



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀总体温和 关注需求复苏

— 2023 年通胀形势展望

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2022 年 12 月 28 日

内容提要:

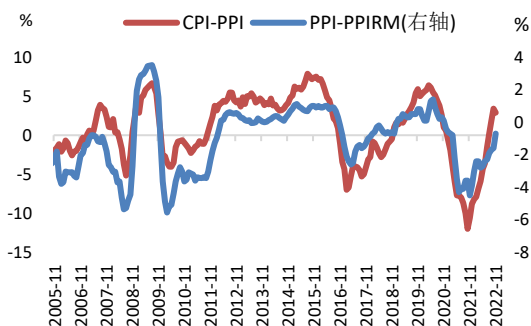
2022 年通胀整体温和。一方面, CPI 受终端需求复苏缓慢等因素影响温和上行, 全年或仅比 2021 年上升 1.1 个百分点。另一方面, PPI 受全球经济复苏减弱、持续高通胀削弱大宗商品需求、国内保供稳价以及 2021 年高基数等因素影响趋于下行, 尤其是下半年快速回落。两者剪刀差大幅收敛, 从 2021 年 10 月的-12% 逐步转正至 2022 年末的 3% 左右。

预计 2023 年国内通胀总体温和。CPI 继续温和运行, 全年同比增长 2% 左右, 年内高点或在 3% 左右, 若需求超预期复苏, 不排除上行至 2.5% 左右的可能, 但大概率难超 3%。PPI 受国内需求复苏推动, 下半年或回升至正值区间, 但受全球大宗商品低迷影响难以大幅上行, 中枢或在-0.5% 左右, 若地产投资等需求超预期复苏, 不排除中枢提高至 0.5% 左右或更高的可能。中性情况下 CPI 与 PPI 的剪刀差将从 2022 年的-2.3 个百分点转为 1-2.5 个百分点, 中下游利润有望一定程度上复苏。

从 2023 年温和 CPI (不超过 3%) 叠加较低 PPI (不超过 1%) 的搭配看, 货币政策仍有一定空间, 节奏和空间将主要视国内需求复苏情况而定, 海外央行下半年紧缩放缓甚至不排除衰退加剧下的转向亦为国内政策适度放松提供可能性。

风险提示: 央行超预期调控, 食品价格超预期, 贸易摩擦升温, 金融市场波动加大, 经济复苏超预期, 国内外疫情超预期变化, 中美关系全面恶化, 国际经济形势急剧恶化, 美联储货币政策超预期调整, 海外黑天鹅事件等。

CPI 与 PPI 剪刀差



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《投资托底内需复苏 经济步入正轨可期—2023 年国内宏观经济展望》
2. 《CPI 动能较弱 PPI 如期通缩—10 月物价数据点评》

目录

一、2022 年通胀总体温温和，CPI 与 PPI 剪刀差大幅收敛.....3

1、肉类价格推动 CPI 上行但终端需求较弱导致 CPI 上涨乏力 3

2、主要央行紧缩叠加持续高通胀下的需求回落等因素拖累大宗与 PPI..... 6

3、剪刀差持续收敛 7

二、2023 年通胀整体仍温和，重点关注需求复苏.....8

1、CPI 温和运行，关注服务业复苏..... 9

2、PPI 继续回落，关注需求复苏尤其是地产复苏进展 13

图表目录

图 1：2022 年 CPI 上涨乏力 3

图 2：2022 年非食品项表现较弱 3

图 3：除鲜菜外的多数食品价格（三年平均）涨幅低于疫前 4

图 4：2022 年肉类价格同比先抑后扬 4

图 5：除交通通信外非食品价格增速低于疫情前水平 4

图 6：服务价格受疫情等因素影响趋于回落 4

图 7：居民服务类人均支出恢复较慢 5

图 8：疫情冲击下的社消增速再度探底 5

图 9：核心 CPI 低位徘徊凸显终端需求不足 5

图 10：2022 年下半年猪肉对 CPI 拉动作用增大 5

图 11：2022 年 PPI 加速回落 6

图 12：生产资料价格高位回落 6

图 13：2022 年下半年全球需求加速回落 7

图 14：2022 年下半年 CRB 趋于回落 7

图 15：南华工业品指数高位徘徊 7

图 16：2022 年国内保供稳价效应显现 7

图 17：2022 年 PPI-PPIRM、CPI-PPI 剪刀差收敛 8

图 18：能源类价格相对坚挺，其他中上游均加速回落 8

图 19：食品项下猪肉、鲜菜等对 CPI 同比影响较大 9

图 20：非食品项交通通信、居住、教娱对 CPI 影响较大 9

图 21：能繁母猪数自 2022 年 5 月起持续回升 10

图 22：生猪存栏与出栏增速持续走高 10

图 23：近年来人均猪肉消费量总体在 20 公斤上下 11

图 24：USDA 预计 2023 年中国猪肉消费量略升 11

图 25：本轮猪价最大涨幅超过 2010 年与 2015 年均值 11

图 26：当前玉米批发价格位于近 13 年高位 11

图 27：2022 年猪肉占 CPI 权重降至 1.6%左右 12

图 28：当前猪肉产量保持近年来高位增长 12

图 29：多数服务业增长离疫情前水平差距较大 13

图 30：2022 年服务业新订单进一步回落 13

图 31: 近几个月服务业发展预期偏弱	13
图 32: 服务业就业压力较大	13
图 33: 全球 PMI 趋势性回落	14
图 34: OECD 领先指标已低于疫情前	14
图 35: 发达经济体 GDP (三年平均) 增速低位徘徊	14
图 36: 美欧消费者信心均低于次贷危机时水平	14
图 37: 本轮全球有色供需缺口总体不及 2017 年	17
图 38: EIA 预计 2023 年原油供给略大于需	18
图 39: 2023 年除俄罗斯外的非 OPEC 国家加大原油供给	18
图 40: 2022 年基建投资增速温和抬升	19
图 41: 地产投资企稳尚需时日	19
图 42: 剔除高技术制造业投资增速低位徘徊	20
图 43: 当前库存水平仍高, 短期或仍以去库存为主	20
图 44: 近期螺纹钢库存处于低位	20
图 45: 近期电解铝库存处于近年来的绝对低位	20
图 46: 居民储蓄意愿持续上升从而一定程度上抑制消费	21
图 47: 居民未来物价预期指数位于近年的底部区域	21
图 48: 预计 2023 年 CPI 同比上涨 2%	22
图 49: 预计 2023 年 PPI 同比回落 0.5%	22
表 1: 近 15 年猪肉价格同比波动情况	9
表 2: IMF 与 OECD 对 2022-2023 年全球经济展望 (单位: %)	15
表 3: 世界银行: 2018-2023 年国际大宗商品价格情况(2010=100)	16
表 4: 世界银行: 2018-2023 年有色金属价格情况(单位: 美元/吨, 现价)	16
表 5: EIA 预计 2023 年原油价格回落	18

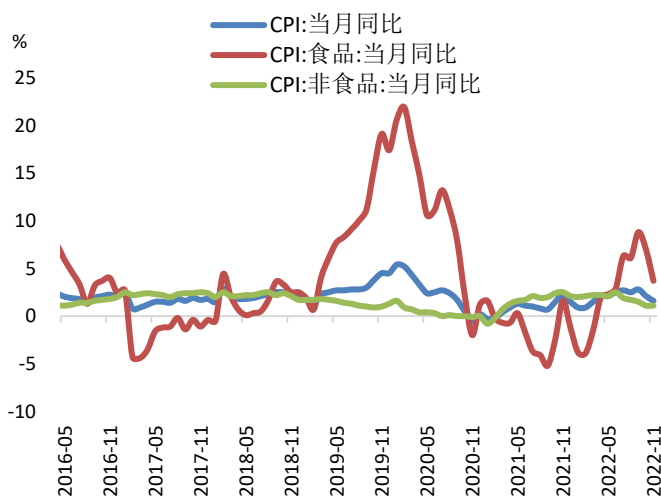
一、2022 年通胀总体温和，CPI 与 PPI 剪刀差大幅收敛

2022 年通胀整体温和。一方面，CPI 受终端需求复苏缓慢等因素影响温和上行，全年或仅比 2021 年上升 1.1 个百分点。另一方面，PPI 受全球经济复苏减弱、持续高通胀削弱大宗商品需求、国内保供稳价以及 2021 年高基数等因素影响趋于下行，尤其是下半年快速回落。两者剪刀差大幅收敛，从 2021 年 10 月的-12%逐步转正至 2022 年末的 3%左右，有助于中下游行业利润修复。

1、肉类价格推动 CPI 上行但终端需求较弱导致 CPI 上涨乏力

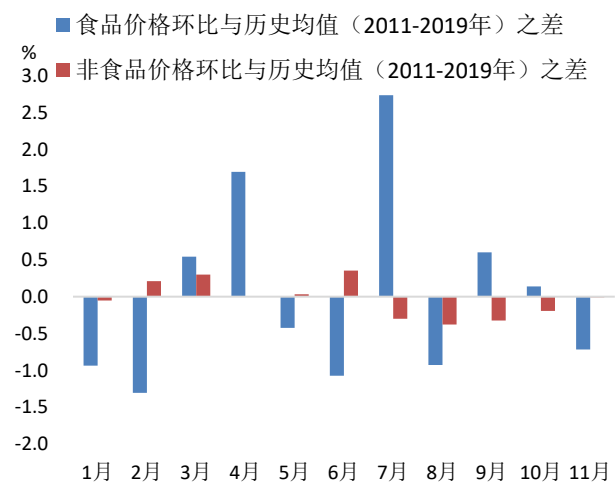
CPI 总体温和，预计全年同比上涨 2.0%。上半年低基数及疫情冲击推动 CPI 快速上升 1.8 个百分点至 2.7%，下半年虽然肉价上涨拉动效应增强，但终端需求疲弱、PPI 快速回落导致 CPI 屡屡低于预期，尤其是 7-11 月非食品项连续弱于季节性特征。

