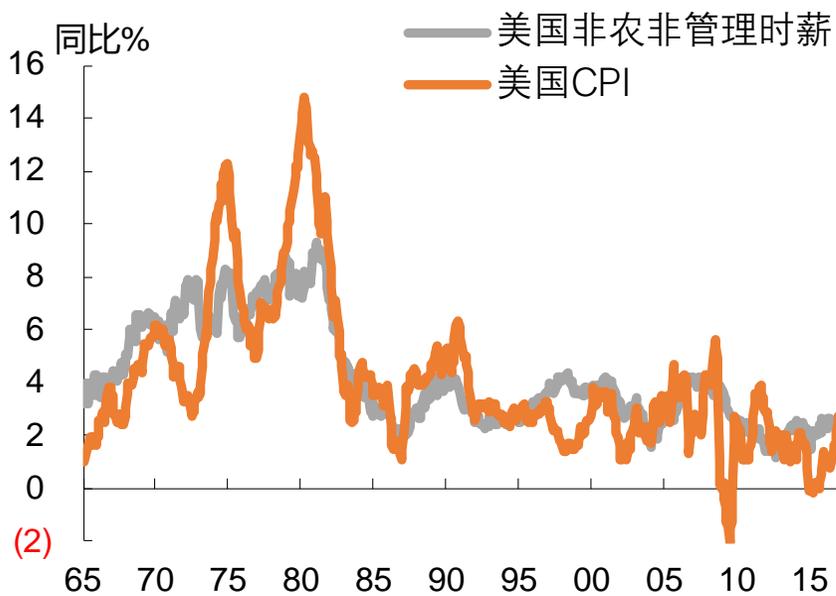
1.2 全球通胀五因素：（4）劳动力紧俏

- 劳动力市场吃紧，或将持续引发工资上涨压力，加剧企业成本负担的同时，“工资-通胀”螺旋的风险也在上升。中长期看，美国CPI通胀率与工资水平保持着较好的同步性。短期看，工资的上涨或滞后于物价，涨幅也可能较CPI更加温和，体现出工资变化的粘性。这也意味着，未来即便CPI增速下行，工资增速的放缓或相对滞后。而工资增速的韧性也可能反向对冲物价的下行。

◎ 美国劳动力成本与PPI增速同步上升



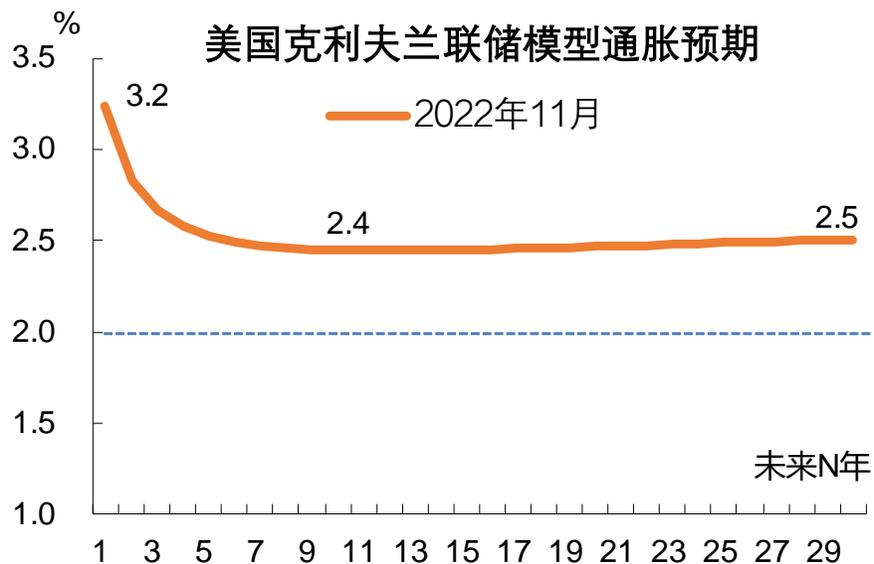
◎ 美国工资与CPI增速同步上升



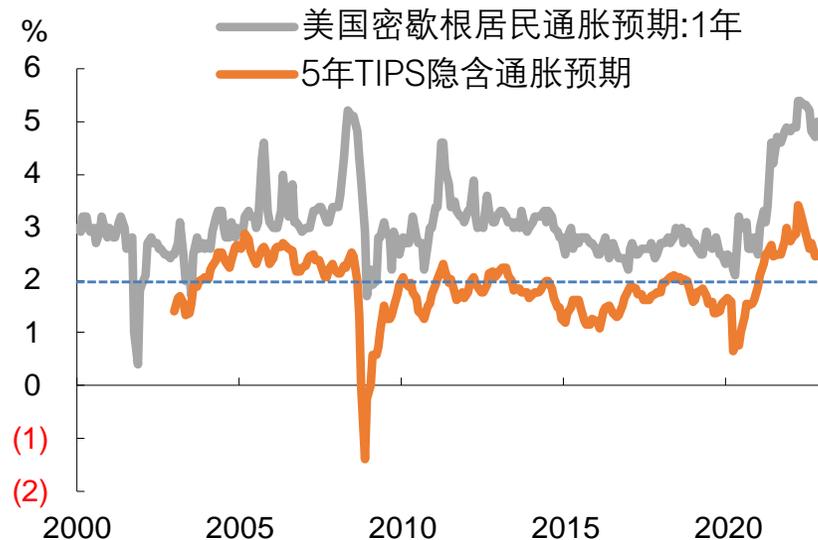
1.2 全球通胀五因素：（5）通胀“自我实现”

- ▶ 本轮美欧标题通胀率走高的节点在2021年二、三季度左右。截至目前，美欧标题通胀率高于2%的时长已经达1-1.5年。长期超调的通胀水平，不断增加通胀预期“脱锚”的风险，并且传导为更为广泛的通胀压力。
- ▶ 通胀预期的捕捉是一个较为复杂的过程。美联储通过两类方法和一系列指标来观察通胀预期的变化：一类是基于模型的测量，另一类是基于调查问卷的测量。后者包括针对专业人士、消费者、企业等不同市场主体的调查。综合各类调查，目前美国短、中、长期通胀预期均已超过2%的目标水平。

◎ 美国1-30年通胀预期均超过2%



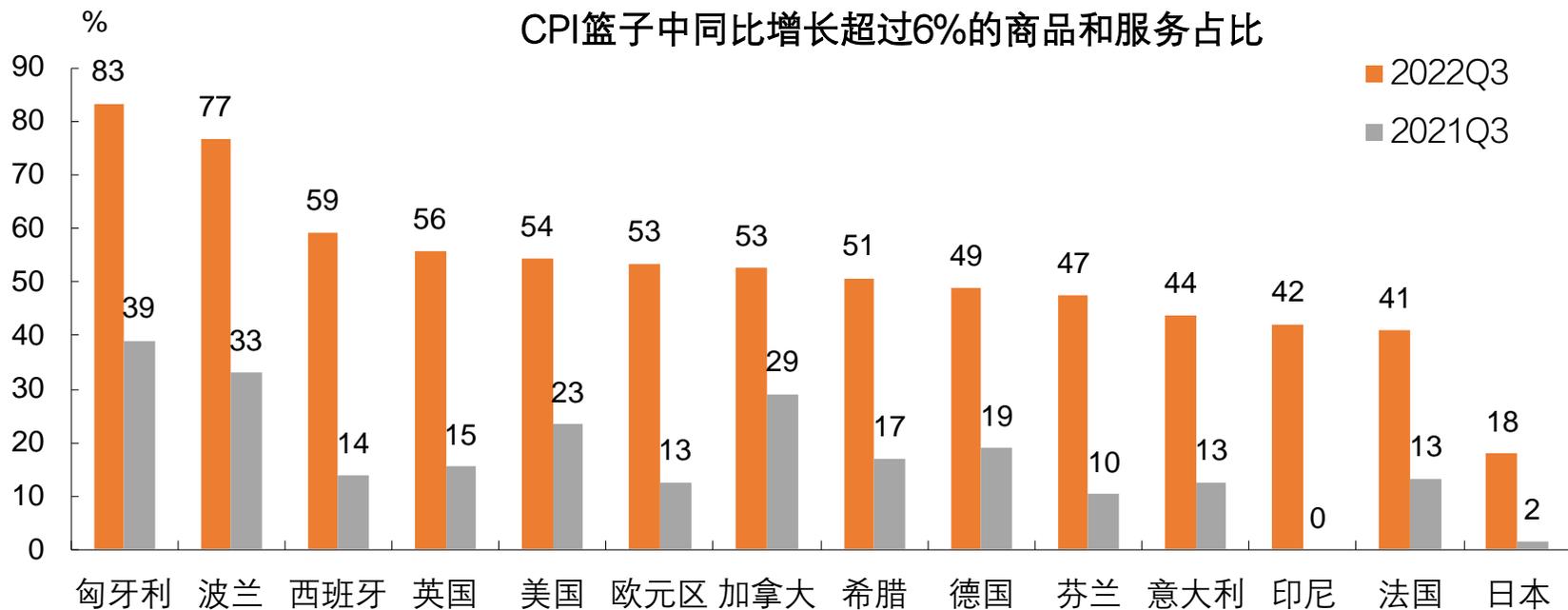
◎ 美国居民和市场通胀预期反应更为灵敏



1.2 全球通胀五因素：（5）通胀“自我实现”

- 与此同时，美欧通胀压力变得更为广泛。据OECD统计，截至2022Q3，美欧CPI篮子中同比增长超过6%的商品和服务占比，由一年前的10-40%，升至40-80%。
- 这或意味着，在未来CPI增速回落的过程中，部分商品和服务的响应速度较慢，延缓CPI下行节奏。

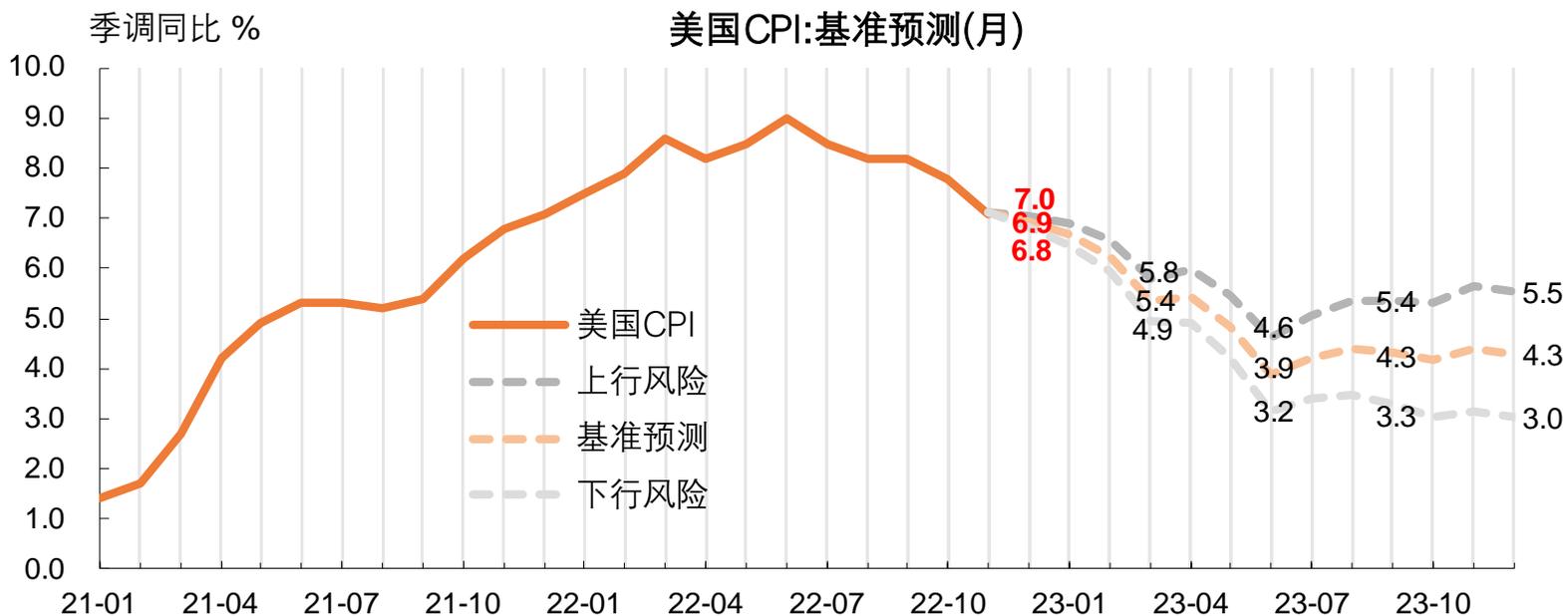
◎ 美欧通胀压力变得更为广泛



1.3 国别通胀展望：（1）美国

- 我们的基准预测显示，美国CPI同比增速在2023年下半年有望回落至4%左右。在经济衰退兑现和基数效应下，美国通胀率在2023年上半年有望较快回落，下半年回落速度将放缓。

