

2022年国内外物价形势比较

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

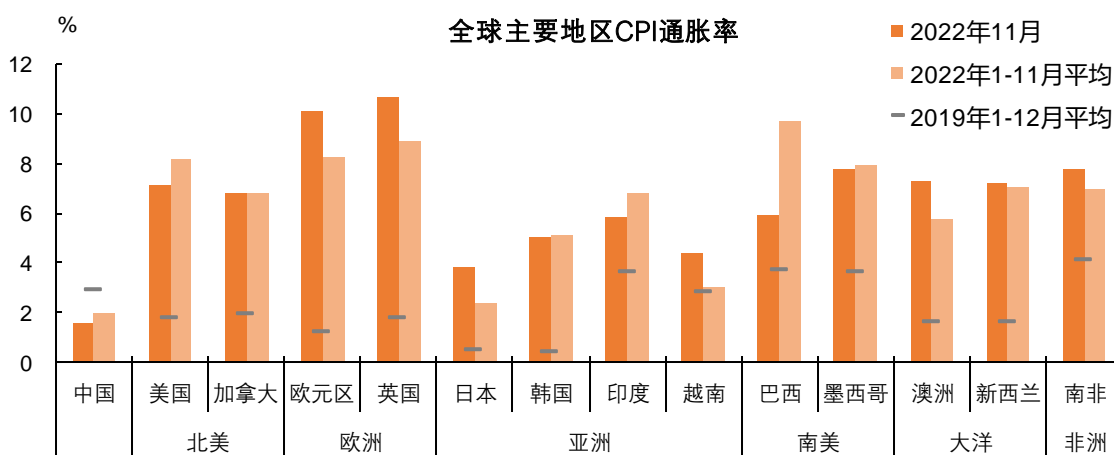
- **2022年国内外物价对比。**2022年，我国物价水平维持平稳，与海外急速增长的物价水平形成鲜明对比。2022年1-11月，我国CPI同比平均增长2.0%，处于国际公认的合理目标水平。对比来看，海外多数经济体CPI通胀率均创下1980年代以来新高。
- **2022年我国物价保持相对稳定，得益于我国出色的保供稳价能力、精准的政策部署，也一定程度上反映出我国终端消费需求有待复苏。**具体来看，我国物价保持相对稳定主要有以下五方面原因：**第一**，我国食品和能源保供稳价能力强，输入性通胀压力可控。**第二**，我国核心商品涨价压力不大，生产成本向消费价格的传导有限。**第三**，我国核心服务价格维持稳定，医疗、住房等生活成本涨价压力远小于海外。**第四**，我国货币政策精准克制，避免了全球货币宽松派生的通胀风险。**第五**，我国终端消费需求受疫情冲击，需求拉动型的通胀压力较小。
- **2023年国内外物价展望。**预计2023年海外多数经济体通胀率有望较2022年明显缓和，但仍高于2015-19年平均水平。预计2023年国内物价将继续平稳运行，中性情形下CPI同比和PPI同比或将都低于2022年。CPI方面，2023年CPI同比增速或前高后低，中性情形下全年CPI同比约为1.6%。PPI方面，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：**国际地缘形势演绎不确定，海外衰退对通胀的影响超预期，国内防疫调整对通胀的影响超预期等。

回顾 2022 年，海外陷入高通胀危机，但我国物价水平整体保持平稳，与海外物价形势形成鲜明对比。一方面，我国与海外经济周期错位，海外需求旺盛拉动物价上涨，国内消费需求有待复苏。而另一方面，俄乌冲突引发原材料价格上涨，使国内外经济体均面临输入性通胀压力，我国物价形势的平稳，更体现出我国出色的保供稳价能力与精准的政策部署。展望 2023 年，国内外经济周期或反转，海外需求走弱或使通胀缓和，我国经济有望加快复苏，但不改国内物价平稳运行态势。