图 1：2022 年 CPI 上涨乏力



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

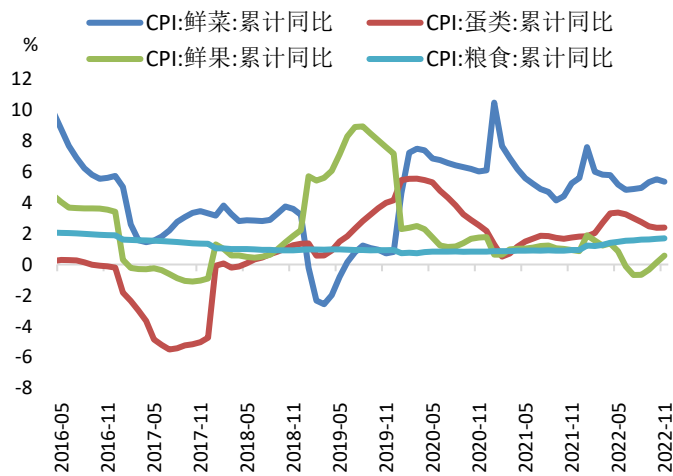
图 2：2022 年非食品项表现较弱



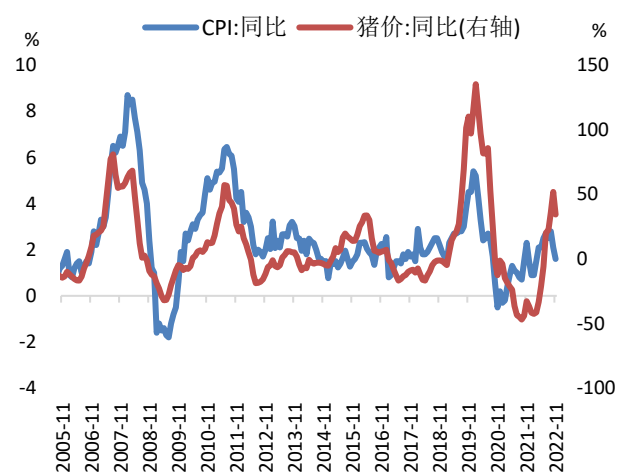
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

食品价格环比表现总体略超季节性，肉类（尤其是猪肉）价格是主要拉动项。根据农业农村部的数据，猪肉价格从 1 月的 27.7 元/公斤回落至 4 月的最低 22.3 元/公斤，此后一路上涨至 11 月的 41.6 元/公斤，同比涨幅一度达到 51.8%。不过，2021 年基数较高（峰值 54.2 元/公斤），今年前 11 个月猪肉价格累计同比下滑 9.1%。此外，除了鲜菜以外的多数食品价格（三年平均）涨幅低于疫情前，说明终端需求偏弱。

图 3: 除鲜菜外的多数食品价格 (三年平均) 涨幅低于疫前 图 4: 2022 年肉类价格同比先抑后扬



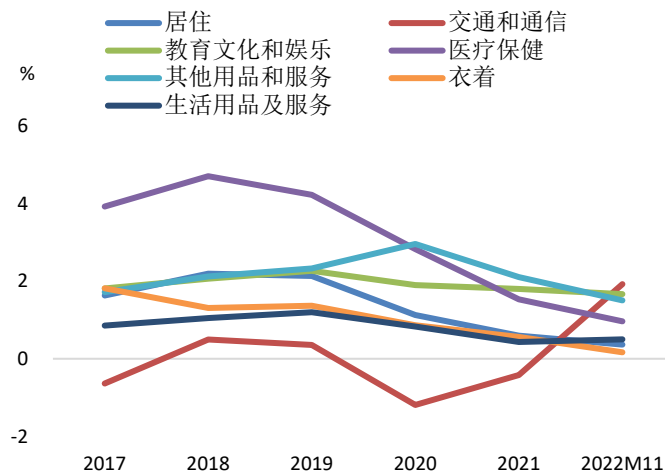
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

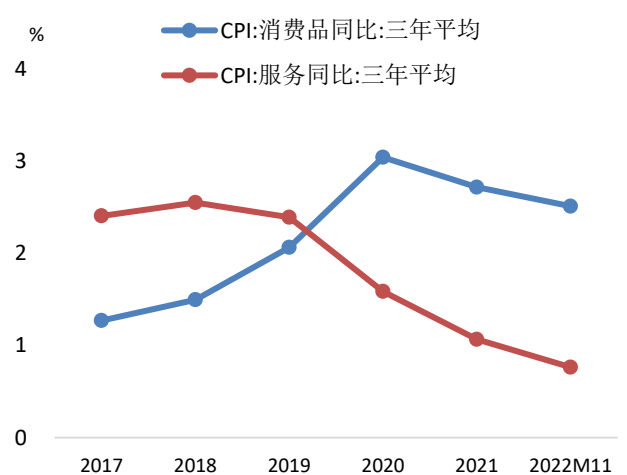
CPI 较弱主要受非食品项拖累，7-11 月非食品项环比表现均弱于季节性特征。从累计同比（三年平均）增速看，前 11 个月非食品分项中仅有交通和通信涨幅超过疫情前水平（主因在于油价上涨），居住、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务、衣着及生活用品及服务涨幅均低于疫情前，多数与疫情冲击结果一致。

图 5: 除交通通信外非食品价格增速低于疫情前水平



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

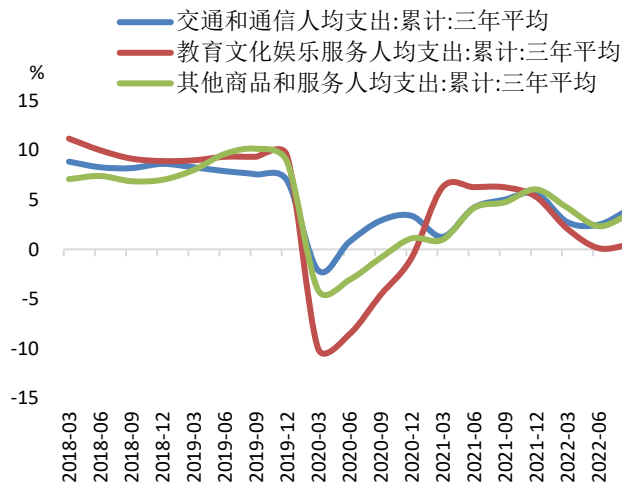
图 6: 服务价格受疫情等因素影响趋于回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

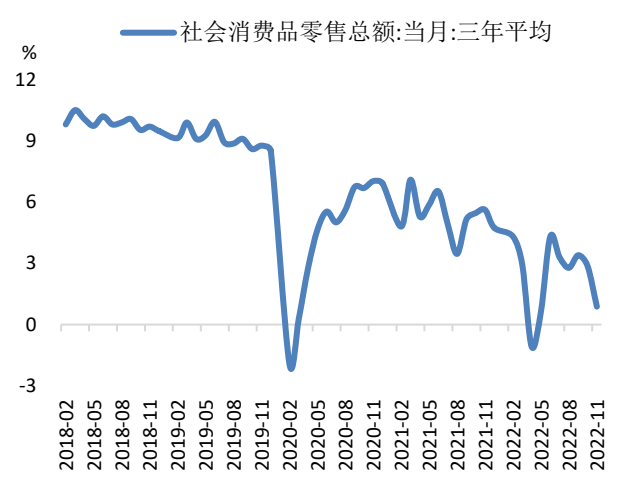
疫情散发对服务消费仍有影响，服务类 CPI 持续回落。受疫情冲击影响，教育文化娱乐等服务消费支出增速回落较多。其中，2022 年前三季度人均教育文化娱乐支出同比下滑 4.1%，三年平均增速仅为 0.5%；包括旅馆住宿、美容美发等在内的人均其他用品及服务支出三年平均增长 3.5%，不及疫情前的一半。

图 7: 居民服务类人均支出恢复较慢



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 8: 疫情冲击下的社消增速再度探底

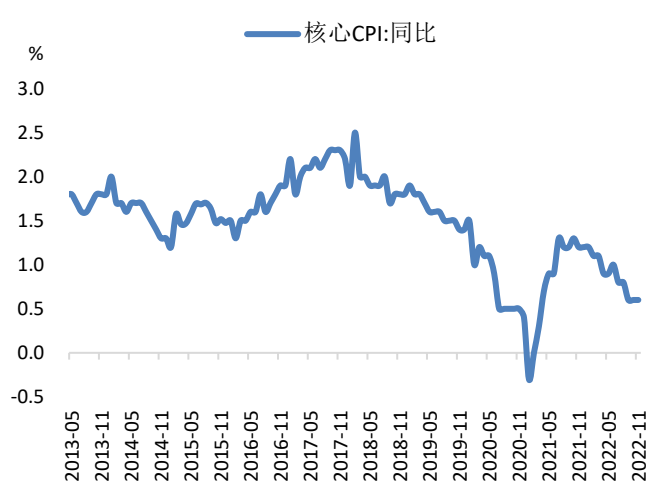


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

终端需求弱还反映在核心 CPI 低位徘徊, 虽然 CPI 尚能在 2% 之上, 但核心 CPI 再度跌到历史低位。剔除食品与能源的核心 CPI 自今年初的 1.2% 趋势性回落, 9-11 月连续 3 个月徘徊在 0.6% 的历史低位, 而往年 (2013-2019 年) 大多在 1.5-2.0% 甚至更高水平。

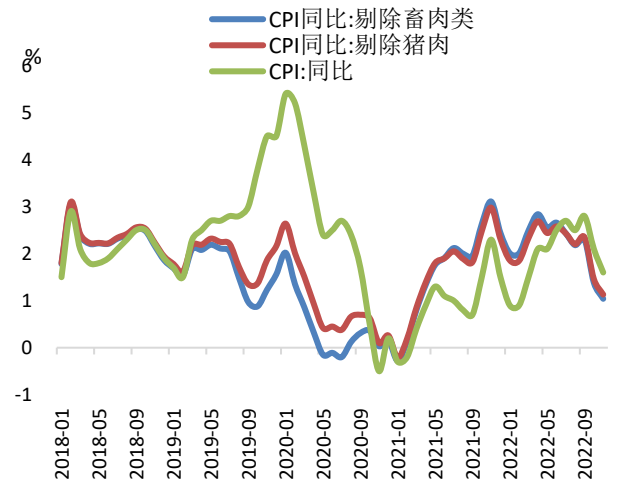
总的来看, 2022 年 CPI 整体温和, 虽然下半年猪肉价格上涨叠加基数因素, 对 CPI 从之前的拖累转为拉动, 但消费需求疲弱下的非食品价格走低, 导致 CPI 上涨乏力; 同时, PPI 下半年快速回落, 对 CPI 的传导效应减弱。预计 2022 年 CPI 同比上涨 2%。

图 9: 核心 CPI 低位徘徊凸显终端需求不足



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 10: 2022 年下半年猪肉对 CPI 拉动作用增大