美国CPI通胀率在2023年下半年有望回落至4%左右

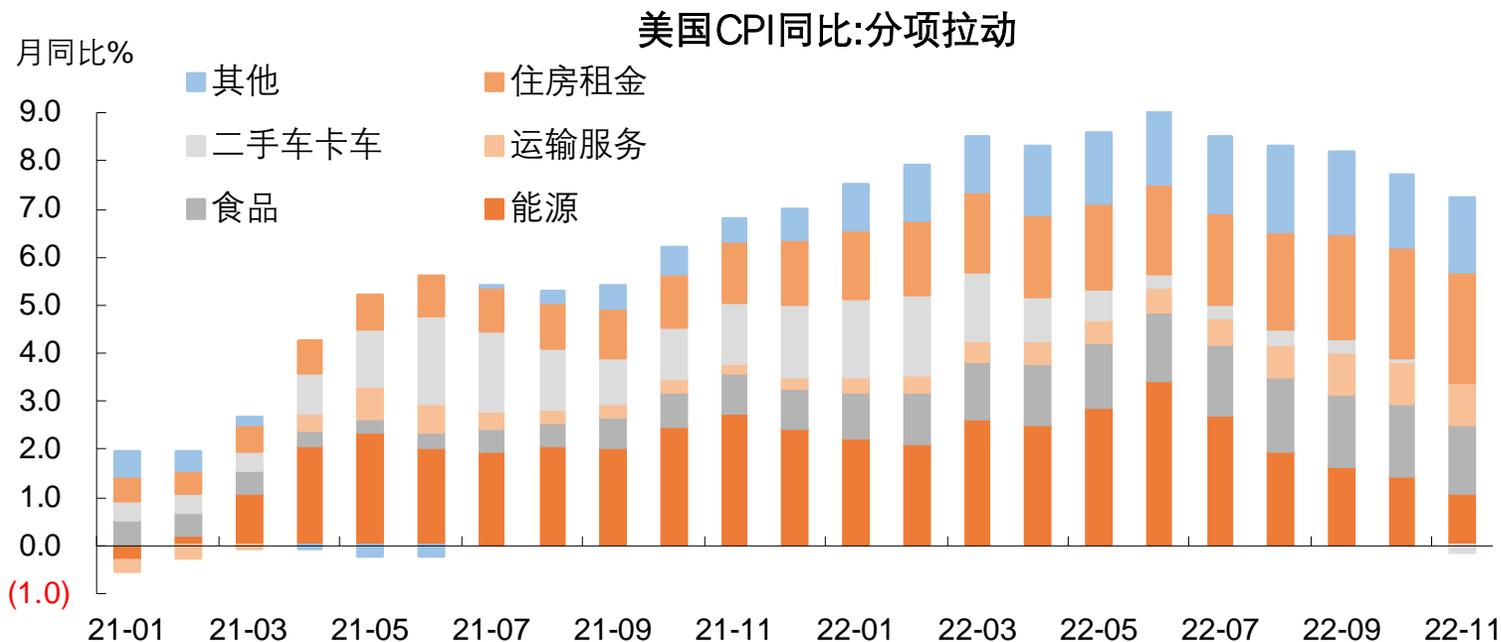


注：“基准预测”假设2023年7月以前月环比0.4%、2023年7月及以后月环比0.3%；
 “上行风险”假设2023年7月以前月环比0.5%、2023年7月及以后月环比0.4%；
 “下行风险”假设2023年7月以前月环比0.3%、2023年7月及以后月环比0.2%。

1.3 国别通胀展望：（1）美国

- 美国通胀的主要矛盾已由供给端转移至需求端，当前以住房租金为代表的核心通胀压力仍高。
- 具体来看：1) 能源、二手车等分项拉动已明显减弱，反映供给端压力缓和；2) 运输服务、食品等价格具有一定韧性，因其滞后于国际能源和食品价格，未来有望进一步回落；3) 住房租金预计在未来几个月仍将维持高位；本轮房价增速于2022年中见顶，住房租金通常滞后于房价1-1.5年，预计将于2023年中开始回落。

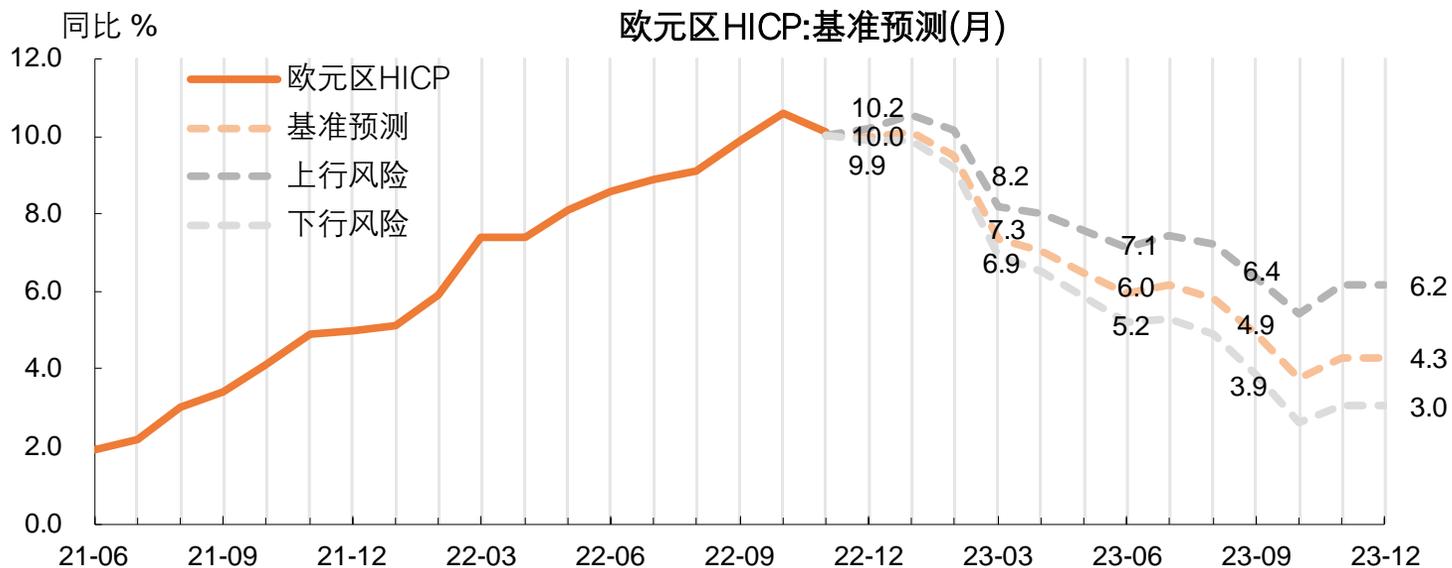
美国通胀压力由供给端转向需求端



1.3 国别通胀展望：（2）欧元区

- 我们的基准预测显示，欧元区HICP通胀率在2023年中回落至6%左右，2023年四季度回落至4%左右。
- 相较美国，欧元区通胀走势“前高后低”的特点更为明显：一方面，当前欧元区能源通胀压力更大，年初和年末的物价增速或较快；另一方面，2023年欧元区经济衰退的程度可能更深，或驱动物价增速更快下行。

◎ 欧元区HICP通胀走势“前高后低”的特点更为明显

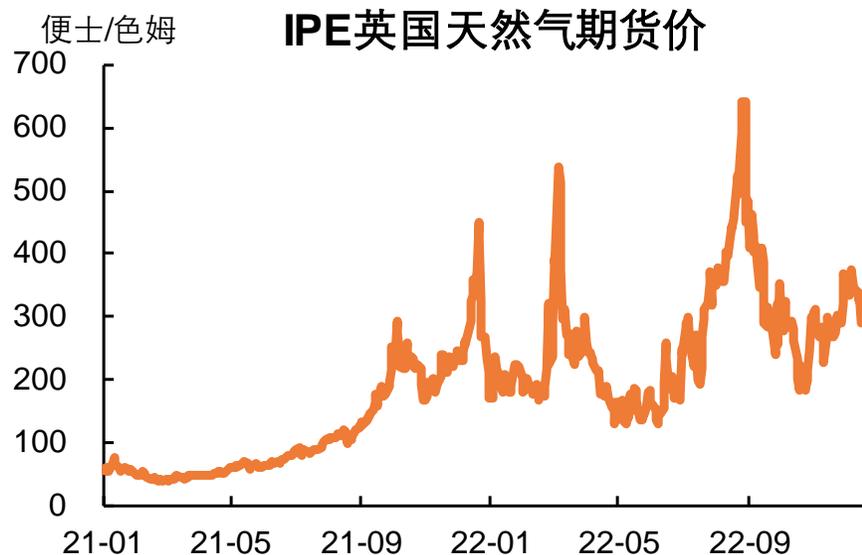


注：“基准预测”假设2023年4-9月环比0.3%、其余月份环比0.4%；
“上行风险”假设2023年4-9月环比0.4%、其余月份环比0.6%；
“下行风险”假设2023年4-9月环比0.2%、其余月份环比0.3%。

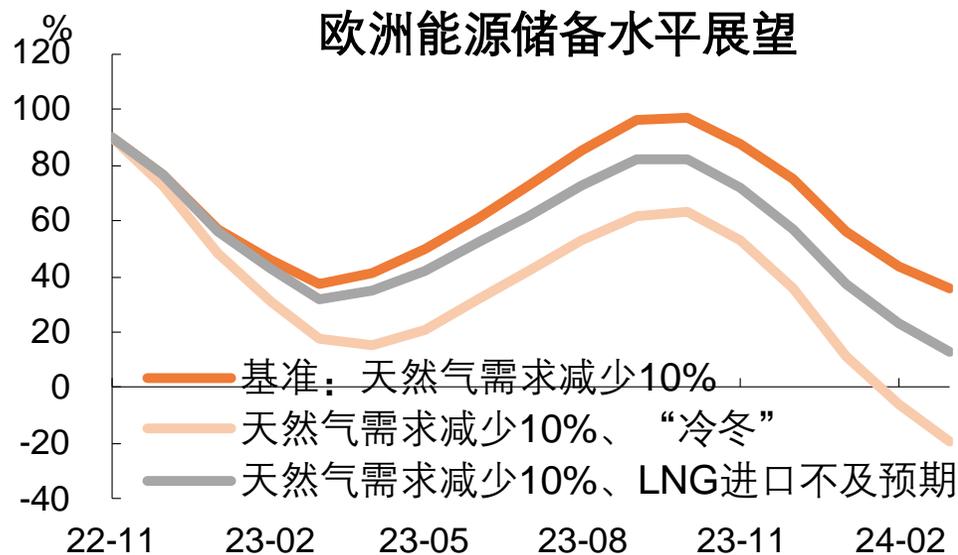
1.3 国别通胀展望：（2）欧元区

- 欧元区通胀的主要矛盾仍在供给端，尤其“能源危机”风险并未完全消除。
- 当前，欧洲天然气价格仍在大幅波动、且远高于疫情前水平。欧洲对俄罗斯的管道天然气的依赖，短期难以被LNG运输所弥补。据OECD最新展望，即便假设未来欧洲天然气需求减少10%，欧洲能源储备水平也可能将在2023年冬季显著下降；如果遭遇“冷冬”或LNG运输能力不及预期，“能源危机”可能再度爆发。