一、2022 年国内外物价对比

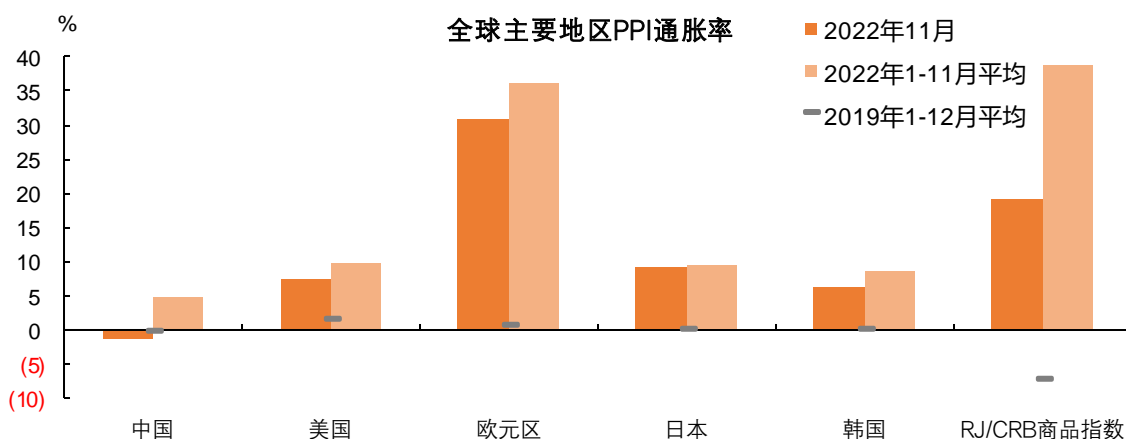
2022 年，我国物价水平维持平稳，与海外急速增长的物价水平形成鲜明对比。消费价格方面，2022 年 1-11 月，我国 CPI 同比平均增长 2.0%，处于国际公认的合理目标水平。对比来看，由于新冠疫情以来的供需矛盾尚未明显改善，加上地缘危机进一步冲击商品供给，海外多数经济体 CPI 通胀率均创下 1980 年代以来新高。2022 年 1-11 月，美国、欧元区、日本、印度、巴西、澳大利亚和南非等代表经济体 CPI 分别平均同比增长 8.2%、8.3%、2.4%、6.8%、9.7%、5.7% 和 7.0%。生产价格方面，2022 年 1-11 月，我国 PPI 同比平均增长 4.7%，在国际原材料价格大幅波动中保持相对稳定。对比来看，海外多数经济体生产成本受国际原材料涨价而同步上升。2022 年 1-11 月，美国、欧元区、日本和韩国等经济体 PPI 分别平均同比增长 9.8%、36.3%、9.5% 和 8.6%。

图表1 2022 年中国与海外代表经济体的 CPI 通胀率比较



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 澳洲、新西兰 CPI 数据截至 2022 年三季度。

图表2 2022 年中国与海外代表经济体的 PPI 通胀率比较



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 欧元区 PPI 数据截至 2022 年 10 月。

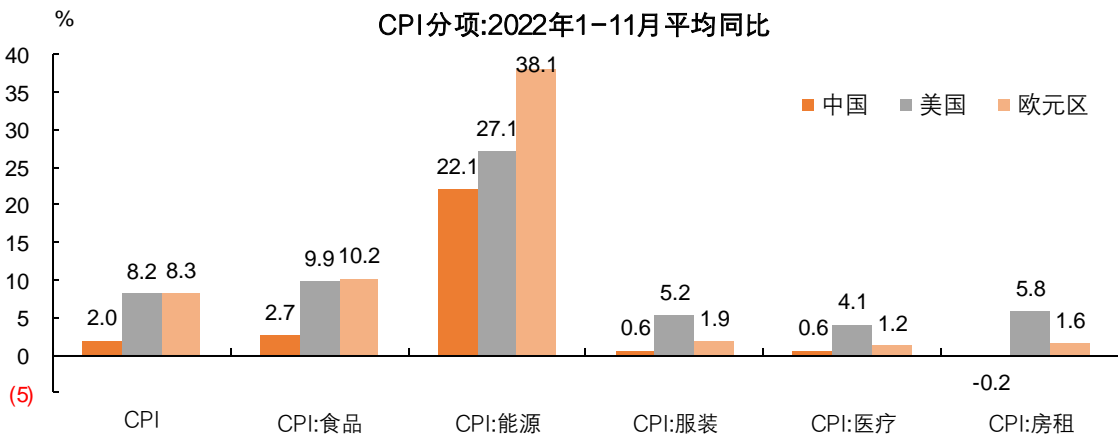
2022 年我国物价保持相对稳定，得益于我国出色的保供稳价能力、精准的政策部署，也一定程度上反映出我国终端消费需求有待复苏。具体来看，我国物价保持相对稳定主要有以下五方面原因：