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

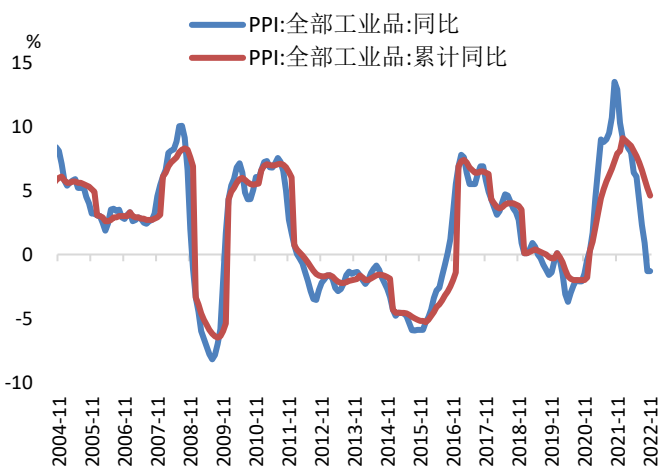
2、主要央行紧缩叠加持续高通胀下的需求回落等因素拖累大宗与 PPI

PPI 方面，受多重因素影响，前 11 个月累计同比上涨 4.6%，较 2021 年同期回落 3.3 个百分点，尤其是下半年加速回落，10-11 月连续 2 个月处于负值区间。其中，生产资料累计同比上涨 5.5%，生活资料累计同比上涨 1.4%。分大类看，燃料动力类累计同比涨幅（22.2%）远超其他类，化工类（7.6%）、有色金属材料类（6.1%）、纺织原料类（5.8%）等保持上涨，黑色金属材料类（-3.1%）是唯一下跌的。

一是受 2021 年高基数拖累，2021 年 PPI 同比上涨 8.1%，单月最大涨幅为 13.5%。

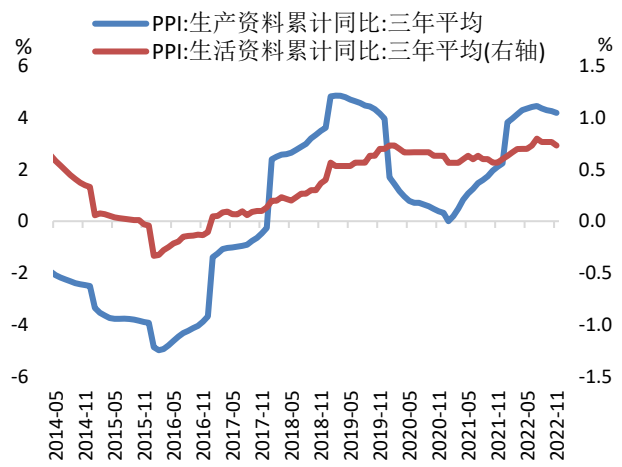
二是受全球主要央行多数快节奏加息影响，尤其是美联储大幅加息。为了应对高通胀，除日本央行外的主要央行接连加息。其中，美联储连续 7 次加息共计 425 个基点（美元指数在 9 月末突破 114，为近 20 年以来最高），英国连续 8 次加息共计 300 基点，加拿大连续 6 次加息共计 350 基点，澳大利亚连续 7 次加息共计 275 基点，韩国连续加息 8 次（首次为 2021 年 8 月）共计 250 基点，就连保守的欧元区亦加息 4 次共 250 基点。

图 11: 2022 年 PPI 加速回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 12: 生产资料价格高位回落

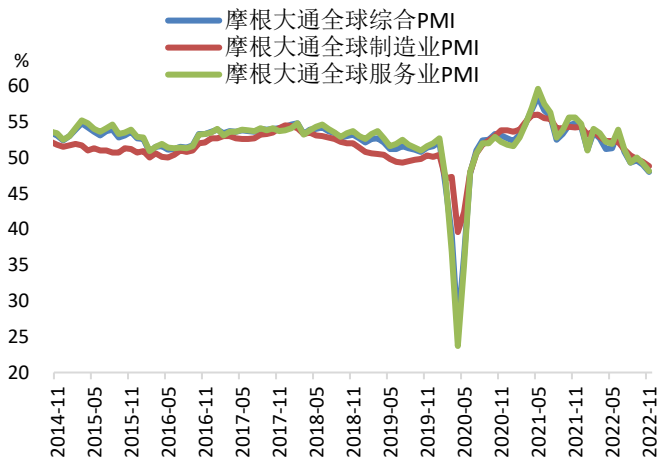


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

三是海外通胀持续高位导致需求回落。从全球范围看，除部分国家（如中国等）外的通胀普遍大幅上扬。IMF 在 10 月的《世界经济展望》报告中预计 2022 年全年全球 CPI 高达 8.8%，为 1997 年以来最高，按三年平均增速测算为 5.5%，为 2001 年以来最高。持续的高通胀削弱了消费者购买力，从而抑制了消费需求。

四是国内保供稳价发挥重要作用。年初以来，针对大宗商品价格明显上涨，国家及时采取供需双向调节、期现货市场联动监管等措施，遏制价格不合理上涨，推动PPI涨幅有序回落。比如，2022年5月1日至2023年3月31日，对所有煤炭实施税率为零的进口暂定税率，完善煤炭中长期交易价格机制，明确煤炭领域经营者哄抬价格行为等。

图 13: 2022 年下半年全球需求加速回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: 2022 年下半年 CRB 趋于回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 15: 南华工业品指数高位徘徊



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 16: 2022 年国内保供稳价效应显现



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

3、剪刀差持续收敛

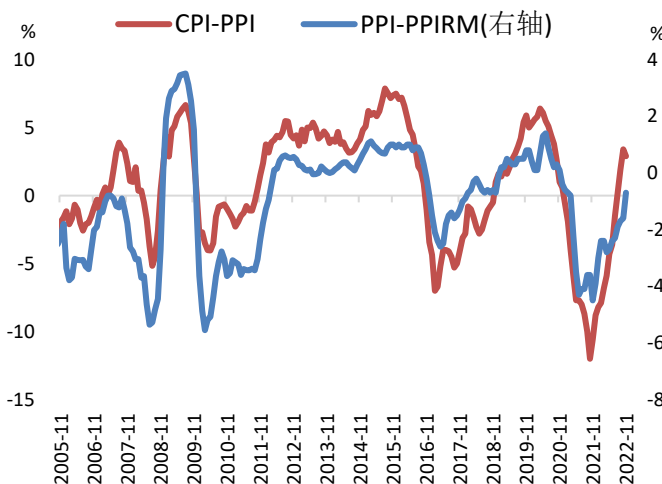
CPI 温和叠加 PPI 快速回落，推动两者剪刀差大幅收敛，有助于中下游行业利润修复。2021 年，CPI 与 PPI 的差距持续拉大，当年 10 月达到-12 个百分点，创有数据以来最高；今年 9 月转正后逐步上行至年末的 3% 左右。

PPI 内部分化亦在收敛。一是生活资料涨幅稳定，生产资料高位回落，两

者累计同比差距从1月的11个百分点收敛至11月的4.1个百分点。二是PPI与PPIRM的分化收敛，两者累计同比差距从2021年11月的4.5个百分点回落至2022年11月的0.7个百分点。

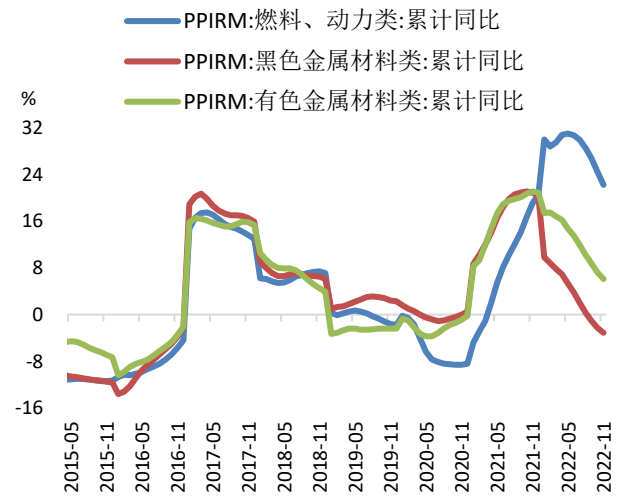
与此相对应，工业企业利润增速有所回落，1-11月全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降3.6%。但同时，装备制造业利润同比增长3.3%；基本消费品行业利润保持增长，如酒饮料茶行业利润同比增长21.5%，烟草、食品制造、文教工美、皮革制鞋行业利润分别增长5.9-8.6%。

图 17: 2022 年 PPI-PPIRM、CPI-PPI 剪刀差收敛



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 18: 能源类价格相对坚挺, 其他中上游均加速回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

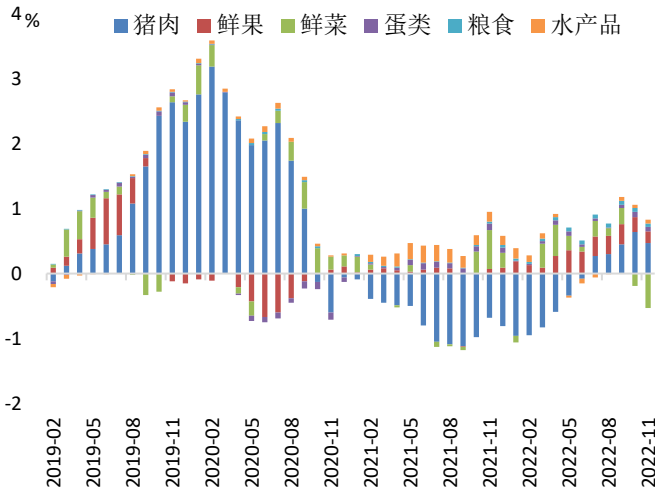
二、2023 年通胀整体仍温和，重点关注需求复苏

2022 年中外通胀错位，突出表现为海外消费品与工业品领域通胀齐涨，国内 CPI 温和运行，PPI 受高基数及国内需求缓慢复苏等因素影响趋于回落，从而为货币政策宽松提供可能性与空间。2023 年，上述错位仍将在一定范围内存在，海外通胀难以快速回落，尤其是在上半年。国内 CPI 保持温和运行，中性情况下中枢或仍在 2% 左右，年内高点或在 3% 左右，若需求超预期复苏，不排除中枢上行至 2.5% 左右的可能，但大概率难超 3%。PPI 受国内需求复苏推动，下半年回升至正增长，但受全球大宗商品低迷影响，难以大幅上行，中枢或在 -0.5% 左右，若地产投资等需求超预期复苏，不排除中枢提高至 0.5% 左右或更高的可能。从 2023 年温和 CPI（不超过 3%）叠加较低 PPI（不超过 1%）的搭配看，货币政策仍有一定空间，节奏和空间将主要视国内需求复苏情况而定，海外央行下半年紧缩放缓甚至不排除衰退加剧下的转向亦为国内政策适度放松提供可能性。此外，中性情况下 CPI 与 PPI 的剪刀差将从 2022 年的 -2.3 个百分点转为 2.5 个百分点，中下游利润有望一定程度上复苏。