◎ 欧洲天然气价格仍在大幅波动、远高于疫情前水平



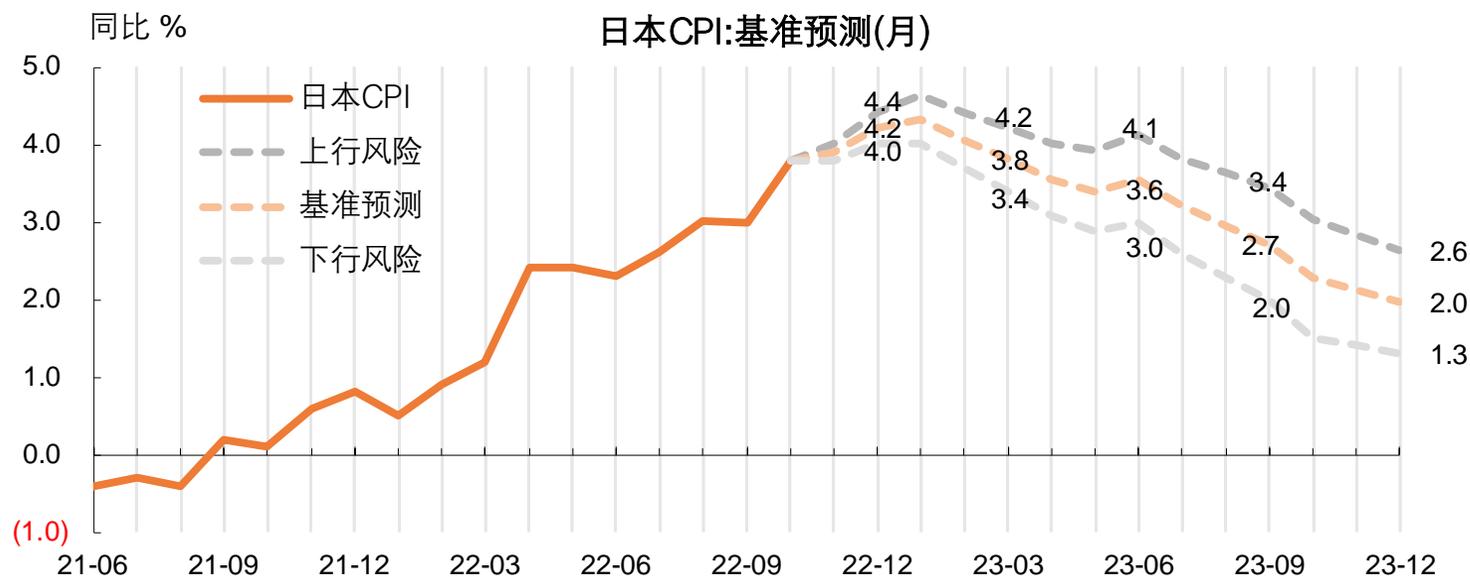
◎ 2023年冬季欧洲“能源危机”或再现



1.3 国别通胀展望：（3）日本

- 我们的基准预测显示，日本CPI通胀率在2023上半年或仍保持3%以上，四季度有望回落至2%左右。
- 预计2023年日本CPI月度环比增速快于2015-2019年平均水平（0.05%）。当前日本通胀压力主要来源两方面：一是“输入性通胀”与成本压力；二是，日本央行货币宽松的坚守与“弱日元”。

◎ 日本CPI通胀率在2023年有望逐步回归2%的目标水平

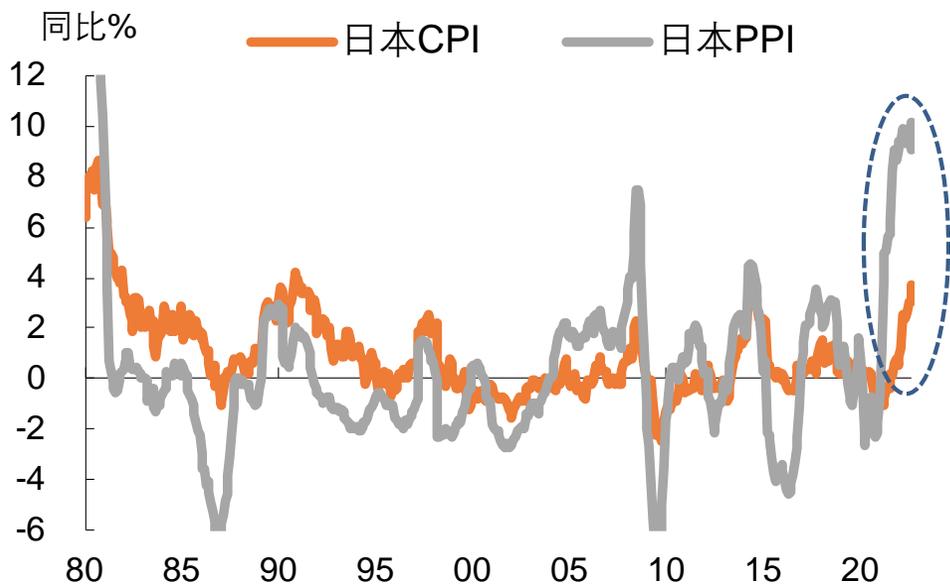


注：“基准预测”假设2023年2月以前月环比0.3%、2023年2月及以后月环比0.15%；
 “上行风险”假设2023年2月以前月环比0.4%、2023年2月及以后月环比0.2%；
 “下行风险”假设2023年2月以前月环比0.2%、2023年2月及以后月环比0.1%。

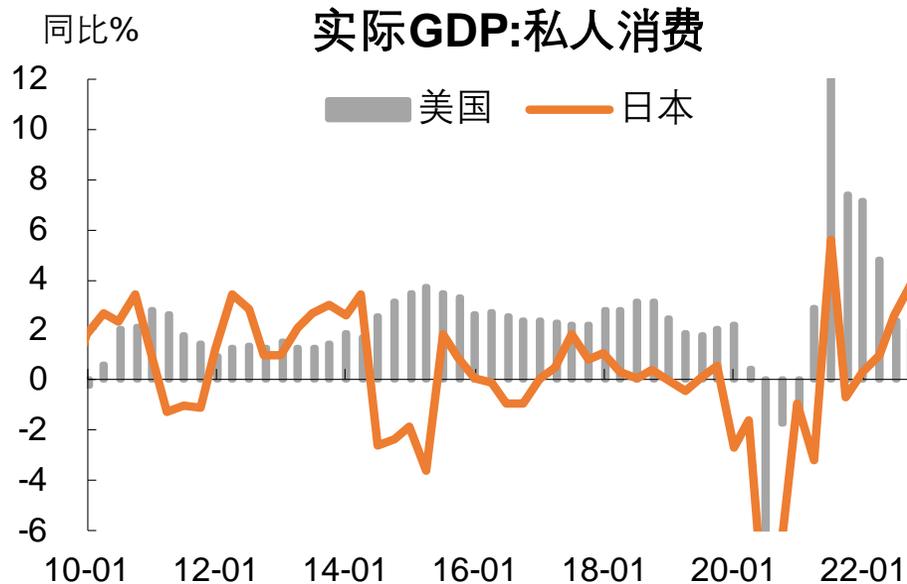
1.3 国别通胀展望：（3）日本

- 相比欧美，日本面临较为特殊的通缩（低通胀）压力，因而预计CPI环比增速难以大幅跃升。一是，成本压力向消费端传导不畅，且成本上涨反而加剧通缩风险。与欧美不同，日本企业面对成本压力时通常不会选择转嫁给消费者，反而更可能选择削减劳动力成本、削减产量等，继而造成通缩而非通胀。二是，日本货币和财政刺激效率不足，终端需求仍然低迷。

◎ 日本生产成本向消费价格的传导不畅



◎ 日本私人消费增速低于美国





目录 CONTENTS

2023年海外物价展望

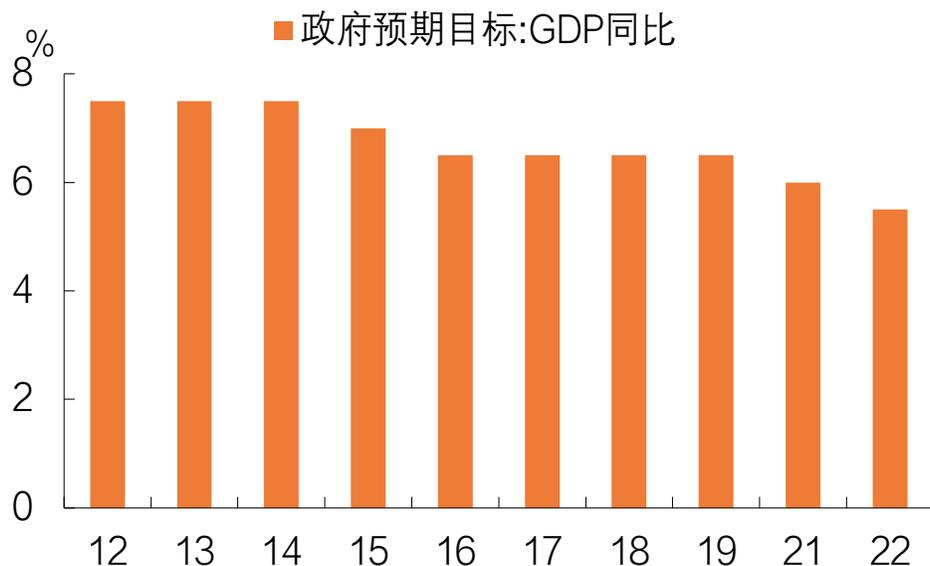
2023年中国物价展望

2.1 中国CPI影响因素：经济基本面

■ 自上而下看CPI：经济基本面

- 2012年至2022年，除2020年因疫情冲击未设GDP增速目标外，其余年份和上一年相比，GDP增速目标持平或者下降0.5个百分点。基于这一规律，预计2023年GDP增速目标将从2022年的5.5%左右下调至5%左右。
- 实现该目标存在难度，需逆周期调节继续加码，出现需求拉动型CPI通胀的概率较低。2022年前三季度货物和服务净出口对GDP累计同比的贡献率达32%，是2009年以来同期新高，但2022年四季度出口已超预期放缓。内需方面，中央经济工作会议指出“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”，但其恢复高度存在不确定性。

◎ 近年GDP同比的政府预期目标



◎ 货物服务净出口对各年前三季度GDP累计同比的贡献率



2.1 出口面临回落压力

■ 2023年中国出口压力预计主要来自于外需收缩：

- 一是，受高通胀和货币紧缩影响，2023年美欧经济或将陷入衰退，领先指标预示中国出口下行压力还将加速显现；
- 二是，美国从补库存过渡到去库存，可能会放大中国外需回落的压力。美国库存总额的同比增速于2022年6月续创历史新高后，7月、8月回落势头已现。历史数据显示，美国经济近几轮的去库存期间，中国对美出口均面临较大的回落压力。

