

## 旺季不旺，终端需求决定价格走势

### 2022年12月通胀点评

#### 核心内容：

#### 分析师

- **旺季不旺，需求低迷拉低物价** 全国居民消费价格同比增速（CPI）环比平稳，核心CPI小幅回升，12月份CPI同比小幅上行。2022年全年CPI增速2.0%。12月食品价格小幅走高，非食品价格回落：（1）食品方面，蔬菜平均价格继续回升，天气寒冷蔬菜价格季节性上行，但由于物流人员流动性减弱，食品价格上行并不明显；12份猪肉消费低迷，但猪肉供给季节性增加，猪肉价格大幅跳水；其他食品方面，水产品、水果等价格回升，鸡蛋价格下滑；（2）非食品价格方面，原油价格回落，交通工具用燃料价格下行6.0%，家用器具和家庭服务价格走高，带动了核心CPI的上行，其他价格基本平稳。
- **服务价格拉低物价** 2022全年通胀预期平稳，通胀水平2.0%。2022年与疫情后相似，疫情影响了全社会消费，使得一直较为稳定的服务类价格始终处于低位，即使消费品价格回升，鉴于服务类价格仍然低迷，通胀回升也较慢。
- **2023年通胀预计在1.7%-2.0%左右** 2023年通胀水平分为两种情况：如果服务业顺利恢复，那么2023年通胀与2022年基本持平；如果服务业恢复不及预期，2023年通胀低于2022年。2023年通胀可能在部分月份走高：（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。
- **货币政策持续宽松** 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。
- **2023年PPI弱势运行** 12月份PPI环比回落，各个产品价格普遍性回落：（1）国际原油受到供给影响，价格走低，经过两个月传导到了生产端；（2）煤炭期货价格小幅波动，煤炭出厂价格小幅走高；（3）除黑色和有色压延业，其他中间品价格下跌；（4）下游价格回落。

PPI基数水平2023年大幅回落，PPI同比可能在0.1%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2023年1月份PPI环比小幅下降，1月份PPI水平在-0.4%左右。2023年PPI受到基数影响，预计在0.1%左右。

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

## 一、旺季不旺，物价受到需求压制

全国居民消费价格同比增速（CPI）环比平稳，核心 CPI 小幅回升，12 月份 CPI 同比小幅上行。12 月份 CPI 同比增速 1.8%，比 11 月份上行 0.2 个百分点。12 月份 CPI 环比平稳；其中食品价格环比下行 0.5%，非食品价格下行 0.2%。核心 CPI 同比增速 0.7%，环比上行 0.1%。2020 年全年 CPI 增速 2.0%，其中食品价格上行 2.8%，非食品价格上行 1.8%。

图 1: CPI 同比持平 (%)

图 2: 基数影响略有放大 (%)



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 1.8%，比上个月上行 0.1 个百分点，基数小幅上行。非食品价格下降是本月通胀环比持平的重要原因。12 月通胀环比持平，食品价格小幅走高，非食品价格回落：（1）食品方面，蔬菜价格 12 月份上行 7.0%，蔬菜平均价格继续回升，天气寒冷蔬菜价格季节性上行，但由于物流人员流动性减弱，食品价格上行并不明显；12 份猪肉价格下行 8.7%，猪肉消费低迷，但猪肉供给季节性增加，猪肉价格大幅跳水；其他食品方面，水产品、水果等价格回升，鸡蛋价格下滑；（2）非食品价格方面，原油价格回落，交通工具用燃料价格下行 6.0%，家用器具和家庭服务价格走高，带动了核心 CPI 的上行，其他价格基本平稳。

从食品价格来看，猪肉供给放量，带动猪肉价格回落，猪肉消费旺季并未如期带来，终端需求较弱，预计春节的上涨幅度有限。蔬菜价格回升，天气因素占主要因素，蔬菜价格仍然在固定的范围波动。