1、CPI 温和运行，关注服务业复苏

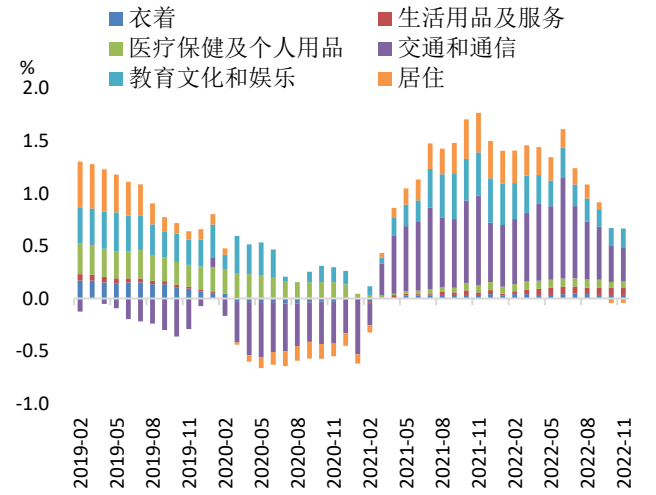
从 2019-2022 年 CPI 各分项其同比影响效应看，食品项下的猪肉、鲜菜价格影响较大，尤其是猪肉价格，非食品项下则是交通和通信、居住类以及教育文化和娱乐类服务业价格影响较大。

图 19: 食品项下猪肉、鲜菜等对 CPI 同比影响较大



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 20: 非食品项交通通信、居住、教娱对 CPI 影响较大



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

(1) 猪周期叠加需求复苏推高短期猪肉价格，但时间及强度均不及前一轮

从近 20 年猪肉价格走势看，影响其的主要因素在于猪周期。从时间跨度看，每个完整的猪周期基本在 3-4 年。从最近一轮情况看，猪周期已于在 2022 年下半年开启。从近几轮的情况看，下跌时间周期拉长，上涨周期则有所缩短，呈现出快涨慢跌的特征。

表 1: 近 15 年猪肉价格同比波动情况

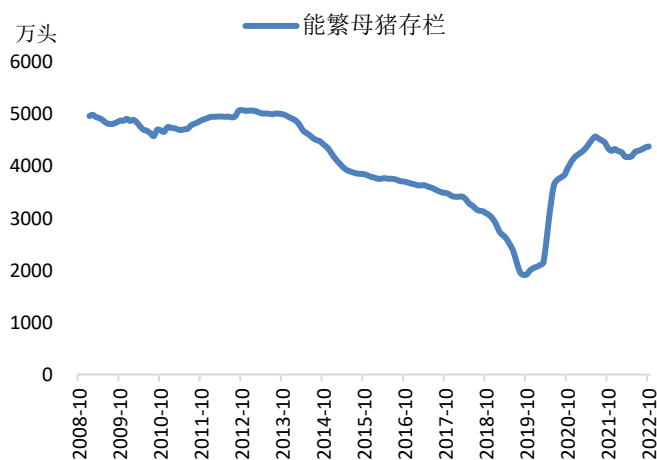
	起始时间	结束时间	持续时间 (月)	最大涨跌幅 (%)	月平均涨跌幅 (%)
同比上涨	2006.10	2008.09	24	80.9	40.0
	2010.05	2012.04	24	57.1	22.2
	2013.06	2013.12	7	6.0	4.0
	2015.03	2017.01	23	33.6	14.9
	2019.03	2020.09	19	135.2	68.5
同比下跌	2008.10	2010.04	19	-32.0	-14.8
	2012.05	2013.05	13	-18.7	-9.6
	2014.01	2015.02	14	-8.8	-4.2
	2017.02	2019.02	25	-16.7	-8.6
	2020.10	2022.06	21	-46.9	-27.1

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

供给持续改善，需求较长时间低迷，供需缺口快速收窄甚至反转是本轮猪肉价格走势呈现出与前几轮不太一样的特征。

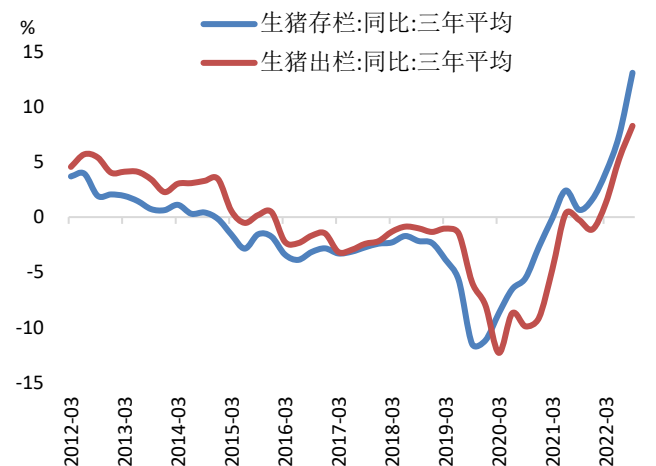
从供给端看，近几年随着前期稳产保供各项政策措施成效进一步显现，新增、改扩建养殖场生猪产能持续释放，生猪生产快速恢复。2022年前三季度，全国生猪出栏数同比增长 5.8%，三年平均增长 8.3%，后者为 2008 年有数据以来最高；三季度末生猪存栏同比增长 1.4%，三年平均增长 13.1%，亦为有数据以来最高（高出次高值 5.7 个百分点）。农业农村部的数据显示，2022 年 10 月末能繁母猪存栏 4379 万头，环比增长 0.4%，同比增长 0.7%，相当于正常保有量的 106.8%，产能大幅增加。关于能繁母猪正常保有量，2021 年 9 月农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（暂行）》并确定“十四五”期间以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。4379 万头已经是近 6 年的峰值水平，再考虑到 MSY、PSY 持续提升以及需求相对稳定，猪肉产量能保持在较高水平从而保证供需基本平衡。同时，为了抑制猪肉快速上涨，2022 年 9-10 月中央储备冻猪肉投放 6 次，共 12.7 万吨。此外，猪肉进口方面，虽然 2021 年下半年后进口数量快速回落，但 2022 年平均水平仍位于 2017-2019 年的区间高位。

图 21：能繁母猪数自 2022 年 5 月起持续回升



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 22：生猪存栏与出栏增速持续走高

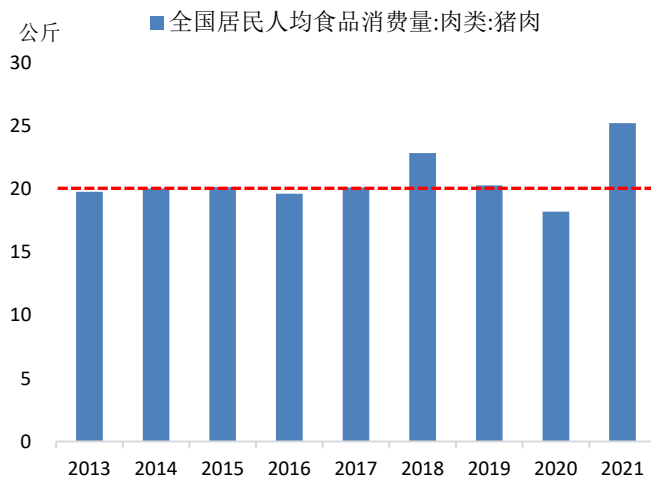


资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

从需求端看，2020 年下半年以来，消费温和复苏，餐饮业缓慢回升，叠加猪肉价格大涨，猪肉需求随之回落。同时，拉长时段看，根据国家统计局的数据，2013-2019 年历年全国居民人均猪肉消费量总体在 20 公斤上下波动，虽然 2022 年大幅上行至 25.2 公斤，但合并 2021-2022 年均值（21.7 公斤）并未超出近年来峰值（2018 年，22.8 公斤）。展望 2023

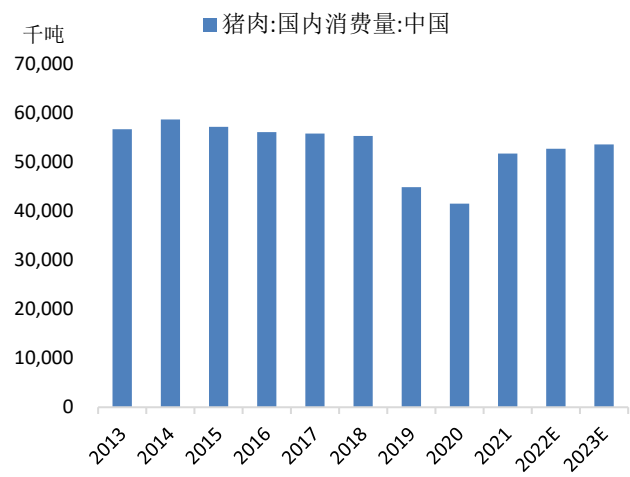
年,新十条下的疫情快速过峰,消费复苏或好于 2022 年,尤其是餐饮业,有助于猪肉需求的回升,但总体仍或在上述均值附近波动。根据美国农业部(USDA)的预测,2023 年中国猪肉消费量或在 53575 千吨,同比增长 1.7%。

图 23: 近年来人均猪肉消费量总体在 20 公斤上下



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 24: USDA 预计 2023 年中国猪肉消费量略升

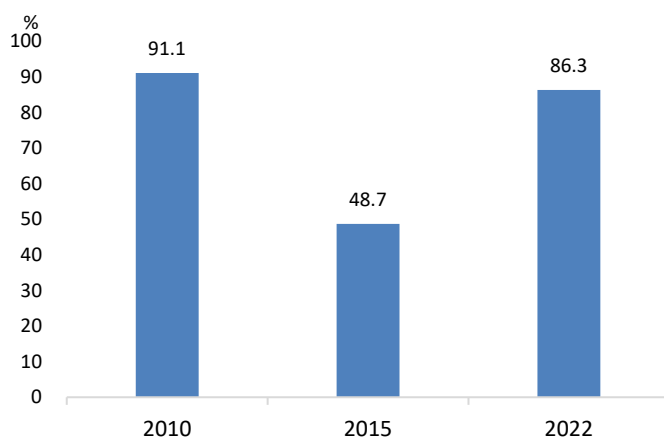


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

从猪价走势看,自 2022 年 4 月最低价至 10 月最高价,本轮猪价最高涨幅(86.3%,根据农业农村部数据计算)接近前几轮最大涨幅均值(102%,剔除 2020 年特殊情况后为 69.9%),后续进一步大涨空间恐有限。

其他费用方面,一是随着近年来国家环保要求的提高以及防疫费用的上升,养猪各项固定成本出现不同程度上升,上述成本均为刚性支出;二是饲料价格有所上涨,2022 年 12 月初全国大中城市玉米批发价(3 元/公斤)同比上涨 8.7%,绝对值为 2009 年有数据以来最高。