◎ 按中国对外出口金额加权的全球PMI对中国出口同比有约3个月领先性



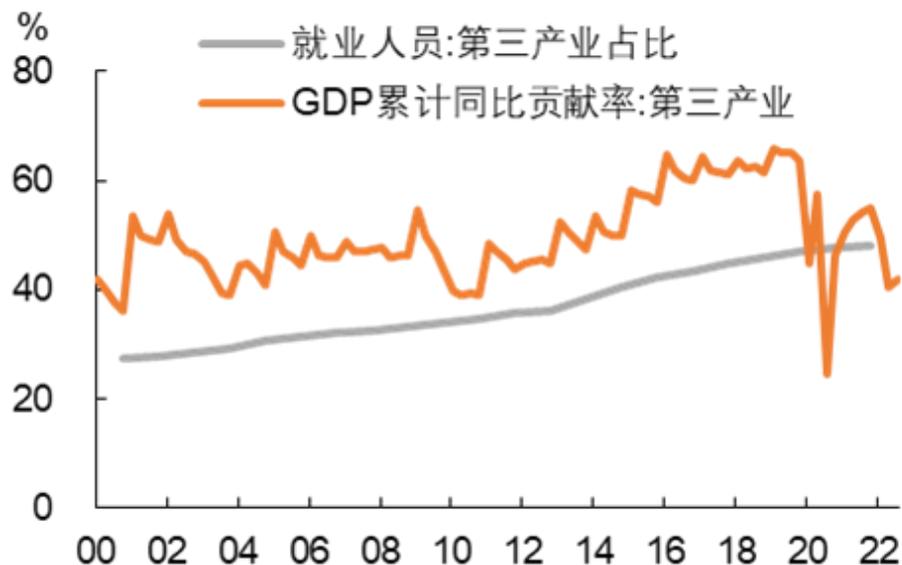
◎ 美国步入去库存周期，中国对美出口面临更大回落压力



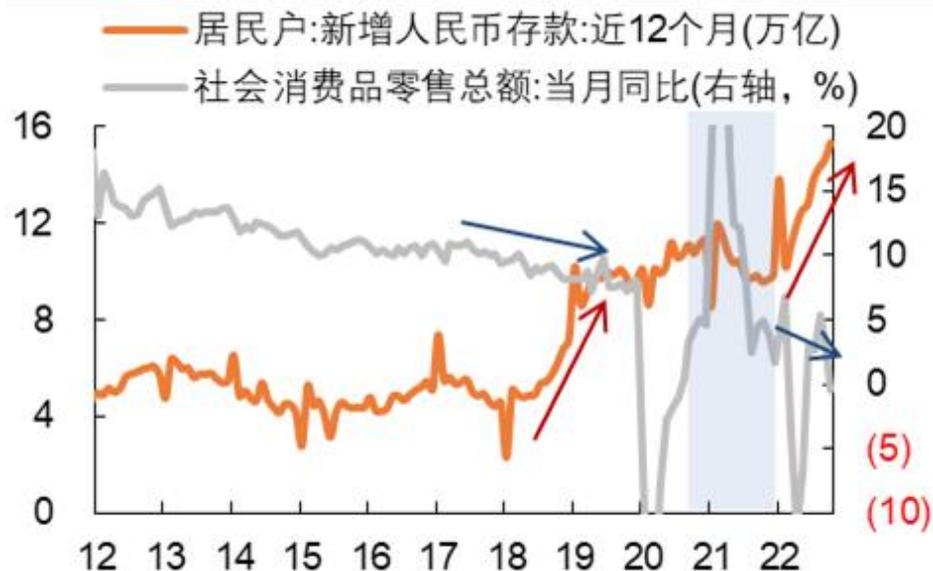
2.1 疫后消费恢复高度存在不确定性

- 近年相对严格的疫情防控政策，压制消费恢复：一方面，疫情防控物理隔离措施反复，阻碍“人流”和“物流”，可选消费、服务消费因缺乏消费场景往往大幅下降；另一方面，接触性服务业和住房建筑业表现低迷，就业市场不确定性加大，居民预防性储蓄上升，消费意愿和能力不足。
- 2022年11月以来国内疫情防控政策持续优化，将有助于消费恢复斜率的提升。2022年疫情期间新增储蓄规模不断增加，为预期改善后的“恢复性消费”提供了潜在空间，中央经济工作会议也明确指出2023年“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”。但这一积压的消费需求在2023年恢复多少，目前来看仍有较大不确定性。

◎ 2021年服务业就业人员占比为48%



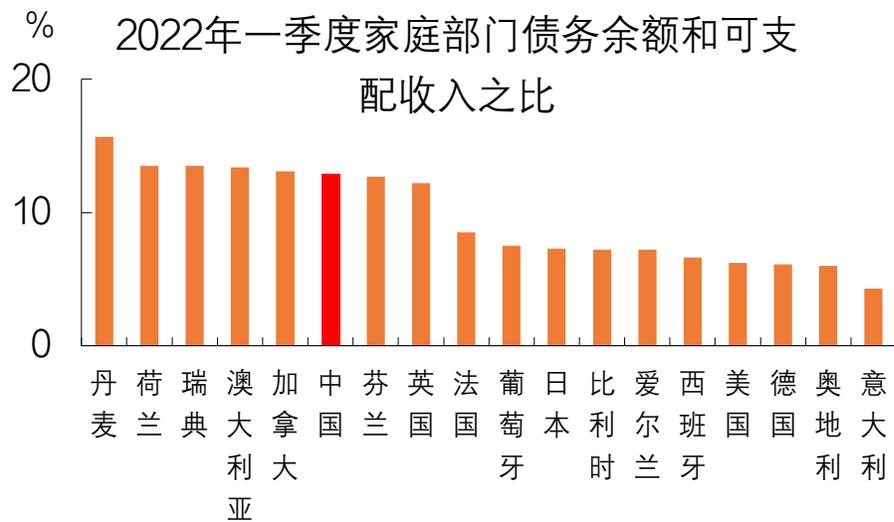
◎ 2022年以来，居民新增储蓄规模持续抬升



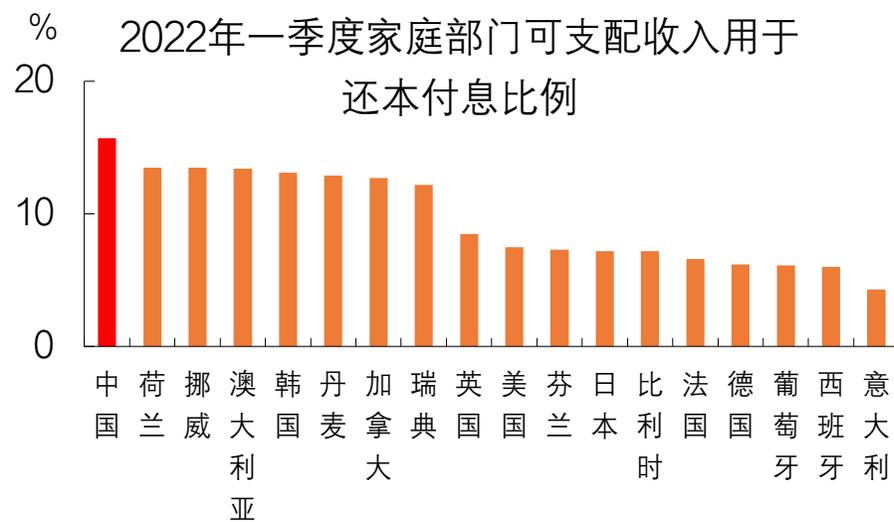
2.1 疫后消费恢复高度存在不确定性

- 二是，高债务压力下，居民部门对预防性储蓄仍有较高诉求。2022年一季度，中国家庭部门的偿债负担（债务余额/可支配收入）为141.8%，高于英国、法国、日本、美国等主要经济体；中国家庭部门的偿债比率（可支配收入用于还本付息的比例）为15.7%，高于OECD公布数据的全部发达经济体。
- 三是，2023年财政支持消费的力度有待观察。尽管中央经济工作会议把恢复和扩大消费放在优先位置，但这次会议和《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》中均未提及财政促进消费。若2023年财政资金未加码刺激消费，仅靠市场化力量，预计国内消费恢复的高度将有限。

◎ 主要国家2022年一季度偿债负担的对比



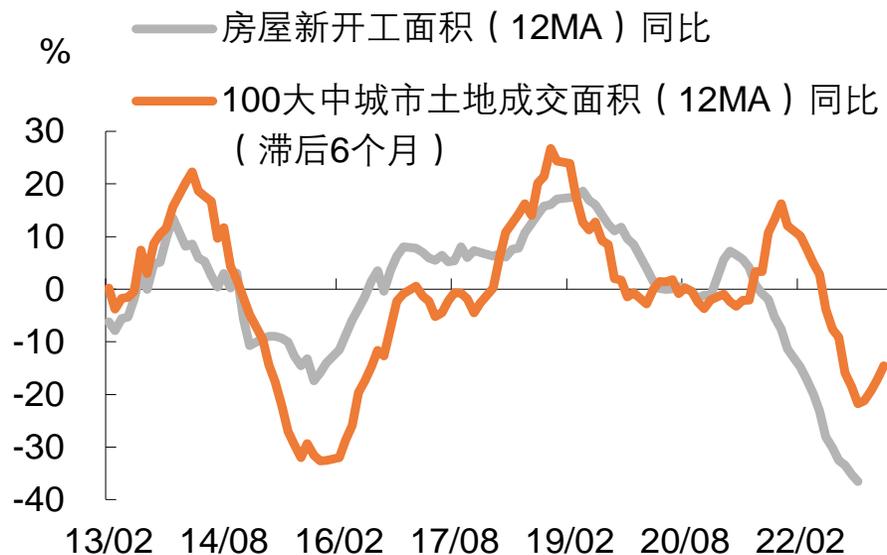
◎ 主要国家2022年一季度偿债比率的对比



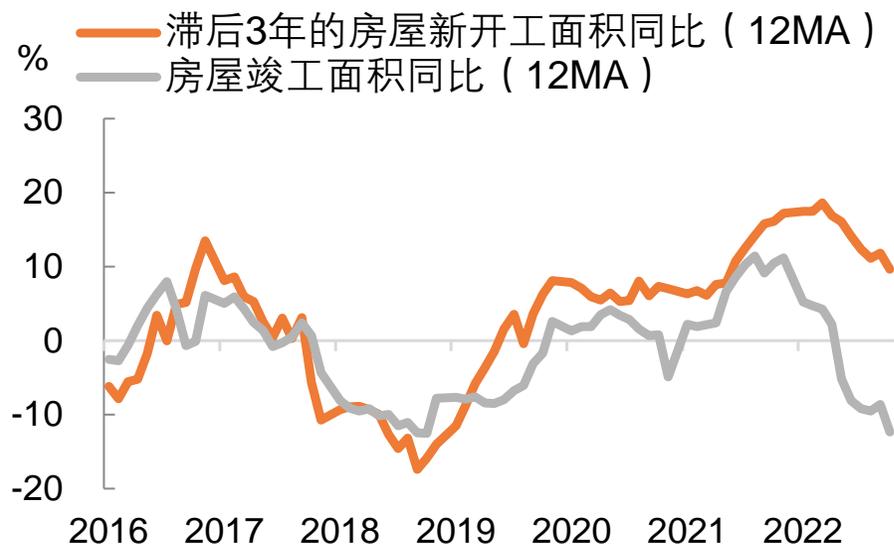
2.1 房地产对经济的拖累或将趋弱

- **2023年房地产投资有望企稳（跌幅收窄）。**新开工方面，100大中城市土地成交面积同比领先新开工面积同比约半年。根据领先性判断，新开工面积同比短期或将触底。**存量项目施工方面**，其占年施工面积的75%-80%，2021年三季度至今应竣工而未竣工的商品房面积在持续累积。中央经济工作会议在定调房地产时新增“保稳定”，我们认为核心是要“保交楼”，预计2023年相关延期交付项目将加快竣工。
- **中央经济工作会议指出“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”**，预计保障性租赁住房、多渠道多主体供应的角色或将得到强化。郑州房地产纾困模式值得借鉴，这有助于保交楼和房地产市场尽快形成良性循环。

◎ 从领先指标看，新开工面积同比短期或触底



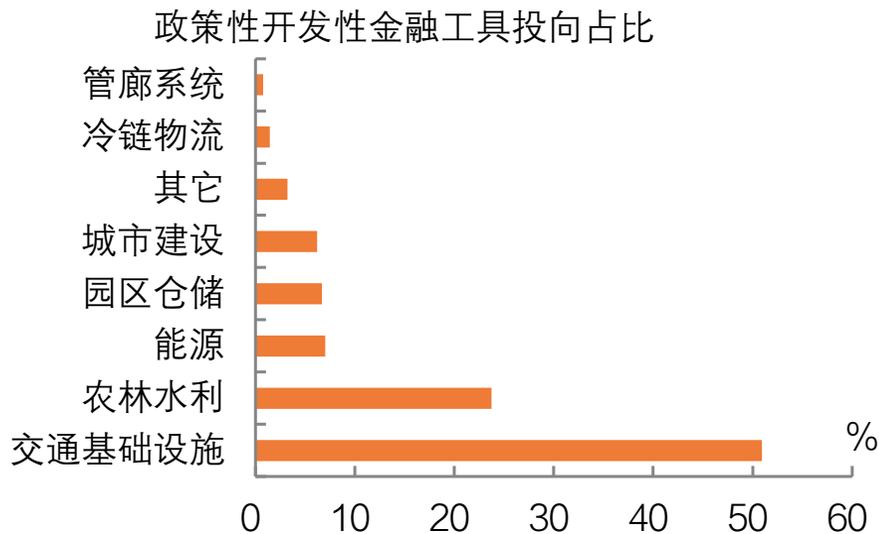
◎ 2023年商品房竣工大概率将加速



2.1 基建投资对广义财政依赖度较高

- **2023年基建投资要保持较高增速，对广义财政依赖度较高：**
 - “两本账”对基建的增量支持预计有限：一是2023年公共财政支出继续面临刚性支出挤压，投向基建增量资金有限；二是中央经济工作会议强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，预计2023年新增专项债额度或持平于今年。
 - 广义财政需继续发力：一是，2022年政策性开发性金融工具为基建项目补充资本金7399多亿，投向以传统基建为主，相关项目施工周期在3年左右，2023年需解决配套融资问题。由于隐性债务监管未松、商业类金融机构市场化考核，2023年仍需政策性开发性金融机构加大基建类信贷投放；二是，公共财政对基建的支持力度不足，2023年部分新开工项目或继续需要通过政策性开发性金融工具补充资本金。
 - 中央经济工作会议中，明确指出“政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持”。