从非食品价格来看，车用燃料价格下行，家庭服务和器具价格上行，其他商品和服务类价格保持平稳。

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

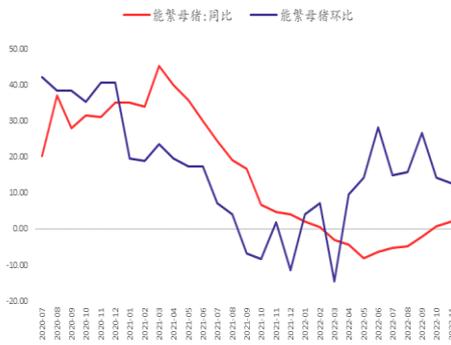
## 二、猪肉价格未来有望好转，蔬菜价格随季节波动

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。

12 月份年猪供给增加，需求受到疫情影响较弱，价格大幅回落。12 月份消费继续低位，价格水平回落，随着需求修复，猪肉价格未来有小幅回升。预计本轮猪周期的价格高度可能在 2018-2022 年度的 50%左右，猪肉价格高峰在 10 月左右到来，随之快速回落，猪肉未来预计仍然有反弹。

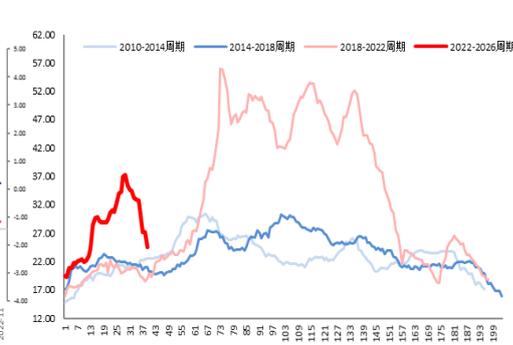
猪肉消费旺季即将到来，但终端消费受到疫情等因素干扰，猪肉价格大幅波动。随着年猪耗尽，猪肉供给可能在年后回落，猪肉价格在年后反而可能有小幅上行。

图 4：母猪存栏增速（%）



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

图 5：猪周期生猪价格对比（元/公斤）



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 12 月份受到季节性影响上行，12 月份蔬菜价格回归历史价格区间，蔬菜价格表现较为弱势。预计春节期间蔬菜价格节日性走高，之后逐步回落，2023 年蔬菜价格不会偏离历史区间。

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

12 月份 CPI 环比保持平稳，非食品价格拉低了 CPI。12 月份蔬菜、水产品价格季节性上行，而疫情冲击对猪肉价格影响最大，年猪出栏正常而终端需求较弱带来了猪肉价格大幅走低。1 月份春节蔬菜价格节日性上行，猪肉消费也会有所修复，猪肉价格未来小幅回升。12 月份原油价格下行，车用燃料价格走低，原油价格未来可能继续震荡回落。12 月份核心 CPI 环比小幅上行，家庭服务和家庭器具价格走高，终端需求的疲弱是通胀温和的根本原因。

2023 年 1 月份翘尾水平小幅下降至 1.4%。食品价格方面，1 月份猪肉受到需求上行的影响价格小幅上行，春节期间其他物价均会出现大幅走高。非食品价格方面，燃料价格预计平稳，旅游、服务等价格上行。1 月份预计 CPI 环比上行。

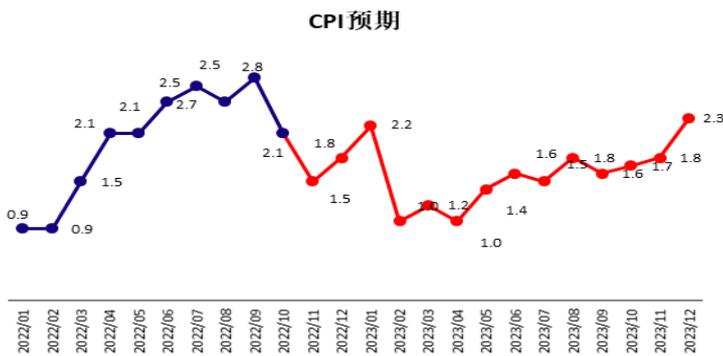
2022 全年通胀预期平稳，通胀水平 2.0%。2022 年与疫情后相似，疫情影响了全社会消费，使得一直较为稳定的服务类价格始终处于低位，即使消费品价格回升，鉴于服务类价格仍然低迷，通胀回升也较慢。