图 25: 本轮猪价最大涨幅超过 2010 年与 2015 年均值



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 26: 当前玉米批发价格位于近 13 年高位

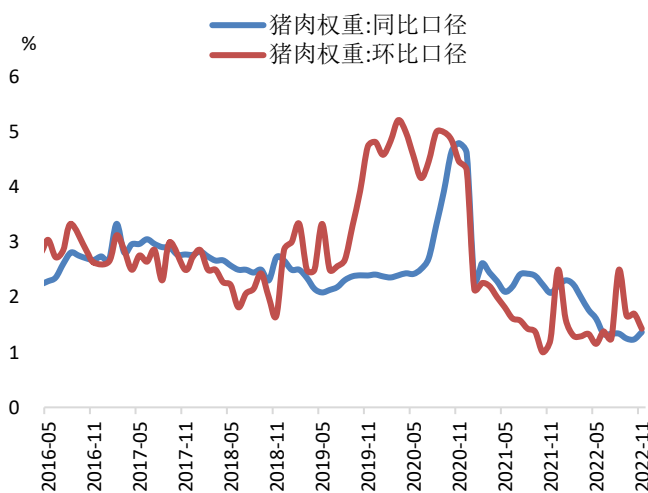


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

从 CPI 中猪肉权重看，受前期价格高位、消费替代、疫情冲击等多重因素影响，猪肉消费支出会出现波动，其在 CPI 中的权重也会有相应变化。无论是同比口径还是环比口径，2016-2019 年均在 2% 上下波动，2020 则上升至 4-5%，2021-2022 年趋于下行，2022 年全年两者均值分别为 1.6%、1.5%，削弱了猪肉价格同比上涨对 CPI 的推动效应。

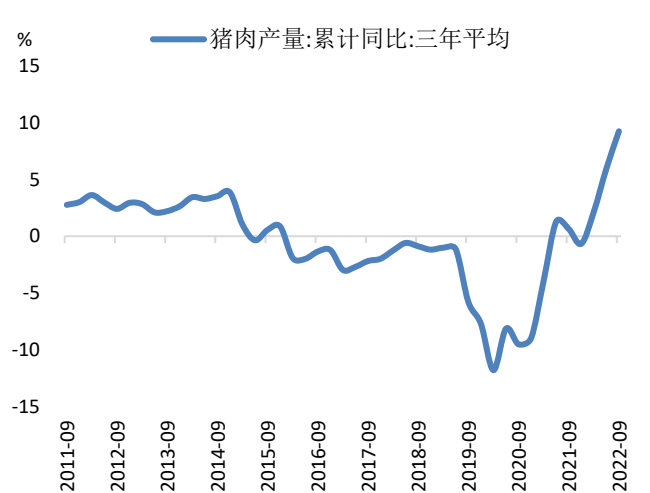
综合而言，2023 年猪肉需求小幅回升，供给保持稳定且有弹性，考虑到能繁母猪存栏数领先猪价约 4 个季度左右而前者自 2022 年 5 月起连续 6 个月回升，本轮猪肉出清程度不如此前几轮，预计 2023 年二季度猪肉价格或见顶，叠加近 2 年猪肉在 CPI 权重有所下降，从而全年对 CPI 的拉动作用相对有限。

图 27：2022 年猪肉占 CPI 权重降至 1.6% 左右



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 28：当前猪肉产量保持近年来高位增长



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

(2) 关注疫后服务业复苏对 CPI 的推动

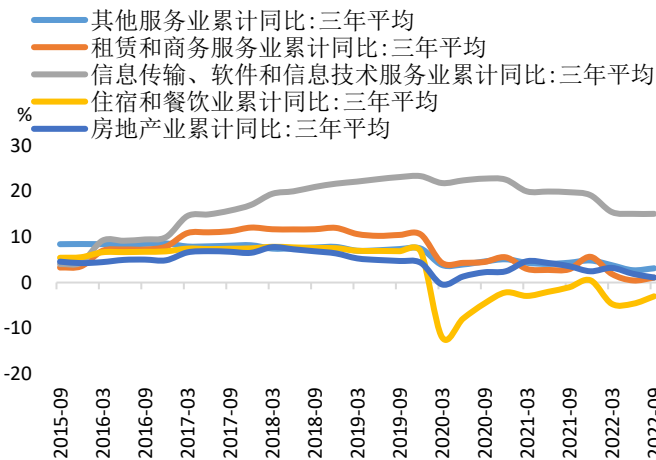
2021-2022 年服务业复苏不及预期，拖累 CPI 以及 GDP 上行。从三年平均增长情况看，前三季度服务业中仅有信息传输、软件和信息技术服务业（15.0%）累计增速继续保持较快增长，租赁和商务服务业（1.1%）受疫情影响连续 3 个季度在 2% 以下，住宿和餐饮业（-3.0%）同比与三年平均增速均连续 3 个季度为负，房地产业（1.1%）三年平均增速降至疫情前的 20% 且同比增速连续 3 个季度为负，其他服务业（3.1%）亦低于疫情前。

近期服务业受疫情冲击较大，一是 2022 年服务业 PMI 新订单较 2021 年进一步回落，二是官方（统计局）与非官方（Wind 整理数据）服务业经营活动、预期指数回落较多，三是服务业就业压力增大。

无论是从近期情况看，还是从近 2 年累积效应看，服务业发展均面临较大压力，反映在 CPI 上便是上涨乏力。

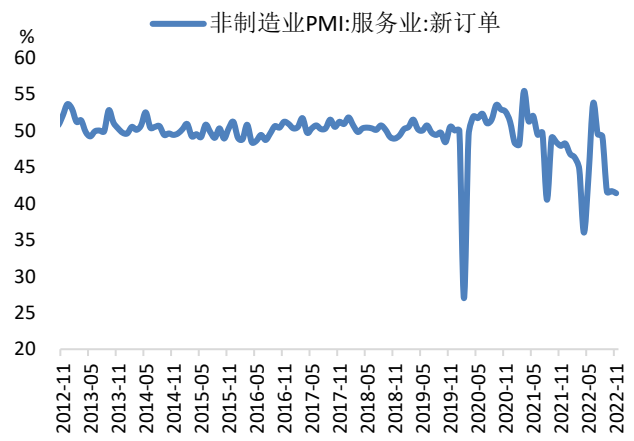
不过，稳增长政策偏积极叠加新十条落地后经济内生动力逐步修复，将提升经济增速以及服务业需求，居民收入增速有望回升，2023 年服务业有望修复上行，从而对 CPI 的拉动效应增强。但同时，居民资产负债表修复尚待时日，消费复苏也并非一蹴而就，后续仍需观察服务业复苏对 CPI 的拉动效果。

图 29: 多数服务业增长离疫情前水平差距较大



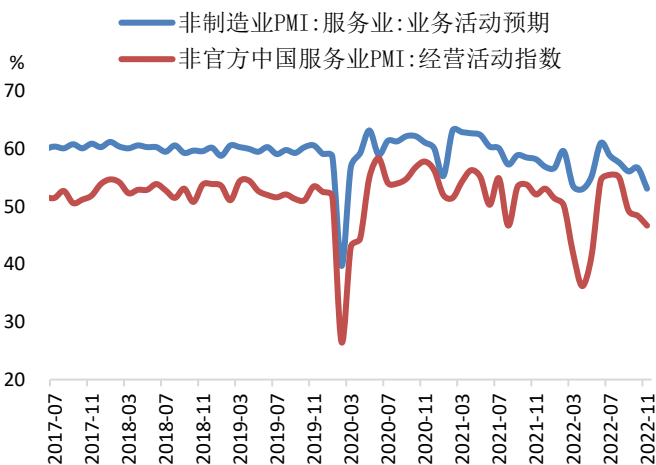
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 30: 2022 年服务业新订单进一步回落



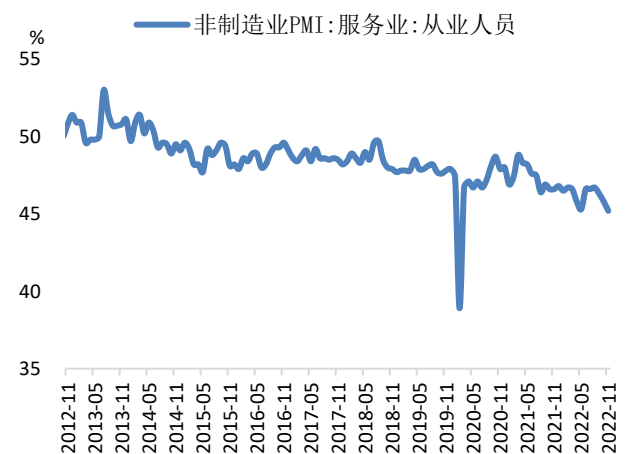
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 31: 近几个月服务业发展预期偏弱



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 32: 服务业就业压力较大



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

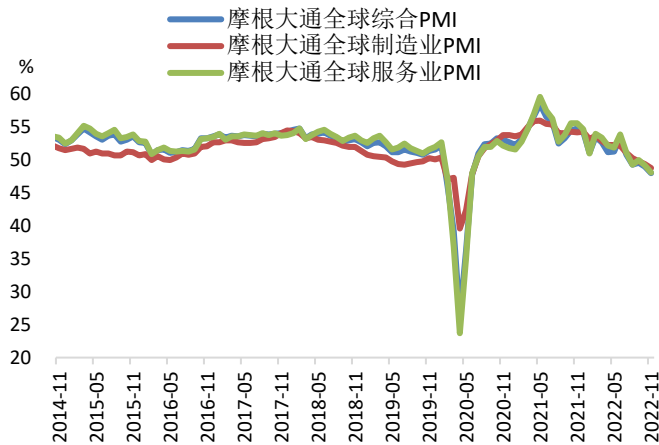
2、PPI 继续回落，关注需求复苏尤其是地产复苏进展

2023 年 PPI 或先降后升，中性情况下预计中枢较 2021 年回落 4.8 个百分点至 -0.5%，下半年有可能转正至 1%，若需求超预期复苏尤其是地产及相关投资企稳反弹，则全年中枢有可能升至 0.5%或更高水平。

(1) 高通胀叠加主要央行快节奏紧缩，全球经济衰退风险增加

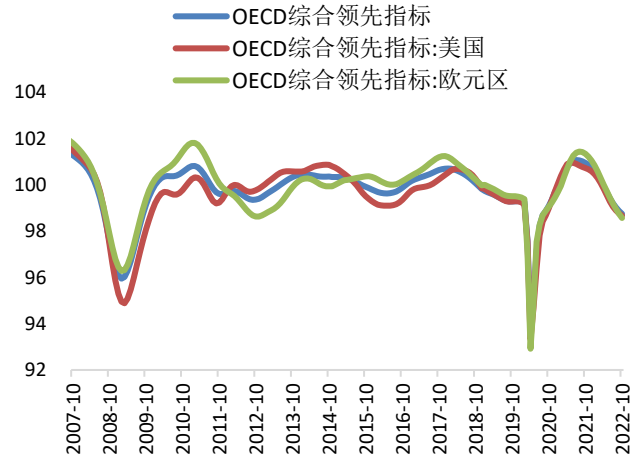
一是先行指标回落。PMI 自 2021 年年中达到峰值后趋于回落，虽然 2022 年上半年一度因为多国疫情管控放松带来服务业的反弹，但在需求回落的拖累下总体下行，10-11 月摩根大通全球制造业、服务业、综合 PMI 悉数落在 50% 之下。此外，OECD 综合领先指标显示，全球、美国、欧元区最新数据已低于疫情前水平。

