

年末物价走势平稳，2023 年高通胀风险不大

——2022 年 12 月物价数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2022 年 12 月，CPI 同比上涨 1.8%，涨幅较上月加快 0.2 个百分点；PPI 同比下降 0.7%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点。

基本观点：12 月猪肉价格环比下跌幅度较大，引发各方关注，但当月受天气及物流等因素影响，蔬菜价格环比大幅上涨，同比降幅显著收窄，充分对冲了猪肉价格下跌带来的影响，并小幅推高 12 月 CPI 同比涨幅。其他商品和服务价格变化不大。与此同时，受消费需求修复偏缓影响，12 月扣除食品和能源价格、更能反映整体物价水平的核心 CPI 同比处于 0.7% 的低位，显示当前整体物价形势稳定，促消费的政策空间较大。2022 年 CPI 累计上涨 2.0%，处于温和水平，与欧美高通胀形成鲜明对比。我们预计，2023 年国内高通胀风险依然不大，这将为宏观政策灵活调整提供较大空间。

12 月，尽管投资需求对国内钢铁、有色等部分工业品价格起到推升作用，但能源价格下跌、疫情抑制消费需求等仍拖累 PPI 环比表现，也对其同比反弹幅度形成一定抑制。全年来看，2022 年工业品价格同比涨幅从年初的两位数高增状态持续回落，四季度已降至通缩区间，全年累计涨幅较上年回落 4.0 个百分点至 4.1%。我们预计，2023 年 PPI 缺乏大幅上涨的基础，全年同比涨幅有可能进一步下滑至 1.0% 左右，这也将成为稳定 CPI 涨幅的一个积极因素。。

具体来看：

一、12 月猪肉价格环比下跌幅度较大，引发各方关注，但当月受天气及物流等因素影响，蔬菜价格环比大幅上涨，同比降幅显著收窄，充分对冲了猪肉价格下跌带来的影响，小幅推高 12 月 CPI 同比涨幅。其他商品和服务价格变化不大。与此同时，受消费需求修复偏缓影响，12 月核心 CPI 同比处于 0.7% 的低位，显示当前整体物价形势稳定，促消费的政策空间较大。

12 月 CPI 同比上涨 1.8%，涨幅较上月加快 0.2 个百分点。除上年同期增速基数下滑外，一个重要原因是当月蔬菜价格环比上涨较快，充分对冲了猪肉价格下跌带来的影响，带动食品 CPI 同比涨幅扩大，而其他商品和服务价格涨幅继续处于 1.1% 的低位。

具体来看，12 月猪肉价格连续走低，较上月下降 8.7%。1 月初监管部门发布猪肉价格过度下跌三级预

警，市场也在讨论启动收储的可能。近期猪肉价格持续下跌，存在供需两方面的原因。供给方面，前期部分养殖户存在过度压栏和二次育肥等行为，近期猪肉价格连续下行，一些养殖户对猪价前景预期转弱而加速出栏，年底前市场上生猪供应显著增加。需求方面，当前仍处于疫情感染多发期，餐饮业面临一定冲击，猪肉消费需求较往年同期偏低。以上因素导致当前市场上猪肉供大于求，价格下行压力较大。受此影响，12月猪肉价格同比涨幅由上月的34.4%大降至22.2%，这对当月CPI同比形成明显的下拉作用。不过，受季节性因素、入冬以来天气偏冷，以及近期物流扰动等影响，12月鲜菜价格环比上涨7.0%，同比降幅由上月的-21.2%大幅收窄至-8.0%。由于CPI中蔬菜价格的权重远高于猪肉，这带动当月食品价格同比涨幅由上月的3.7%扩大至4.8%，成为推动12月CPI同比涨幅扩大的主要原因。

非食品方面，12月国际原油价格中枢下行，国内成品油价格两次下调，在上年同期基数走低影响下，同比涨幅变化不大。近期PPI同比持续转负，12月工业消费品价格走势偏弱；随着疫情防控政策优化调整，出行及娱乐活动逐步恢复，12月飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费价格环比分别上涨7.7%、5.8%和3.8%，但也仅带动服务价格同比由上月的0.5%升至0.6%。整体上看，12月非食品价格变化很小，同比涨幅延续1.1%的低位。