2023 年通胀水平分为两种情况：如果服务业顺利恢复，那么 2023 年通胀与 2022 年基本持平；如果服务业恢复不及预期，2023 年通胀低于 2022 年。2023 年通胀可能在部分月份走高：

(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。2023 年通胀预计在 1.7%-2.0% 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、2023 年 PPI 弱势运行

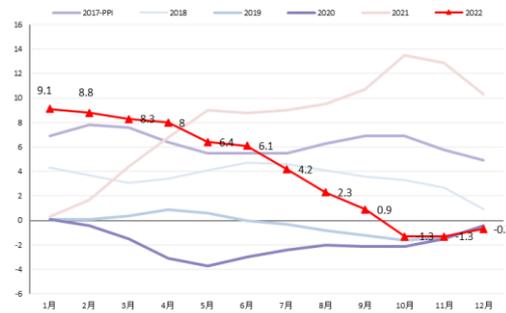
工业生产者价格（PPI）同比低位平稳，环比下行，生产资料环比走低。12 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比-0.7%，环比下行 0.5%，2022 年 PPI 同比水平 4.1%。原油和中下游出厂价格普遍回落，PPI 环比下行。

12 月份 PPI 环比回落，各个产品价格普遍性回落：（1）国际原油受到供给影响，价格走低，经过两个月传导到了生产端；布伦特和 WTI 原油期货价格 12 月份分别下行 10.4%和 9.0%；石油和天然气开采业价格下行 8.3%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下行 3.5%；（2）煤炭期货价格小幅波动，煤炭出厂价格小幅走高。煤炭开采和洗选业价格上行 0.8%。12 月份焦煤期货价格下行 8.2%，焦炭价格上行 4.6%。下游投资稍有回升，钢材、水泥等行业库存相对低位，黑色金属采矿业上行 1.1%；（3）除黑色和有色压延业，其他中间品价格下跌。黑色金属冶炼和压延加工上行 0.4%，化学原料和化学制品制造业价格下行 1.1%；（4）下游价格回落。汽车业出厂价格下行 0.1%，计算机通讯和电子产品价格下行 0.2%，食品制造业下行 0.2%，农副食品加工价格下行 1.0%。

PPI 基数水平 2023 年大幅回落，PPI 同比可能在 0.1%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。

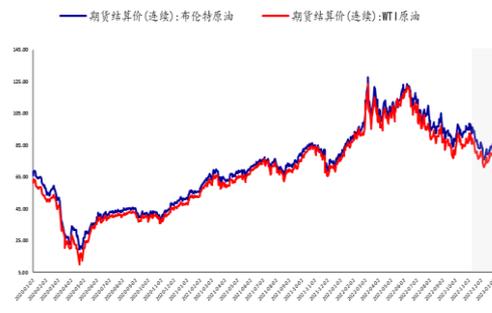
预计 2023 年 1 月份 PPI 环比小幅下降，1 月份 PPI 水平在-0.4%左右。2023 年 PPI 受到基数影响，预计在 0.1%左右。

图 8：12 月份 PPI 同比低位平稳（%）



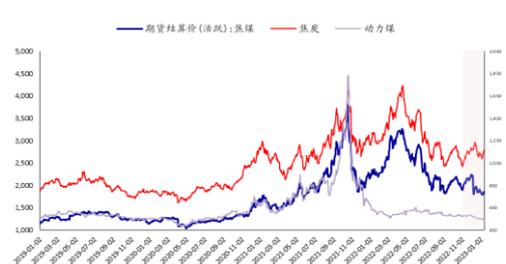
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：原油期货价格（美元/桶）



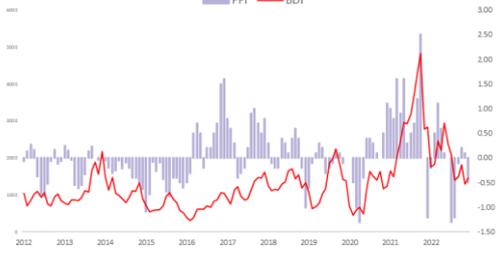
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：物流指数回落（%）



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