图 33: 全球 PMI 趋势性回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 34: OECD 领先指标已低于疫情前

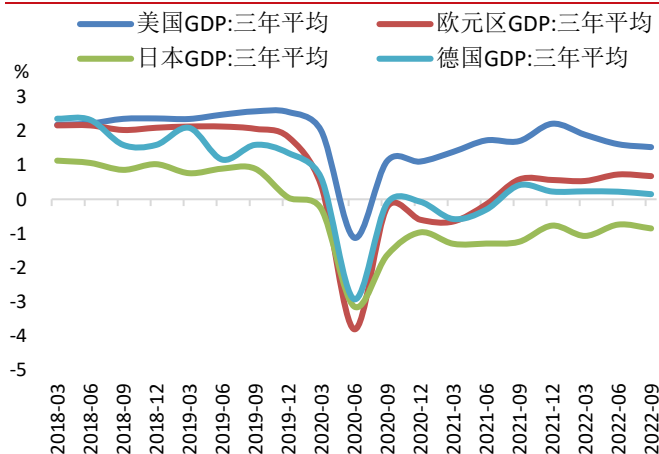


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

二是部分经济体复苏乏力，除美国外的主要发达经济体 GDP (三年平均) 增速低位徘徊，尤其是日本，至今尚未恢复至疫情前。

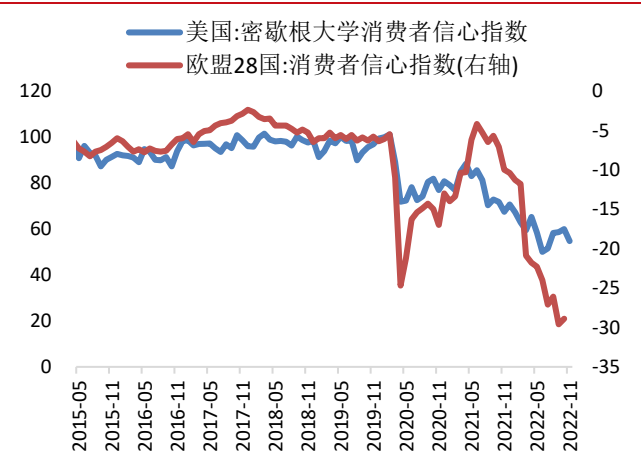
二是消费者信心已低于次贷危机时水平。消费者信心与全球经济复苏基本同步，无论是美国还是欧盟消费者信心，在 2021 年年中左右达到疫后峰值后趋于回落。虽然期间小幅波动，但下行趋势不改，但最新数据显示屡创疫后最低水平。

图 35: 发达经济体 GDP (三年平均) 增速低位徘徊



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 36: 美欧消费者信心均低于次贷危机时水平



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

从实际需求看，美国财政刺激退潮，居民储蓄存款已经回落至疫情前水平，对终端消费的拉动作用逐步减弱。其次，中国虽然存在稳增长力度加大从而基建投资对大宗商品的需求阶段性加速的可能，但总体而言难以大幅上行，叠加双碳对工业品与传统能源需求的下降，以中国为主要需求方的全球大宗商品需求很难持续保持在较高水平。此外，全球债务余额快速增长，债务驱动模式难以持续，叠加主要央行宽松政策逐步退出甚至转向紧缩，需求存在回落可能。

四是航运景气指数走势印证全球经济衰退风险上升。BDI 自 2021 年 10 月达到峰值后趋于回落，2022 年 11 月初水平不足峰值的 1/4。2022 年 CSPI（中国航运景气指数）逐季下行，三季度则回落至近 6 年低位（仅高于 2020 年上半年）。

IMF 在 2022 年 10 月的《世界经济展望》报告中预计，2022 年全球经济增长率将下降至 3.2%，远不及去年 6% 的增长率；2023 年增长率将进一步放缓至 2.7%，甚至有 25% 左右的概率会降至 2.0% 以下。报告还提出，欧元区的经济放缓最为显著，俄乌冲突引发的能源危机将继续产生严重不利影响，使其 2023 年经济增长率降至 0.5%；美国受到货币政策和金融环境收紧的影响，2023 年经济增长率预计将下滑至 1%；新兴市场和发展中经济体方面，2022 年的经济增长预期由 7 月的 3.6% 小幅调升至 3.7%，而 2023 年将维持在这一增速。

表 2: IMF 与 OECD 对 2022-2023 年全球经济展望（单位：%）

经济体	IMF (10 月)			OECD (11 月)		
	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
全球	6.0	3.2	2.7	5.9	3.1	2.2
发达经济体*	5.2	2.4	1.1	5.6	2.8	0.8
美国	5.7	1.6	1.0	5.9	1.8	0.5
欧元区	5.2	3.1	0.5	5.3	3.3	0.5
日本	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.8
新兴经济体**	6.6	3.7	3.7	6.2	3.4	3.3
中国	8.1	3.2	4.4	8.1	3.3	4.6

资料来源：IMF，世界银行，国开证券研究与发展部

注：*OECD 发达经济体预测以 OECD 国家整体代替，**新兴经济体以非 OECD 国家整体代替

（2）大宗商品价格总体趋于回落

考虑到供应链修复、主要央行持续加息、需求衰减等因素，大宗商品和原油价格或将有所下行。不过，在许多经济体中，由于过去 1 年本币贬

值可能会加深一些国家已经发生的粮食和能源危机。随着全球增长放缓的加剧，预计大宗商品价格将在 2023 年甚至 2024 年前半段有所回落，但仍将高于过去 5 年的平均水平。此外，考虑到美元指数在 2023 年或有所下行，一定程度上减缓上述经济体本币贬值压力，但同时对大宗商品价格有一定的支撑。

世界银行在 10 月发布的《大宗商品市场展望》中预计，能源价格将在 2023 年和 2024 年分别下降 11% 和 12%，农业和金属价格在 2023 年分别下降 5% 和 15%，然后在 2024 年企稳。然而，这一前景在短期和中期都面临诸多风险的影响。高于预期的能源价格可能会传导至非能源价格，尤其是粮食价格，从而延长与粮食不安全相关的挑战。

表 3：世界银行：2018-2023 年国际大宗商品价格情况(2010=100)

指标	实际值			预估值			同比 (%)		
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
能源	87	76	53	95	152	135	81.0	59.1	-11.2
非能源	85	82	84	112	124	114	32.7	10.5	-8.1
农产品	87	83	88	109	123	118	24.2	13.4	-4.5
粮食	90	87	93	122	144	135	30.8	17.9	-6.2
金属矿石	83	78	79	116	114	97	47.2	-2.3	-15.2
原油 ¹	68	61	42	70	100	92	66.4	42.0	-8.0

资料来源：世界银行，国开证券研究与发展部

注：1. 原油价格为布伦特原油价格，单位为美元/桶，其他均为指数

表 4：世界银行：2018-2023 年有色金属价格情况(单位：美元/吨，现价)

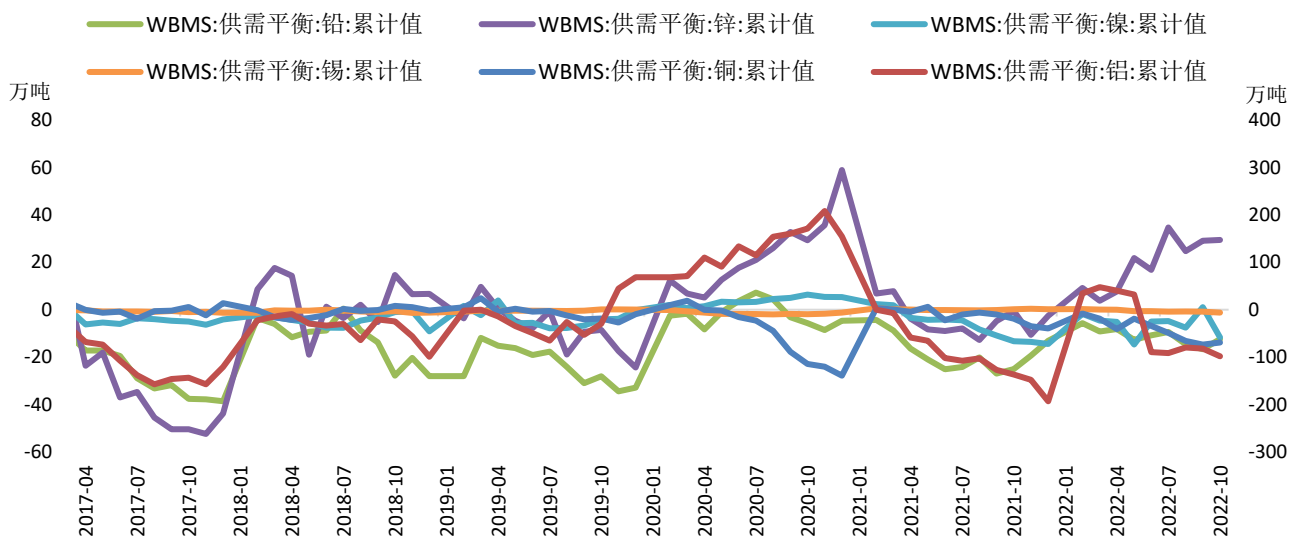
品种	实际值			预估值			同比 (%)				
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2019	2020	2021	2022E	2023E
基本金属 (2010=100)	90.6	81.6	80.2	117.7	121.2	103.0	-9.9	-1.7	46.8	2.9	-15.0
铝	2,108	1,794	1,704	2,473	2,700	2,400	-14.9	-5.0	45.1	9.2	-11.1
铜	6530	6,010	6,174	9,317	8,700	7,300	-8.0	2.7	50.9	-6.6	-16.1
铁矿石	69.8	93.8	108.9	161.7	120.0	100.0	34.4	16.1	48.5	-25.8	-16.7
铅	2,240	1,997	1,825	2,200	2,100	1,900	-10.8	-8.6	20.5	-4.6	-9.5
镍	13,114	13,914	13,787	18,465	25,000	21,000	6.1	-0.9	33.9	35.4	-16.0
锡	20,145	18,661	17,125	32,384	31,000	22,000	-7.4	-8.2	89.1	-4.3	-29.0
锌	2,922	2,550	2,266	3,003	3,500	2,800	-12.7	-11.1	32.5	16.6	-20.0