◎ 政策性开发性金融工具投向以传统基建为主



2.1 扩大增长新动能——制造业投资

- 展望2023年，制造业投资面临的不利变化包括出口回落、库存高位、产能利用已持续处于低位等。
- 但2023年制造业投资仍有结构性新动能，稳定2023年制造业投资需寻求并扩大支撑因素：一是，制造业技术改造和新动能行业具备投资潜力，尤其是绿色低碳、智能制造、自主可控及汽车产业链等；二是，疫情防控优化和消费逐步恢复，将有助于提振消费制造行业的投资；三是，财政、货币及产业政策“续力”支持。我们测算2022年政策支持对制造业投资的拉动在5个百分点左右，在“制造强国”战略推动下，2023年政策对制造业投资的进一步支持力度可期。

◎ 产成品存货占总资产比例处15年以来偏高位置



◎ 汽车制造业投资需求有待释放

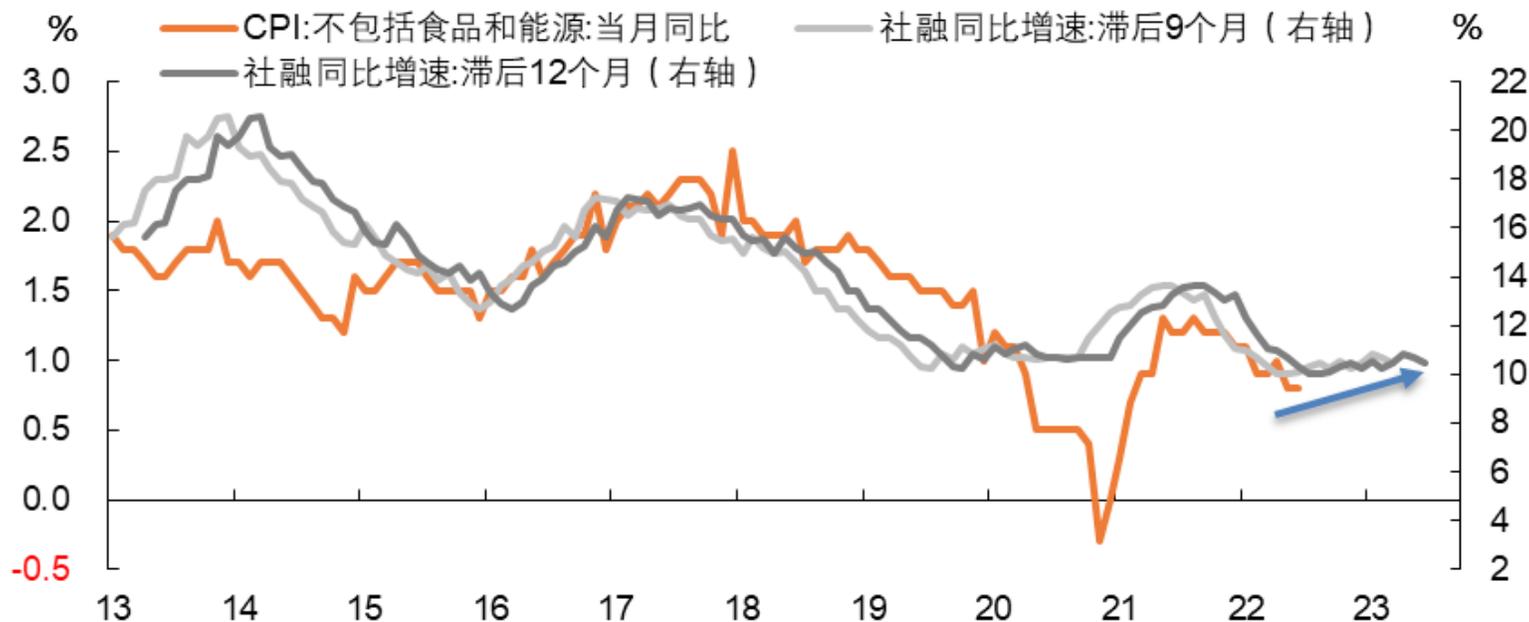


2.1 中国CPI影响因素：货币政策

■ 自上而下看CPI：货币政策

- 货币政策主要通过需求端影响通胀。社融增速能够体现金融体系对实体部门（居民与非金融企业）的支持情况，是实体经济总需求的领先指标。
- 历史上，社融增速往往领先核心CPI约3-4个季度，本轮社融自2021年四季度起震荡回升，但其斜率偏弱，对核心CPI的向上牵引力不强。

◎ 核心CPI与社融增速

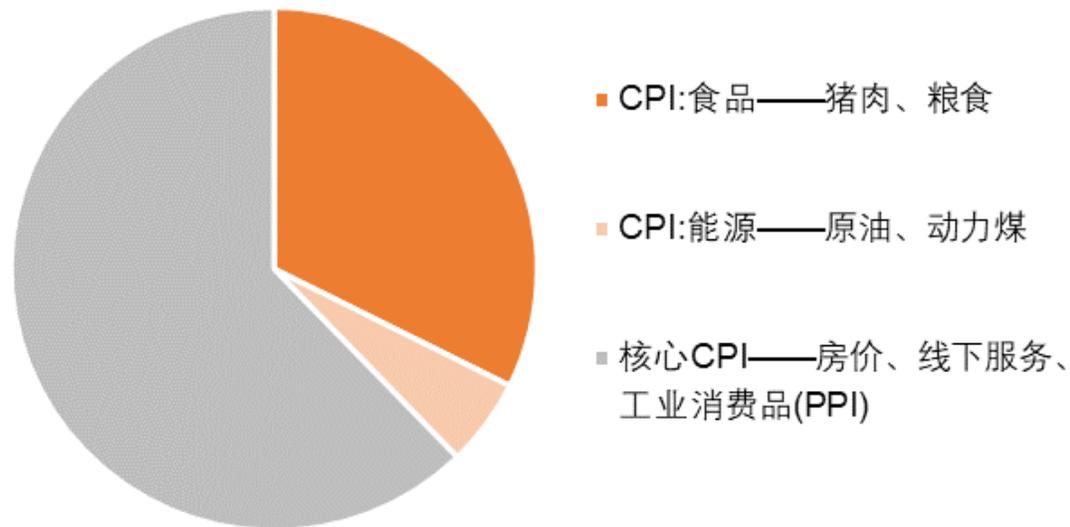


2.1 中国CPI影响因素：自下而上

■ 自下而上看CPI

- 我们可以将CPI的波动直接分为食品、能源、核心CPI（剔除能源与食品影响）三个部分，以2021年基期调整以来的数据估算，三者的占比分别为19.6%、3.27%和77.2%。进一步看：
 - 食品分项中，猪肉价格波动较大，剔除猪肉后的其他食品季节性特征明显、与粮食价格中枢关系较大。
 - 能源分项主要受原油价格变动影响，而水电燃分项与动力煤价格有较弱的相关性。
 - 核心CPI主要与房地产周期、线下服务需求变化相关，部分工业消费品价格可能会受PPI变化的影响。

2021年以来CPI权重构成（估算）



2.1 中国CPI影响因素：猪肉

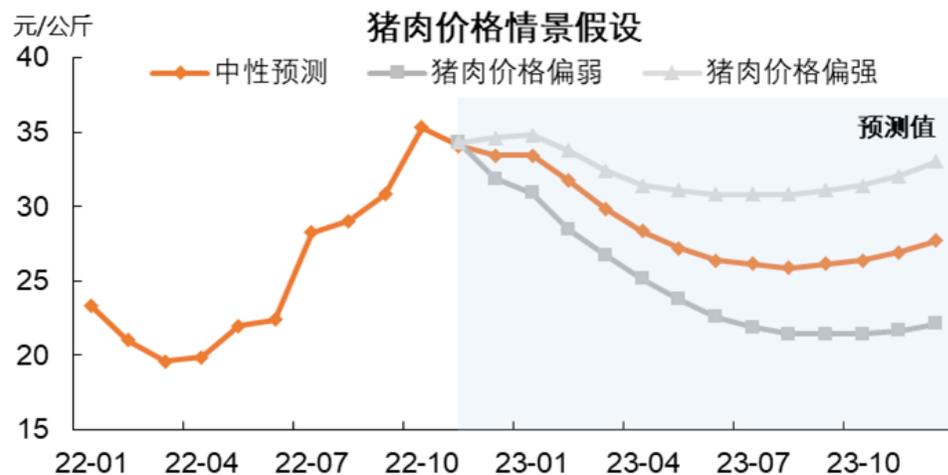
■ 自下而上看CPI：猪肉

- 就猪肉对CPI的影响而言，2021年1月CPI基期轮换时的猪肉权重为2.31%。因拉氏指数的算法，一年前的价格下跌拉低了猪肉在CPI同比增速中的权重，2022年11月猪肉在CPI同比中权重下滑至1.37%。我们估算，2023年猪肉占CPI同比权重的中枢在1.6%左右。
- 因前期养殖端压栏惜售和二次育肥的投机行为屡见不鲜，大体重猪源供应或相对充裕，猪肉价格旺季不旺，颓势已现，本轮猪周期价格下行拐点可能已经出现。
- 节奏上，1) 春节后2023年2月起逐步进入消费淡季，受养殖户补栏的滞后影响供给增加，预计猪肉价格较快回落；2) 2023年三季度、四季度，季节性消费回升，猪肉价格有望逐步企稳。
- 中性情形、猪肉价格偏强和猪肉价格偏弱的情形下，我们预计2023年猪肉均价分别为28元/公斤、32元/公斤、24元/公斤。