主要受消费需求修复偏缓影响，12月扣除食品和能源价格、更能反映整体物价水平的核心CPI同比上涨0.7%，继续处在明显偏低水平，显示当前整体物价形势稳定。这与欧美高通胀形成鲜明对比，将继续为国内宏观政策“以我为主”提供重要支撑，下一步政策面在促消费方面空间较大。

二、2022年CPI涨势整体温和，2023年高通胀风险依然不大。

2022年全年CPI累计同比为2.0%，最高点出现在9月，同比涨幅为2.8%，均低于年初制定的3.0%的控制目标。这与2022年美欧等经济体高通胀形成鲜明对比。可以说物价走势是2022年国内外经济体基本面的最大差异。背后主要源于以下三个原因：一是疫情前两年，国内货币财政政策始终未搞大水漫灌；二是疫情冲击下国内消费需求不振；三是国内成品油调价机制有效缓和了2022年国际原油大幅上涨对国内CPI的传导，且国内粮食市场独立性很强，国际粮价快速上涨同样对国内影响有限。可以看到，2022年国内CPI涨幅变化主要由猪肉和蔬菜价格波动主导，代表整体物价水平的核心CPI则持续处于1.0%以下的低位。

展望2023年，消费修复有可能带动CPI涨幅阶段性扩大，特别是与服务消费相关的文娱旅游、酒店机票等价格可能出现较快上涨。我们判断，2023年CPI涨幅中枢会有所抬高，全年累计涨幅有望达到2.5%左右。就我国宏观经济指标的关联性而言，经济增速加快通常会对物价有一定推升作用——我们预计2023年GDP增速有望从上年的3.0%左右反弹至5.5%。不过，2023年CPI整体涨幅仍将处于3.0%以下的温

和区间，其中年初将运行在 2.0%或略高的温和区间。我们判断，2023 年猪周期将主要运行在价格下行阶段，前期美欧货币当局大幅收紧政策会带动 2023 年海外通胀较快降温，这些因素都不支持国内 CPI 在 2023 年出现大幅上涨。

当前监管层和市场普遍关注的一点是，2022 年 M2 同比明显加快，年末达到 11.8%，增速较上年末提高 2.8 个百分点，处于近 6 年以来的最高水平附近。其中，2022 年居民储蓄存款高增，11 月末同比增长约 14.5%，远高于常态下约 10%左右的增幅；2022 年前 11 个月新增储蓄存款规模达到 17.2 万亿，比上年多增 7.3 万亿。在此背景下，2023 年在需求侧展开反弹后，货币因素会不会触发物价的超预期上涨？

我们认为这种风险不大。首先，2022 年 M2 高增，主要是非货币发行因素造成的，包括财政实施大规模留抵退税，以及近期居民理财大量赎回等。其次，当前居民储蓄存款增速确实偏高，但我们分析，除了基于疫情不确定性带来的预防性储蓄增加外，2022 年推升储蓄存款还有两个重要原因：一是居民购房支出下降。2022 年居民用于新房购置的支出估计为 13.5 万亿，比上年减少 4.7 万亿；如果考虑到二手房因素，购房支出降幅会更大。二是 2022 年股市下跌、四季度理财破净等导致居民投向各类金融资产的资金大量回流至银行存款。上述因素是 2022 年居民收入增速下滑较快，储蓄存款增速却大幅上扬的主要原因。若扣除这两项因素影响，2022 年储蓄存款多增规模仅在 1.2 万亿左右。

由此，2022 年 M2 高增及居民大量增加储蓄并非源于货币发行量大幅增加和居民收入快速增长，因此也难以转化为 2023 年消费支出的剧烈反弹，进而以大幅推高 CPI 涨幅的方式打破商品和服务市场平衡。事实上，在三年疫情对居民收入影响明显、前期财政货币政策均未大水漫灌的背景下，2023 年消费反弹幅度以及由此带动的物价上涨幅度都将较为温和，高通胀风险不大。这也意味着物价因素不会对 2023 年宏观政策的灵活调整构成掣肘。

三、12 月，尽管投资需求对国内钢铁、有色等部分工业品价格起到推升作用，但能源价格下跌、疫情抑制消费需求等仍拖累 PPI 环比表现，也对其同比反弹幅度形成一定抑制。

12 月 PPI 环比下降 0.5%，在连续两个月微幅上涨后重回跌势，这也拖累当月 PPI 新涨价因素下滑 0.6 个百分点至-0.7%左右。由此，尽管 12 月翘尾因素较上月回升 1.2 个百分点至 0.0%，但因新涨价动能减弱，当月 PPI 同比未能回正，且跌幅仅较上月收敛 0.6 个百分点至-0.7%，表现不及预期。