资料来源：世界银行，国开证券研究与发展部

对于部分具体品种价格走势，世行也给出了相应的预测。其中，预计 2023 年布伦特原油价格平均为 92 美元/桶（接近目前水平），2024 年降至 80 美元/桶，上述预测与 4 月的预测保持不变；天然气和煤炭价格预计将在 2023 年和 2024 年回落，但仍远高于 2017-2021 年的平均水平，2024 年澳洲煤炭和美国天然气价格预计仍将是过去 5 年平均水平的 2 倍；贵金属方面，由于加息可能会持续到 2023 年，预计 2023 年金价将下跌 4%，同时 2022 年白银价格将下降 16%，2023 年将保持疲软；2022 年铁矿石价格下降 26%，2023 年将下降 17%，长期的供需预测显示铁矿石价格将持续面临下行压力；农产品方面，由于俄乌冲突和与天气有关的产量短缺的影响，预计 2022 年玉米价格将上涨 20% 以上，2023 年玉米价格预计将下降 8%，同时其预计 2022 年小麦价格将上涨 36%，2023 年将小幅下降；有色金属方面，铜价预计在 2022 年下跌 7%，2023 年将下跌 16%。

有色方面，根据世界金属统计局（WBMS）最新数据，2022 年 1-10 月原铝、铜、铅、锡、镍供应短缺，锌供应过剩。不过相对于历史平均供需缺口，当前铝的缺口最大，铜虽有缺口但并不显著。此外，国际铜业研究组织（ICSG）则预计 2022 年全球铜供应缺口预计为 32.5 万吨，到 2023 年时全球铜供应将转为过剩 15.5 万吨。综合来看，本轮全球有色供给冲击导致的供需缺口尚不及 2107 年，同时 2023 年需求或将进一步回落抑制需求，但需要注意铝供需缺口较大对未来价格走势的影响。

图 37：本轮全球有色供需缺口总体不及 2017 年



资料来源：Wind、国开证券研究与发展部

原油方面，由于其对诸多原材料与工业品价格都具有一定的传导作用，需要密切关注。经济增速放缓、欧洲能源危机拖累全球石油需求，但同时俄罗斯石油供应减少叠加欧佩克减产，全球石油供给恐有所回落，重

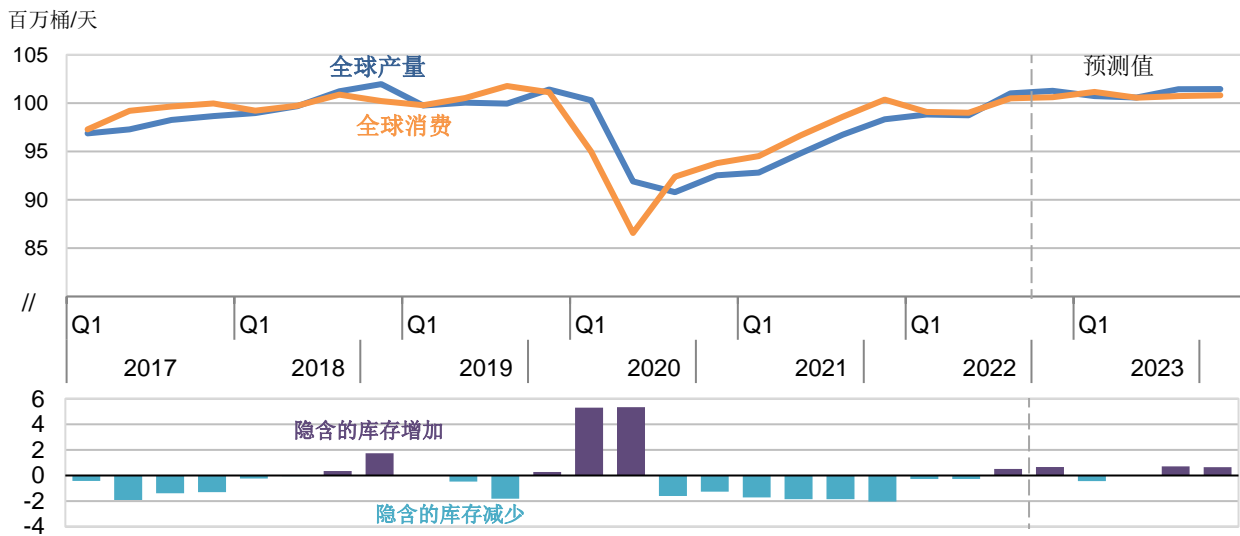
点是亚洲市场尤其是中国市场需求是否能有超预期表现，中性情况下预计油价或在 80-100 美元徘徊，受需求疲弱影响上行空间有限。

表 5: EIA 预计 2023 年原油价格回落

价格 (美元/桶)	2020	2021	2022E	2023E
WTI 原油	39.2	68.2	95.2	86.4
布伦特原油	41.7	70.9	101.5	92.4

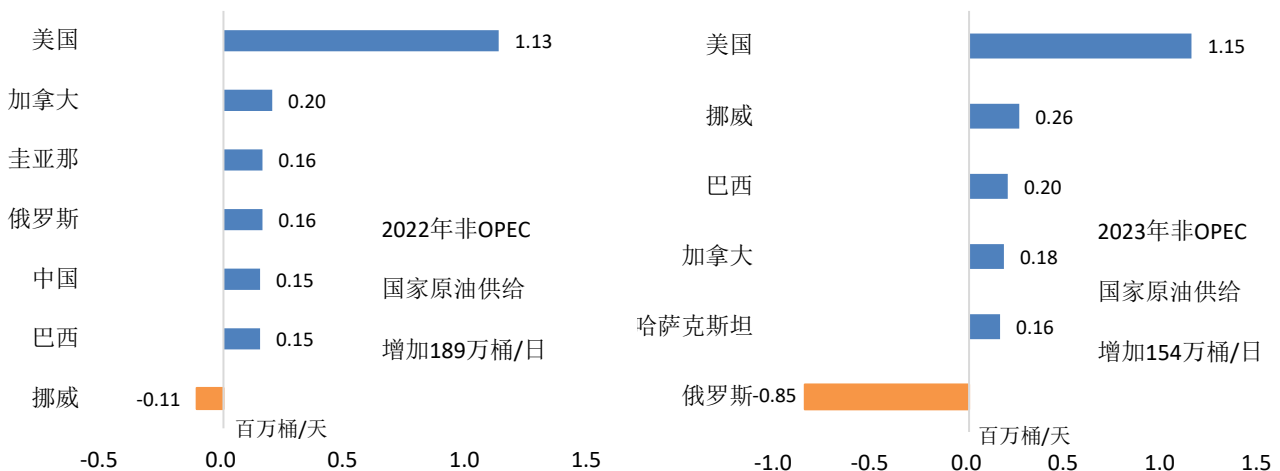
资料来源: EIA, 国开证券研究与发展部

图 38: EIA 预计 2023 年原油供略大于需



资料来源: EIA、国开证券研究与发展部

图 39: 2023 年除俄罗斯外的非 OPEC 国家加大原油供给



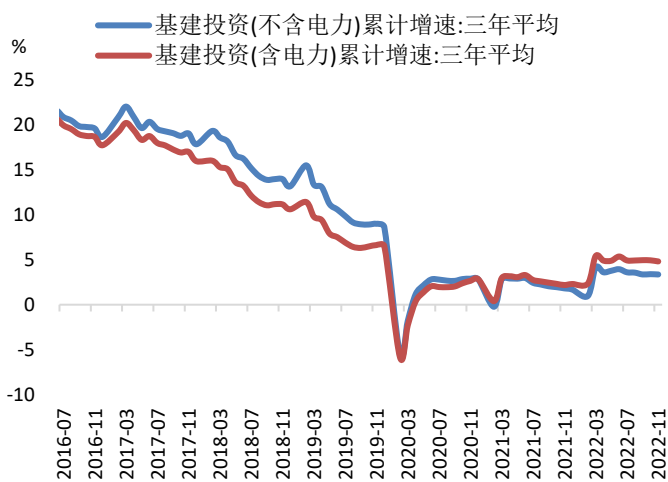
资料来源: OPEC、国开证券研究与发展部

(3) 2022 年国内 PPI 或继续回落，关注需求超预期反弹的拉动效应

第一，基数原因导致 2023 年 PPI 继续回落可能性较大，尤其是 2022 年上半年 PPI 同比上涨 7.7%，因此 2023 年 PPI 企稳更可能是在二季度后。

第二，从国内经济基本面看，2023 年更可能是弱复苏，虽然政策会持续加码，但近年来整体的思路仍然是托而不举。从生产端看，出口增速大概率回落，产成品库存仍在高位，产能利用率近 3 个季度在 75% 左右徘徊，生产端扩张动力有限。从投资端看，托而不举的思路对 PPI 提振作用有限。分类来看，基建投资仍会在 2023 年稳增长中发挥重要作用，但缺优质匹配项目叠加地方债务严控等因素或使得其增速有所回落；房地产产业链对 PPI 有较好的提振作用，但从目前看作为领先指标的商品房销售并未改善，短期反而会受疫情集中冲击影响低位徘徊，叠加房地产企业资产负债表改善尚需时日，房地产投资最快也将在下半年企稳反弹；制造业投资是 2022 年投资端中超预期部分，但当前剔除高技术制造业投资后的其他投资增速上行缓慢，市场信心仍待提振。

图 40: 2022 年基建投资增速温和抬升



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

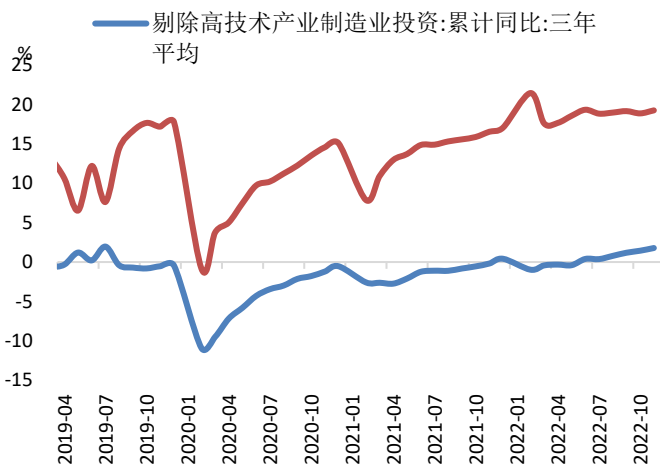
图 41: 地产投资企稳尚需时日



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

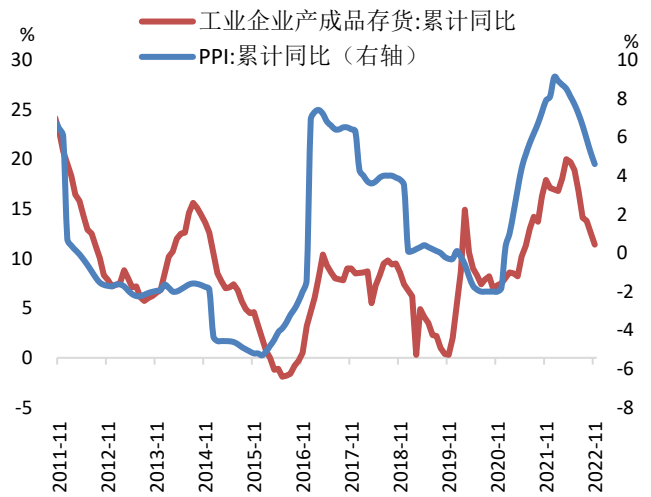
第三，当前库存水平被动走高，叠加需求偏弱，短期或仍以去库存为主。2022 年 11 月末规模以上工业企业产成品存货同比增长 11.4%，连续第 7 个月回落，但三年平均增速创下近 4 个月新高，表明当前在企业利润增速持续放缓、消费弱复苏、投资温和发力的背景下，总体仍将延续主动去库趋势。不过需要关注的是，近期部分领域库存处于低位，如螺纹钢、电解铝(前述曾提及 WBMS 铝缺口较大)等，若未来相关领域超预期复苏，不排除价格有阶段性快速上行的可能。