◎ 能繁母猪存栏变化领先猪肉价格走势



◎ 2023年猪肉价格走势假设

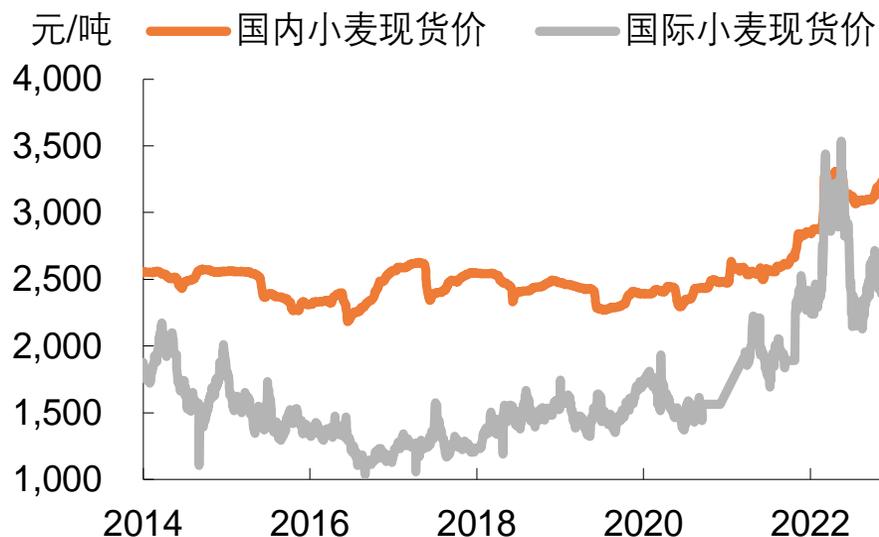


2.1 中国CPI影响因素：粮食

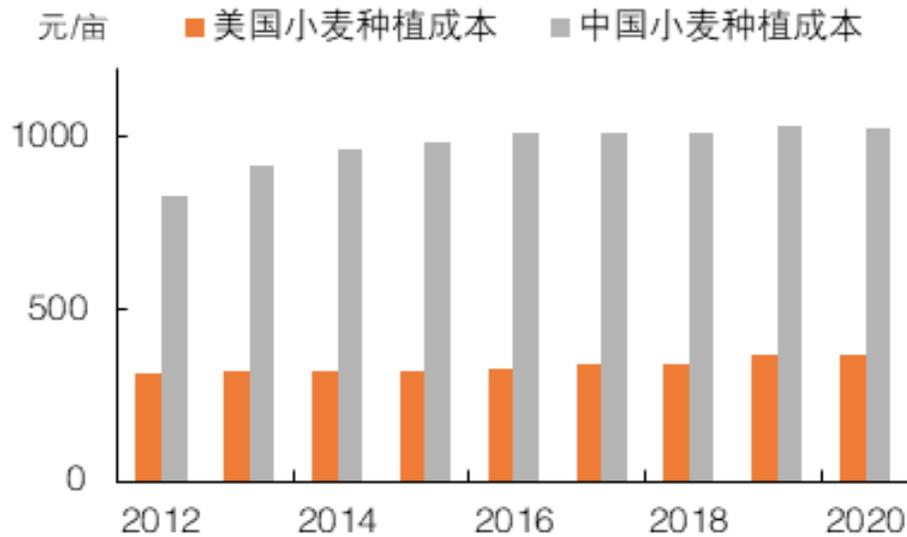
■ 自下而上看CPI：粮食

- 对比小麦和玉米的国内外现货价，可发现国内粮价波动较小，且长期高于国际粮价。国内外粮价倒挂，当国际粮价上涨时，能起到一定缓冲作用。
- 国内外粮价倒挂的根源，在于成本差异较大。美国农业部公布了小麦、玉米的每英亩生产总成本，我国国家发改委发布的《全国农产品成本收益资料汇编》中，对小麦、玉米等农产品的生产成本也有详细梳理。对比来看，中国粮食种植成本明显高于美国，2020年美国每亩小麦和玉米的种植成本分别只有中国的35.2%、72.1%。

◎ 国内外小麦现货价对比



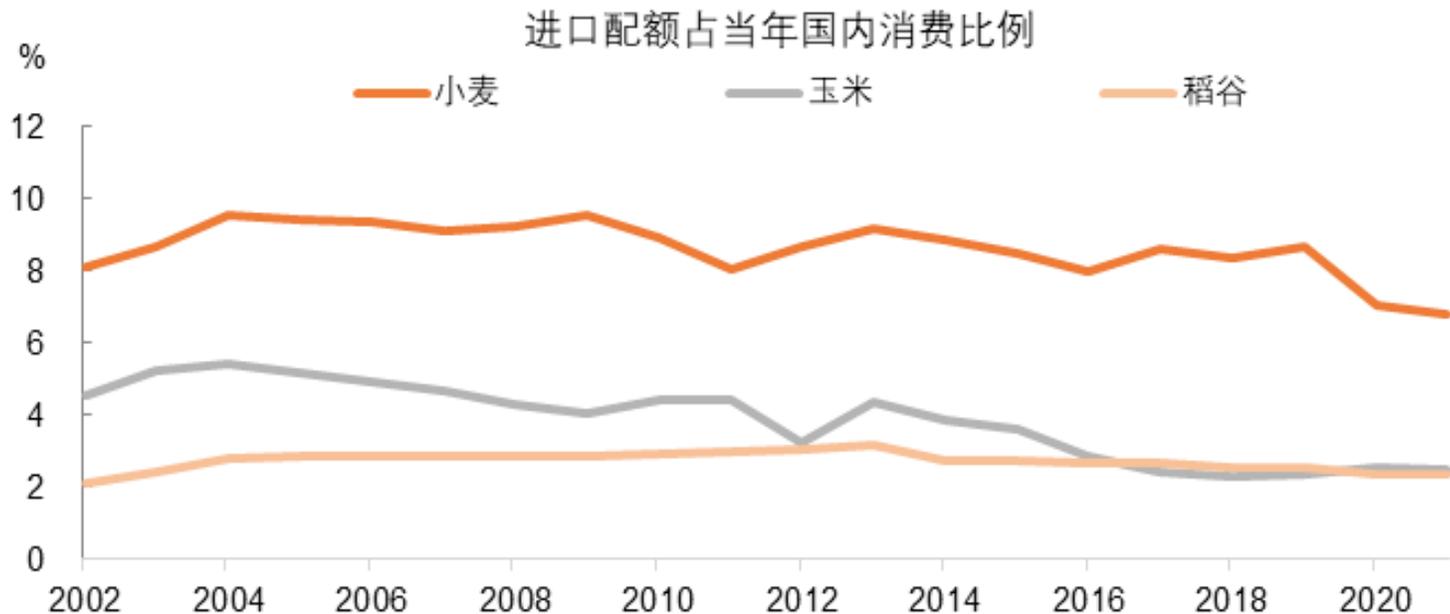
◎ 中美两国每亩小麦种植成本对比



2.1 中国CPI影响因素：粮食

- 2002年中国开始建立重要农产品进口配额管理制度，每年根据《农产品进口关税配额管理暂行办法》，公布下一年实行进口配额管理的农产品及其规模。进口配额内的农产品按1%的税率征收关税，超过配额的执行65%的关税税率。2004年到2022年，每年小麦、玉米、稻谷三大主粮的进口配额，分别为963.6万吨、720万吨和532万吨，已连续19年保持不变。2021年小麦、玉米和稻谷的进口配额，分别占国内消费量的6.8%、2.5%和2.4%，低配额比例阻碍了国际粮价波动向国内粮价的直接传导。

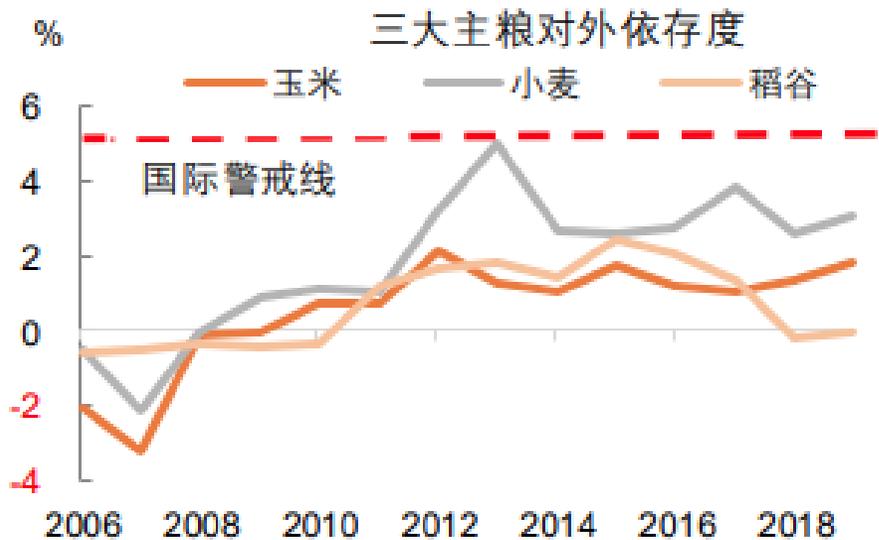
◎ 我国三大主粮进口配额占当年国内消费的比例



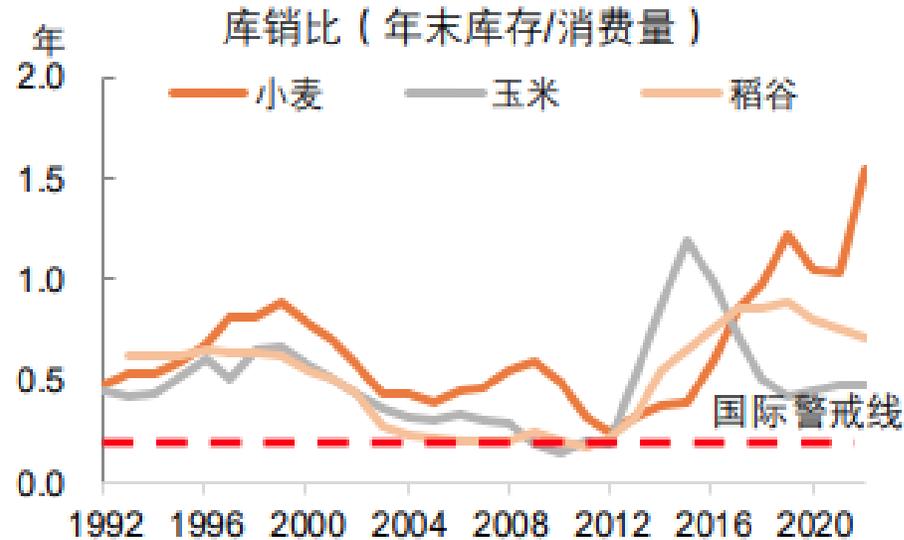
2.1 中国CPI影响因素：粮食

- ▶ 联合国粮农组织提出了国家粮食安全评估的三个基本标准：第一，粮食生产上的安全，国家粮食的自给率必须努力达到95%以上，即粮食对外依存度应低于5%；第二，粮食消费上的安全，人均年粮食消费应达到400公斤；第三，粮食流通上的安全，粮食库存应达到本年度粮食消费的18%，14%为警戒线。
- ▶ 2019年小麦、玉米和稻谷的对外依存度分别为3.0%、1.8%和0.0%，中国三大主粮的自给率均在联合国粮农组织认定的95%这一安全水平之上。从库销比（年末余额/消费量）看，2022年末我国小麦、稻谷和玉米分别可满足国内1.54年、0.71年和0.49年的消费需求，均明显高于联合国粮农组织认定的0.18年这一安全警戒线。

◎ 中国三大主粮的对外依存度均低于国际警戒线



◎ 中国三大主粮的库销比均高于国际警戒线

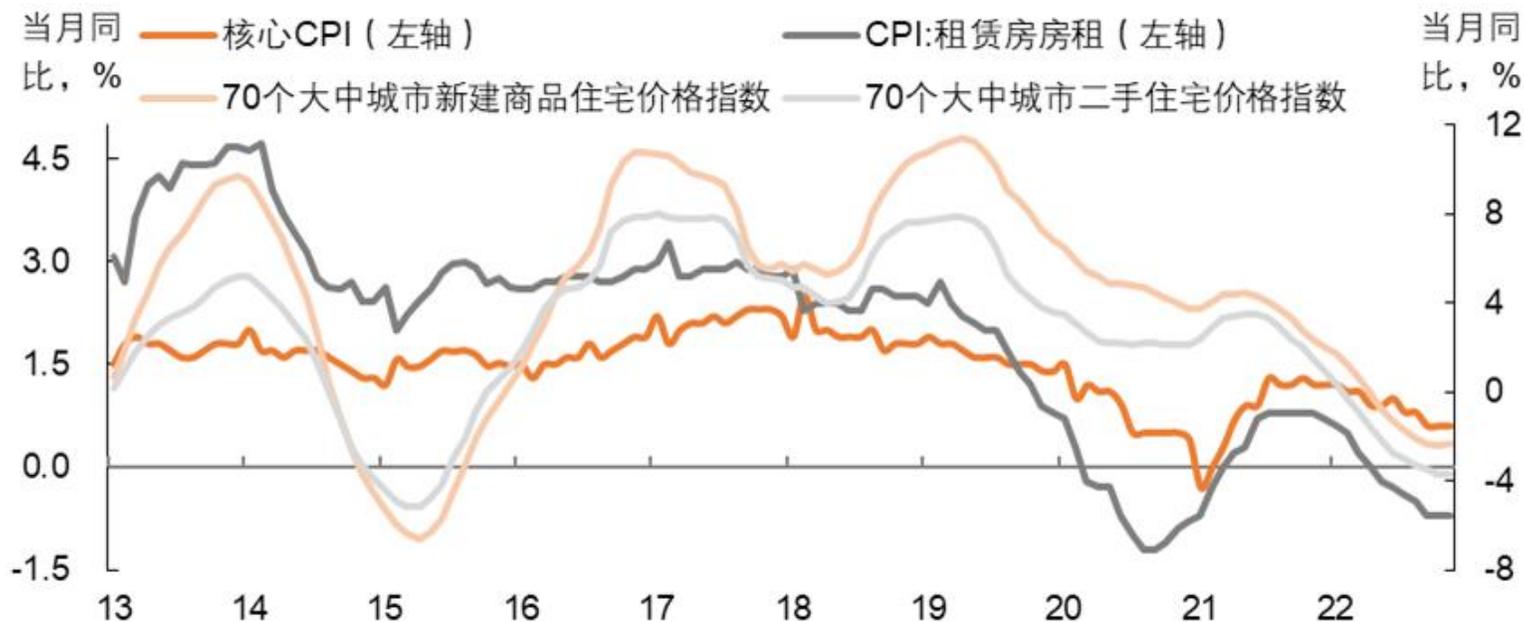


2.1 中国CPI影响因素：房地产周期

■ 自下而上看CPI：房地产周期

- 一方面，房地产周期直接影响CPI中的居住分项，2022年11月居住分项占CPI的权重为20%。
- 另一方面，房地产周期通过影响劳动者的生活成本，间接影响劳动密集型服务业的价格水平。
- **CPI租赁房房租项目2021年12月以来持续下行，2023年房地产市场复苏斜率可能不高，对核心CPI拖累或将持续。**