第一，我国食品和能源保供稳价能力强，输入性通胀压力可控。2022 年，乌克兰危机引发国际粮食和能源价格大幅攀升，一度引发“粮食危机”、“能源危机”，并相应增加海外输入性通胀压力。但是，得益于我国出色的保供稳价能力，我国食品和能源价格保持相对稳定，成为我国整体物价稳定的“压舱石”。食品价格方面，2022 年 1-11 月，衡量国际食品价格的 CRB 食品价格指数平均同比增长 24%；同期，美国和欧元区 CPI 食品分项同比平均分别增长 9.9%和 10.2%，而我国 CPI 食品分项同比仅平均增长 2.7%。能源价格方面，2022 年 1-11 月，以布伦特原油为代表的国际油价同比平均增长 44%；同期，美国和欧元区 CPI 能源分项同比平均分别增长 27.1%和 38.1%，而我国 CPI 交通工具用燃料分项同比平均增长 22.1%，CPI 居民水电燃料分项仅增长 3.1%。

第二，我国核心商品涨价压力不大，生产成本向消费价格的传导有限。在我国核心 CPI 中，剔除服务项目以及不含能源的工业消费品项目后，“核心商品”（如衣着、生活用品等）在 CPI 总指数中的占比约为 42.4%。数据显示，上述商品价格走势与 PPI（尤其是生活资料 PPI）具有明显的滞后传导相关性，商品生产成本无疑是商品消费价格的重要影响因素。我国原材料供给相对稳定，“内循环”基础牢固，相对可控的生产成本有效缓解了商品消费价格上涨压力。相较之下，多数海外经济体企业生产成本大幅攀升，进口成本也因国际供应链受阻而上升，因此不得不将成本压力转嫁至商品消费者。以服装价格为例，2022 年 1-11 月，美国和欧元区 CPI 服装分项同比平均分别增长 5.2%和 1.6%，而我国 CPI 服装分项仅增长 0.6%。

第三，我国核心服务价格维持稳定，医疗、住房等生活成本涨价压力远小于海外。医疗方面，受新冠疫情影响，全球医疗服务需求上升，显著抬升了居民医疗消费成本。我国医疗体系不断完善，医保系统在高需求药品和医疗服务的覆盖面持续扩大，使医疗服务价格维持稳定。2022 年 1-11 月，美国 CPI 医疗保健分项和欧元区 HICP 医疗卫生分项同比平均分别增长 4.1%和 1.2%，而我国 CPI 医疗保健分项仅增长 0.6%。住房方面，受海外政策刺激、住房库存走低以及居家需求上升等影响，2020-21 年美欧等发达经济体房价大幅上涨，导致 2022 年租房成本跟随上升。近年我国房价受政策调控而整体维持平稳，租房成本相对可控。2022 年 1-11 月，美国和欧元区 CPI 住房租金分项同比平均分别增长 5.8%和 1.6%，而我国 CPI 租赁住房房租分项同比平均下降 0.2%。