图 42: 剔除高技术制造业投资增速低位徘徊



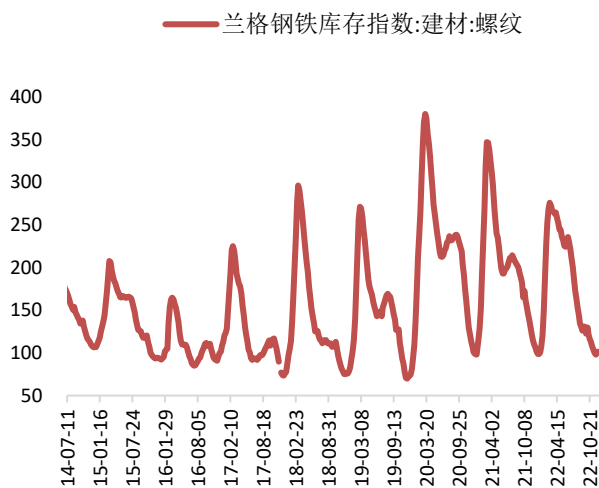
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 43: 当前库存水平仍高, 短期或仍以去库存为主



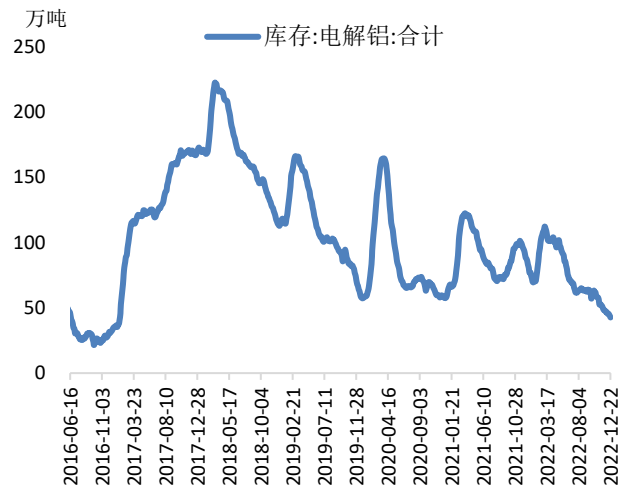
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 44: 近期螺纹钢库存处于低位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 45: 近期电解铝库存处于近年来的绝对低位

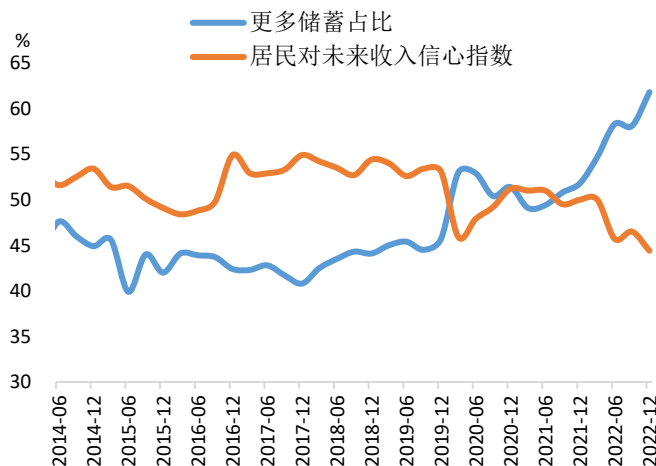


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

第四, 保供稳价仍然是 2023 年的重点工作之一, 有助于 PPI 平稳运行。2022 年, 全球通胀居高不下, 中国经济坚持稳中求进总基调, 精准把握政策保供稳价力度, 保持物价平稳运行。12 月 6 日召开的中共中央政治局会议在部署 2023 年经济工作时强调, “突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”, “要统筹做好重要民生商品保供稳价和煤电油气运保障供应”。国常会亦提出确定加强重点商品保供稳价措施, 保障群众生活需求。与上述表态相呼应, 年末发改委官网发布《关于做好 2023 年电力中长期合同签订履约工作的通知》, 指导各地方、各发电相关企业规范有序做好 2023 年电力中长期合同签订履约工作, 加强能源产供储销体系建设, 充分发挥中长期合同压舱石、稳定器作用, 保障电力平稳运行。

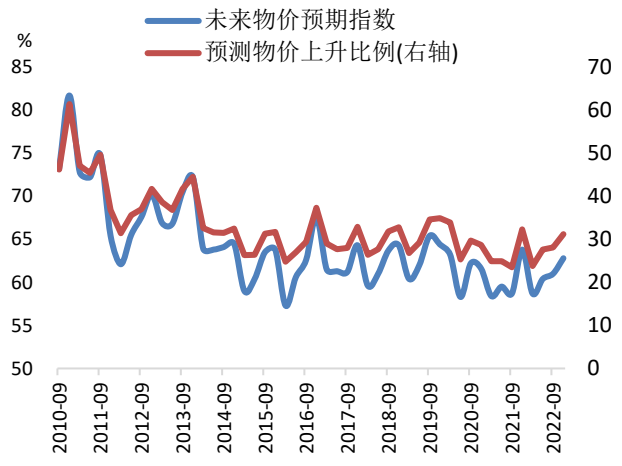
第五，国内通胀预期总体温。在经济缓慢复苏、收入增速放缓以及疫情短期冲击仍大等背景下，消费者仍存有较强的谨慎预期，整体消费恢复至常态水平仍需要时间。央行《2022年第四季度城镇储户问卷调查报告》显示，倾向于“更多消费”的居民占22.8%，与三季度同为近25个季度次低；倾向于“更多储蓄”的居民占61.8%，比三季度增加3.7个百分点，创2002年有数据以来新高。居民储蓄意愿持续上升，将在一定程度上抑制消费复苏以及通胀上行。同时，虽然居民未来物价预期指数与预测物价上升比例的居民反弹，但仍然处于近年来的底部区域。此外需要注意的是，虽然当前疫情防控较前期放开，但短期疫情冲击仍会影响消费与投资，真正企稳或待2023年二季度后，反弹的力度还要看经济复苏、居民资产负债表修复情况以及信心或预期的改善状况。

图 46: 居民储蓄意愿持续上升从而一定程度上抑制消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

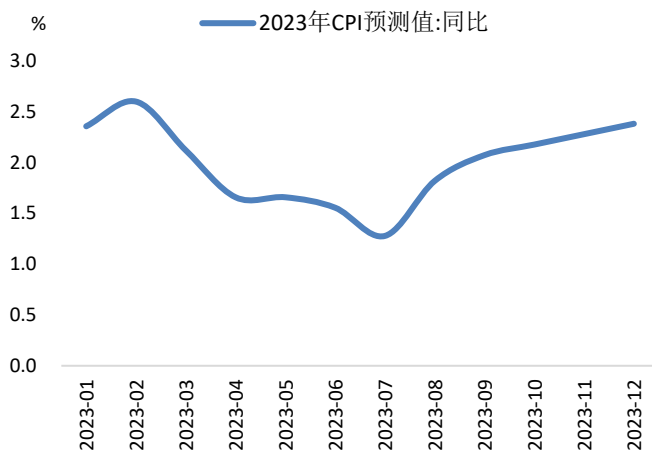
图 47: 居民未来物价预期指数位于近年来的底部区域



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

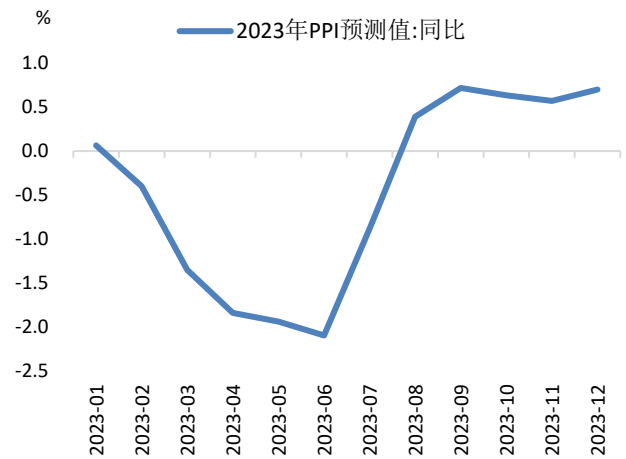
综上所述，预计 2023 年国内通胀总体温。其中，CPI 继续温和运行，全年同比增长 2% 左右，年内高点或在 3% 左右，若需求超预期复苏，不排除上行至 2.5% 左右的可能，但大概率难超 3%；PPI 受国内需求复苏推动，下半年或回升至正值区间，但受全球大宗商品低迷影响难以大幅上行，中枢或在 -0.5% 左右，若地产投资等需求超预期复苏，不排除中枢提高至 0.5% 左右或更高的可能。从 2023 年温和 CPI（不超过 3%）叠加较低 PPI（不超过 1%）的搭配看，货币政策仍有一定空间，节奏和空间将主要视国内需求复苏情况而定，海外央行下半年紧缩放缓甚至不排除衰退加剧下的转向亦为国内政策适度放松提供可能性。此外，中性情况下 CPI 与 PPI 的剪刀差将从 2022 年的 -2.3 个百分点转为 1-2.5 个百分点，中下游利润有望一定程度上复苏。

图 48: 预计 2023 年 CPI 同比上涨 2%



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 49: 预计 2023 年 PPI 同比回落 0.5%



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

风险提示: 央行超预期调控, 食品价格超预期, 贸易摩擦升温, 金融市场波动加大, 经济复苏超预期, 国内外疫情超预期变化, 中美关系全面恶化, 国际经济形势急剧恶化, 美联储货币政策超预期调整, 海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，曾就职于宏源证券、渤海证券研究部，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层