12 月生产资料 PPI 环比下跌 0.6%，较前值 0.0%下滑 0.6 个百分点，各分项环比跌幅均有所扩大，其中采掘工业 PPI 环比从 11 月的上涨 0.9%降至下跌 1.4%，与 12 月国际油价月均值环比下降 12%，以及国内动力煤价格偏弱运行相印证。受此影响，12 月石油、煤炭加工业、化工行业 PPI 环比跌势也有所加快，尤

其是石油、煤炭加工业 PPI 环比从 11 月的上涨 0.2% 大幅放缓至下跌 3.5%，对原材料工业 PPI 整体走势下拉作用明显。不过，受疫情波动影响生产、基建投资高增提振市场需求等因素影响，12 月国内钢材、铜等工业品价格有所上涨，带动钢铁行业 PPI 环比转正、有色金属加工业 PPI 环比涨势加快。同比来看，尽管环比跌幅扩大，但因上年同期基数走低，12 月生产资料 PPI 同比降幅较上月收窄 0.9 个百分点至 -1.4%，各分项 PPI 同比均跌幅收窄或涨幅扩大，其中，低基数效应最为明显的采掘工业 PPI 同比回正至 1.7%，涨幅较上月大幅加快 5.6 个百分点。

12 月生活资料 PPI 环比下跌 0.2%，结束了此前三个月的连续小幅上涨，且各分项环比均涨势放缓或转跌。我们认为主要原因有二：一是受能源以及食用农产品等原材料价格下跌带动，二是 12 月终端消费受疫情高发扰动，需求端疲弱不支持生活资料提价。同比方面，由于基数变动的影响并未体现在生活资料价格上，因此，受环比转跌拖累新涨价动能影响，12 月生活资料 PPI 同比涨幅较上月放缓 0.2 个百分点至 1.8%。各分项中，食品类 PPI 同比涨势较上月放缓 0.7 个百分点至 3.2%，是当月生活资料 PPI 同比涨幅收敛的主要拖累，而衣着和耐用消费品 PPI 同比涨幅则小幅扩大。

四、2022 年 PPI 同比涨幅从年初的两位数高增状态持续回落，2023 年 PPI 缺乏大幅上涨的基础，全年累计涨幅料将进一步下滑。

2022 年工业品价格同比涨幅从年初的两位数高增状态持续回落，四季度已降至通缩区间，全年累计涨幅较上年回落 4.0 个百分点至 4.1%。主要原因有三个：一是上年同期受国内能耗双控、国际大宗商品价格上涨驱动，PPI 涨幅基数偏高。二是 2022 年年初俄乌冲突爆发，以原油为代表的国际大宗商品价格快速冲高；但后期冲突规模未现持续扩大，加之美欧经济衰退压力加大，国际大宗商品价格进入持续下行过程。三是国内保供稳价政策不断加码，加之房地产投资大幅下滑拖累需求，煤炭、钢铁等国内主导的上游产品价格出现大幅同比负增长。

不过，从 12 月的边际表现来看，原油价格下跌、消费需求受疫情扰动等继续拖累 PPI 环比表现，并下拉其同比反弹幅度，但投资需求受到扩投资稳增长政策提振，对国内钢铁、有色等部分工业品价格起到推升作用。这是否意味着 2023 年伴随消费反弹，消费需求和投资需求共振会显著推升 PPI 涨幅？

我们认为这种可能性不大。一方面，2023 年美欧经济衰退有可能从预期转为现实，俄乌冲突扩散至现有范围之外的风险可控，国际大宗商品价格易下难上。另一方面，从国内来看，经济增速反弹本身确实具有推升工业品价格的潜力，但在 2023 年房地产投资可能延续同比负增长，基建投资增速回落，以及保供稳价政策不会转向的前景下，PPI 缺乏快速上行基础。我们预计，2023 年全年 PPI 同比涨幅有可能进一步下滑至 1.0% 左右，其中年初延续同比负增长或处于微弱正增长的可能性较大；下半年伴随房地产投资走强，

PPI 同比有可能恢复至较为温和的正增长。我们判断，2023 年 PPI 同比低增也将成为稳定 CPI 涨幅的一个积极因素。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。