◎ 核心CPI、房租与商品房价格



2.1 中国CPI的影响因素：线下服务

■ 自下而上看CPI：线下服务

- 根据《中国住户调查年鉴2022》，2021年全国居民消费支出中，服务性消费支出占比为44.2%，除居住相关服务项目外，主要包括教育文化娱乐（10.8%）、饮食服务（6.6%）、医疗服务（6.5%）、其他服务（1.2%）、家庭服务（0.3%）等类别。**2020**年以来，疫情散发对饮食服务、家庭服务、旅游等接触性服务业需求冲击较大。如若随着防控政策的不断优化，线下服务需求的有所释放，可能给核心CPI带来潜在上行压力。

◎ 核心CPI与线下服务分项



2.1 中国CPI的影响因素：PPI传导

■ 自下而上看CPI：PPI传导

- 在核心CPI中剔除服务项目后，另有不含能源的工业消费品项目，其在CPI中的占比约为42.4%，走势与PPI，尤其是生活资料PPI的滞后传导相关。
 - 具体包括：衣着、生活用品（家具及室内装饰品、家用器具、家用纺织品、家庭日用杂品、个人护理用品）、交通工具、通信工具、医疗器具及药品、其他用品等

◎ 工业消费品（不含能源）价格走势受PPI传导

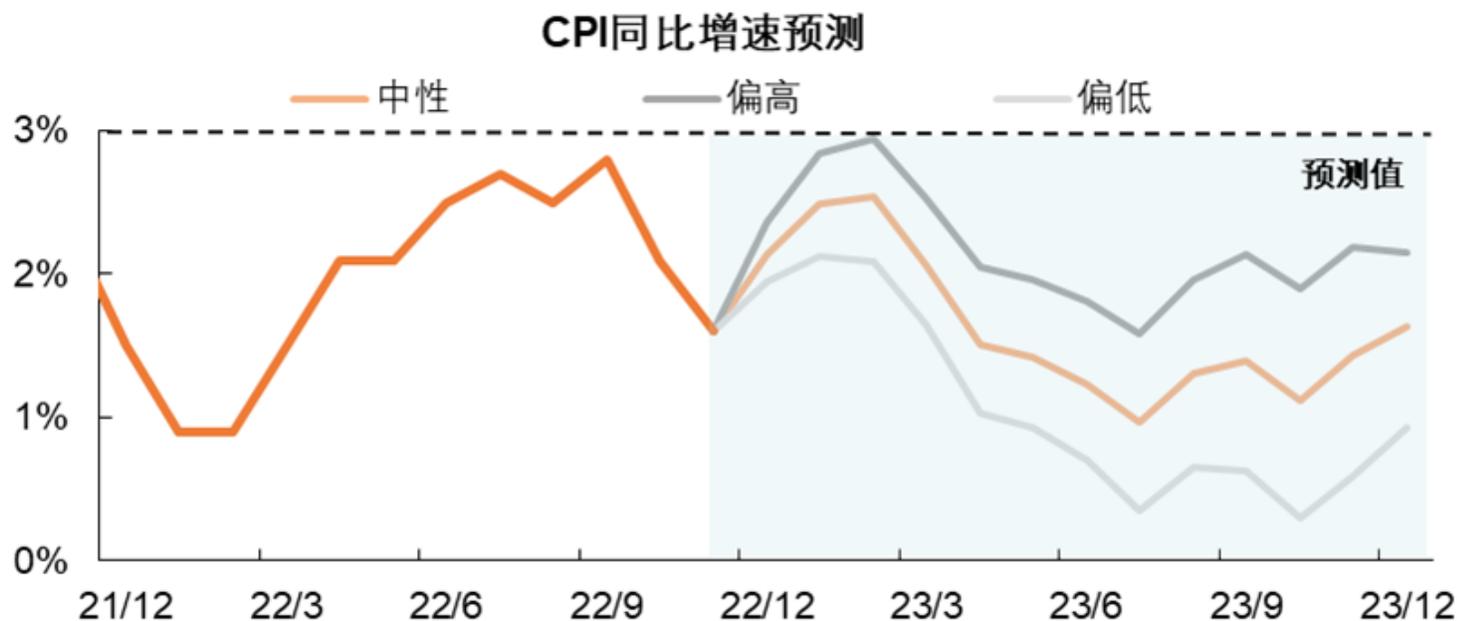


2.1 中国CPI走势展望：定量测算

➤ 预计2023年CPI同比增速呈N型走势，中枢略低于2022年。受基数效应影响，2023年2月达阶段性高点。

- 中性情形下，预计2023年CPI中枢为1.6%。
- 偏高情形下，预计2023年CPI中枢为2.2%。
- 偏低情形下，预计2023年CPI中枢为1.0%。

◎ 2023年中国CPI同比增速预测



假设

➤ 中性：

- 原油中枢：75-85美元/桶
- 猪肉中枢：28元/公斤
- 年末核心CPI同比增速1.5%

➤ 偏强：

- 原油中枢：90-100美元/桶
- 猪肉中枢：32元/公斤
- 年末核心CPI同比增速2.0%

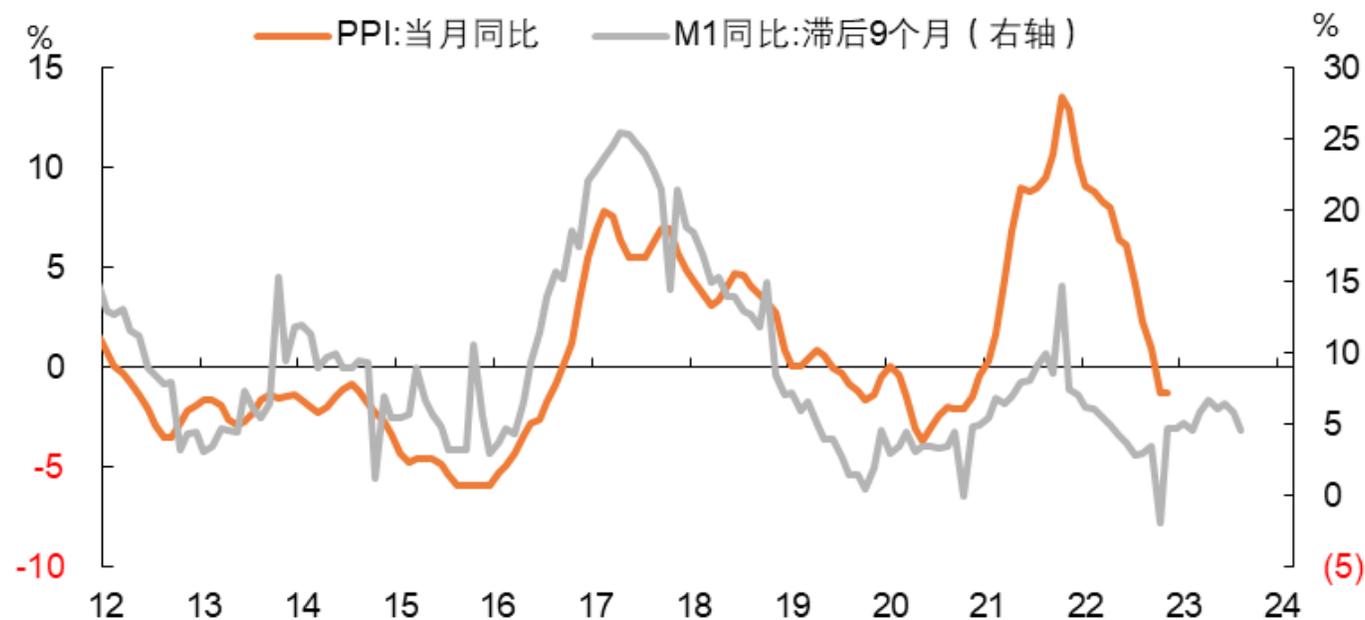
➤ 偏弱：

- 原油中枢：55美元/桶
- 猪肉中枢：24元/公斤
- 年末核心CPI同比增速1.3%

2.2 中国PPI的影响因素

- 未来一年环比增速对PPI的贡献转负。
- 国内方面，M1增速领先PPI同比增速变化约三个季度，2022年初震荡略有上行，但8月以来又明显回落，表明内需对PPI上行的支撑偏弱。

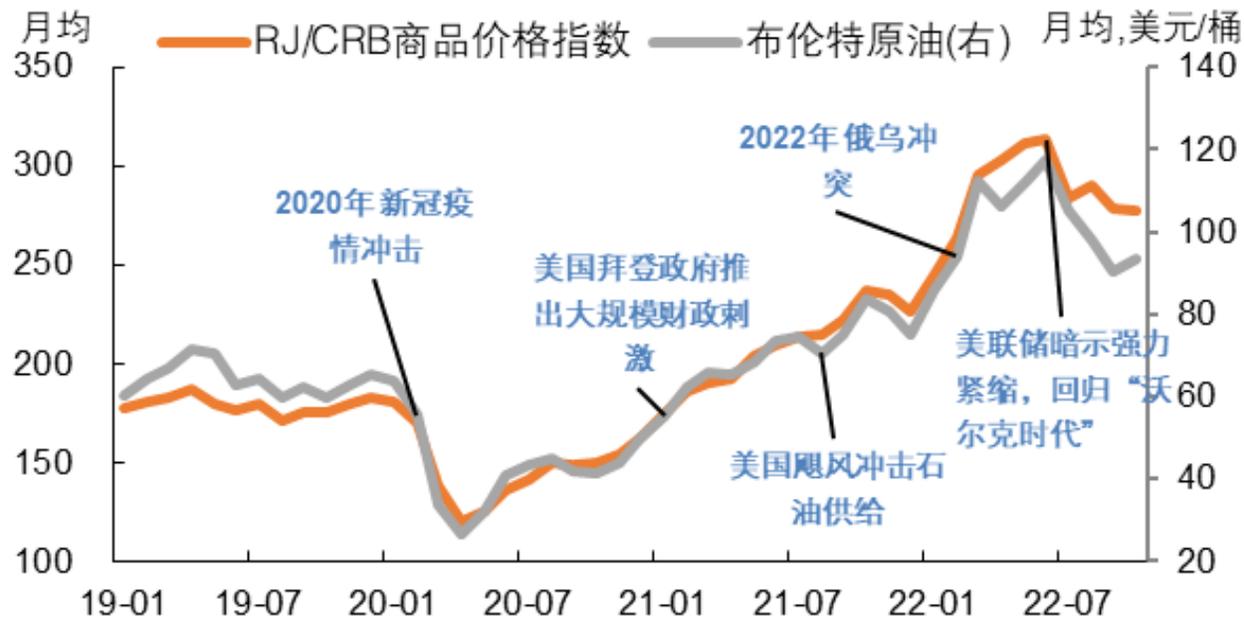
◎ M1增速领先PPI同比增速变化约三季度



2.2 中国PPI的影响因素

- 海外方面，随着全球经济增长进一步放缓，以原油为代表的大宗商品价格波动中枢有望下移。
 - 2022下半年开始，本轮大宗商品“超级周期”已逐渐步入尾声。一是，高价格下供需逐渐走向平衡；二是，全球紧缩下商品金融属性弱化；三是，与俄乌冲突有关的供给担忧缓解。10-11月，RJ/CRB商品指数均值较二季度回落10%，距离峰值回落15%。10-11月，布伦特原油均价为93美元/桶，较二季度回落17%，距离峰值回落27%。