图 3 2022 年 1-11 月中国、美国和欧元区 CPI 分项平均同比增幅对比

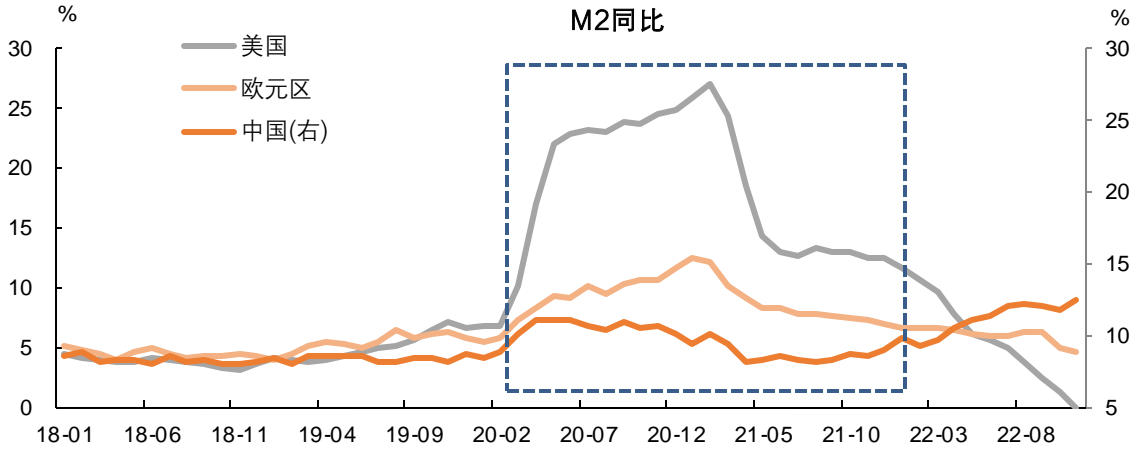


资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 中国“CPI 能源”选用“交通工具用燃料”; 中国和美国“CPI 医疗”选用“医疗保健”、欧元区选用“医疗卫生”; 中国、美国和欧元区“CPI 房租”分别选用“租赁住房房租”、“住房租金”和“住房实际租金”。

第四，我国货币政策精准克制，避免了全球货币宽松派生的通胀风险。新冠疫情爆发后，美欧等发达经济体启动超宽松货币政策，同时配合大规模财政刺激，政策刺激规模远超产出缺口，酿成通胀风险。数据显示，全球主要地区通胀率与广义货币供给（M2）增速具有明显的滞后相关性。在我国，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，通常领先核心 CPI 约 3-4 个季度。对比来看，我国货币政策始终“以我为主”，在有力

支持经济复苏的同时，保持了精准克制，有效避免了通胀失控风险。2020-21年，中国、美国和欧元区 M2 同比分别平均增长 9.5%、17.8%和 8.9%，增速较 2018-19 年的分别上升 1.2、13.4 和 4.0 个百分点。

图表4 2020-2021 年美欧 M2 大幅增长，中国 M2 保持相对平稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

第五，我国终端消费需求受疫情冲击，需求拉动型的通胀压力较小。2022年，受疫情持续多点散发、居民部门实际偿债压力高于主要发达国家、对经济和就业市场的预期悲观等因素压制，2022年前11个月中国商品零售总额累计同比0.5%。服务消费中目前仅公布餐饮收入数据，2022年前11个月累计同比下降5.4%，预计同期服务消费整体也大概率同比负增。消费需求低迷进一步缓释了CPI通胀风险。对比来看，美欧等发达经济体消费需求相对旺盛，2022年1-11月美国零售和食品服务销售额累计同比9.5%，同期剔除价格因素后的欧盟27国零售销售指数累计同比2.1%。美欧的消费表现较强，一是因它们向常态化回归的时间较早，疫情对消费的压制要弱于我国；二是美欧家庭部门资产负债表受疫情的冲击更小，2019年四季度到2022年二季度，美国、欧元区和中国的家庭部门杠杆率分别上行0.3、1.4和6.1个百分点。

二、2023年国内外物价展望

预计2023年海外多数经济体通胀率有望较2022年明显缓和，但仍高于2015-19年平均水平。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，预计海外多数经济体通胀率有望较2022年明显缓和；但是鉴于通胀的粘性，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。IMF在2022年10月预测显示，2023年全球CPI通胀率将由2022年的8.8%回落至6.5%，其中发达经济体和发展中经济体CPI通胀率分别回落2.8和1.8个百分点至4.4%和8.1%，美国和欧元区分别回落至3.5%和5.7%。

预计2023年国内物价将继续平稳运行，中性情形下CPI同比和PPI同比或将都低于2022年。

CPI方面，自上而下视角看，因近年居民部门资产负债表恶化严重、消费能力和消费意愿恢复需要时间，疫后消费恢复的高度有限，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。自下而上视角看，各类保供稳价政策取得积极成效，2022年4月能繁母猪存栏开始持续上升，中国主粮库存和自给率都远超国际警戒线，2023年猪肉和粮食的涨价风险可控。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。定量测算显示，2023年CPI同比增速前高后低，中性情形下全年CPI同比约为1.6%。

PPI方面，从M1增速对PPI同比的领先性看，内需对PPI的支撑偏弱。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：国际地缘形势演绎不确定，海外衰退对通胀的影响超预期，国内防疫调整对通胀的影响超预期等。

平安证券研究所投资评级：

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。

免责条款：

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。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033