◎ 2022下半年开始，本轮大宗商品“超级周期”已逐渐步入尾声

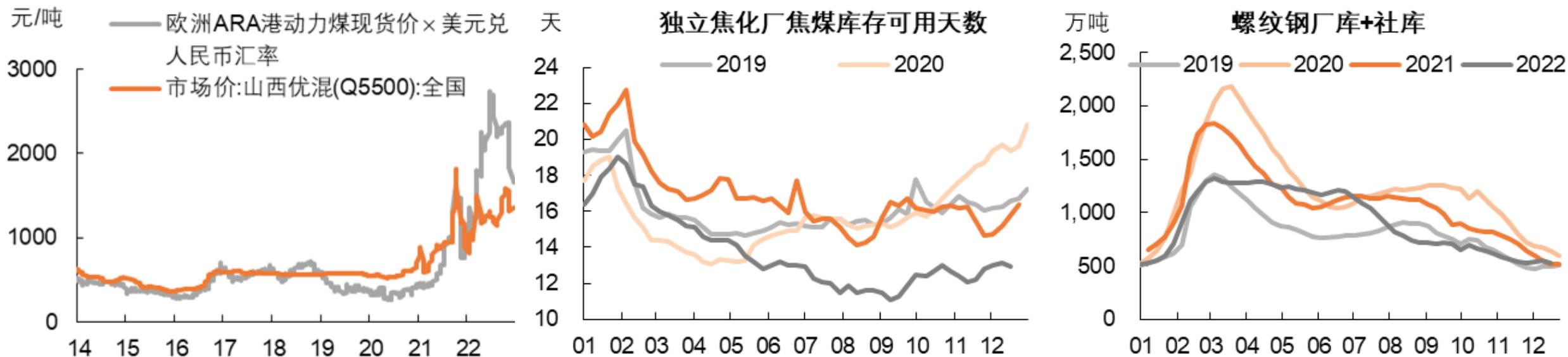


2.2 中国PPI的影响因素

■ 除国际油价上涨外，PPI的上行风险还有在于：

- 一是，内需定价的黑色商品价格存在阶段性上行风险。海内外动力煤价格倒挂的现象依然存在，螺纹钢为代表的产品库存持续去化，已至历史同期偏低位置，如若2023年地产、基建投资需求强于产业端预期，可能阶段性助推黑色产业链涨价。
- 二是，警惕人民币汇率贬值压力的释放，这将助推输入性通胀风险。短期看，美元指数仍有进一步上冲动能，中美货币政策分化仍在继续，且国内出口下行压力逐渐显现，人民币汇率依然面临贬值压力。

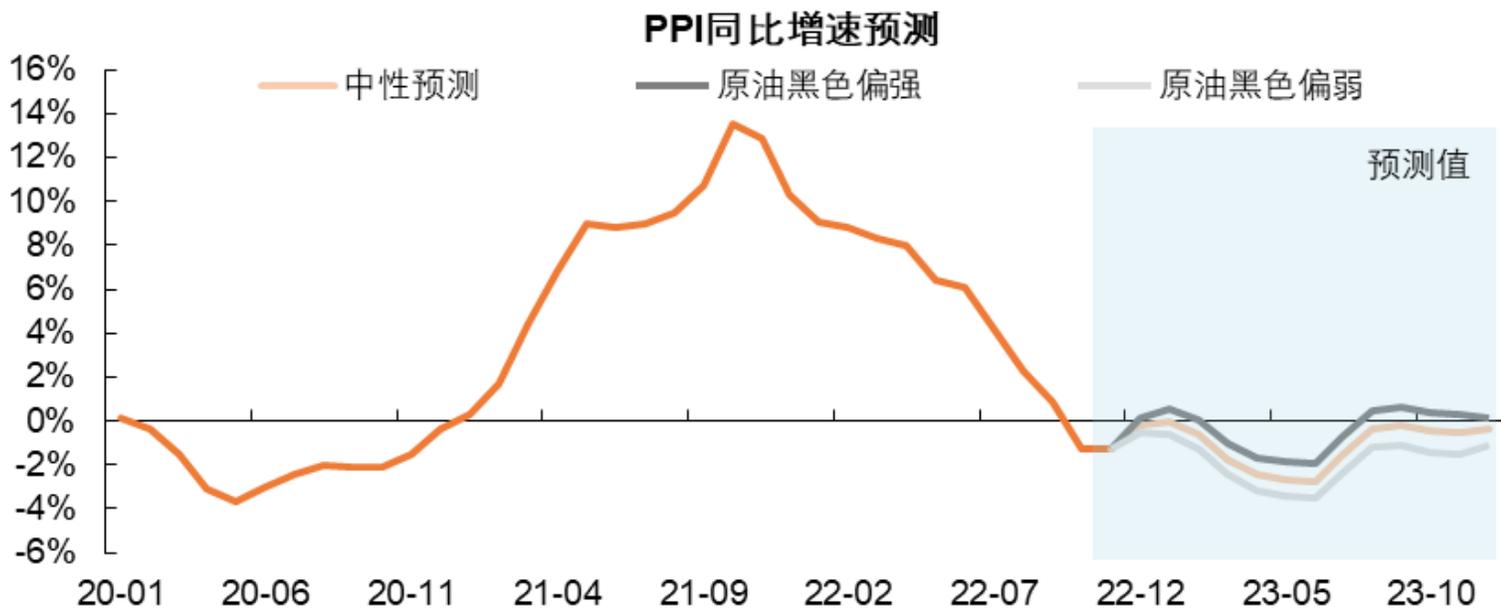
◎ 海内外动力煤价格倒挂，国内焦煤、螺纹钢库存均处于相对低位



2.2 中国PPI走势展望：定量测算

- 预计2023年PPI同比增速中枢下移至负值区间，呈低位震荡态势，2023年6月前后到达阶段性低点。
 - 中性情形下，预计2023年PPI中枢为-1.1%。
 - 油价与黑色商品偏强情形下，预计2023年PPI中枢为-0.3%。
 - 油价与黑色商品偏弱情形下，预计2023年PPI中枢为-1.9%。

◎ 2023年中国PPI同比增速预测



未来一年价格中枢假设

➤ 中性预测：

- 原油：70美元/桶
- 螺纹钢：约3900元/吨
- 动力煤：约1350元/吨

➤ 油价与黑色系商品偏弱：

- 原油：55美元/桶
- 螺纹钢：约3600元/吨
- 动力煤：约1200元/吨

➤ 油价与黑色系商品偏强：

- 原油：85美元/桶
- 螺纹钢：约4500元/吨
- 动力煤：约1500元/吨

3. 稳物价政策建议

- 我们预计尽管2023年中国通胀整体压力不大，但物价运行仍面临着一些潜在风险，包括输入性通胀压力难完全消除（能源危机下油价波动，人民币汇率贬值）、极端天气短期可能对蔬菜瓜果的种植和运输产生不利冲击、部分企业退出市场导致的供给收缩型通胀风险、稳增长压力下黑色商品价格潜在的低位上涨风险等。
 - 未来一年，国内稳物价需重点关注能源和粮食两大“压舱石”，同时也需增强生猪价格调控的前瞻性。
1. 立足资源禀赋，做好能源的保供稳价工作，传统能源和新能源并进。
- **传统能源方面：**一是，继续推动大企业特别是国有企业释放先进煤炭产能，带头做好煤炭的保供稳价工作。二是，推进煤炭生产的清洁化、智能化升级改造，实现采掘少人化、运行无人化、矿井智能化。三是，增加煤炭应急储备基地，加强对储备基地建设的研发投入，尽力解决储备煤自燃、变质，装卸养护困难等实际问题。四是，在发电端，鼓励新建、置换先进煤电机组，推动机组的节能降碳改造、灵活性改造和供热改造，提升煤炭资源的使用效率。
 - **新能源方面：**一是，落实碳减排支持工具对风光发电的信贷支持，推动水利基础设施尤其是发电设施的建设，在严格监管、确保绝对安全的前提下有序发展核电。二是，提升新能源电力资源的使用效率，加强电网智能化改造，提升电网对新能源的消纳、调峰能力；建设特高压及电力输送网络，增强电力资源的跨区域配送。三是，加快推进新能源储能配套设施建设，尽可能避免大面积的弃风弃光，平抑新能源发电不稳定对电网的负面影响。

3. 稳物价政策建议

2. 抓好粮食生产，以增收促进农民种粮积极性，努力实现国内粮食增产和重要农产品稳定供应。

- 一是，提升粮食生产能力。保护耕地数量，遏制耕地“非农化”、基本农田“非粮化”；建设高标准农田，提升耕地的使用效率。二是，稳定种子、化肥、农药、农机等农资价格，减缓种植成本涨价对农民种粮收入的侵蚀和积极性的打压。例如给予农资生产企业优惠税收、增加种子研发投入、适度放松对于农产化工企业的能耗双控限制，鼓励闲置产能的释放等。三是，加大对农业生产的金融、财税支持力度，保护和调动农民种粮积极性，可从专项补贴、支农信贷、农产品保险、收入保险等方式发力。四是，利用好国内粮食储备，调节市场价格。日常时期做好粮食收储、管理和轮换工作。粮价上行压力较大时，加大向市场抛储力度，保障市场充足供应，稳定粮油市场运行。

3. 预计2023年猪肉价格中枢有望下移，但需提前布局，增强生猪调控的前瞻性。

- 在猪肉价格下行期间，需为养殖户提供更多流动性支持，防止生猪产能调减速度和幅度过大，又引致后续猪价过快上涨；通过增加储备肉收储力度，调整猪肉进口关税，鼓励企业提升肉制品加工量，给予加工制品增量适度补贴等方式调节需求。
- 降低生猪周期性波动还需持续在以下方面发力：一是，抓好疫病防控，减缓猪瘟对生猪养殖的负面冲击。二是，支持生猪产业链一体化发展。三是，完善现有的生猪存栏统计及价格预警机制。四是，加强对中小养殖户的支持力度。五是，扩大猪肉储备能力，提高供需调节效果。

3. 稳物价政策建议

4. 强化监测分析，加大市场价格监管力度。

- 强化监测分析，把握重要商品的供求和价格波动规律，确保在产业升级和消费结构变化过程中重要商品价格不发生大的波动。建立市场预警机制，及时准确提供重要商品信息，实现信息对称，克服生产盲目性。
- 加强市场监管，采取经济法律手段和必要的行政手段，重点打击囤积居奇、哄抬物价、变相涨价等价格违法行为，尤其是在疫情防控措施较大程度优化的当下，更需对重点药品及医疗器械的市场价格加强监管。

5. 完善农产品流通体系，提升流通效率。

- 一方面，降低农产品流通的中间成本。一是，鼓励农户与市场直接对接，对农民开展电商平台销售的相关技术培训指导，鼓励农户通过网络途径直接销售产品。二是，鼓励成立农村合作社、农产品协会等互助组织，将力量分散的农户组织起来，直接对接商超流通终端。三是，推进建设公益性农产品批发市场，减少批发环节成本。
- 另一方面，减少农产品流通环节中的损耗。流通体系进一步完善，流通环节的效率得以提升，可以更大限度地保证生鲜农产品的稳定供应，稳定生鲜蔬菜的价格。对此，可以加大冷链物流、冷库储藏技术的研发应用，在农产品领域大力推广，通过财政、税收、金融等手段，加大对农产品重点产地冷库冷藏设施的建设，引导建设农产品流通领域全程冷链物流。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。