



宏观研究

【粤开宏观】2023 年中国通胀形势再审视：上半年无忧，下半年警惕

2023 年 02 月 10 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】2022 年中国经济数据收官，人口总量出现负增长》2023-01-17

《【粤开宏观】反转之年：2023 年大类资产配置展望》2023-02-01

《【粤开宏观】2023 年地方怎样“全力拼经济”：高质量发展的六大关键词》2023-02-02

《【粤开宏观】2022 年中国区域经济版图：南北新格局与中西部新序章》2023-02-05
《【粤开宏观】稳定宏观税负势在必行》2023-02-07

摘要

2022 年 8 月以来，央行两次提示通胀风险，引发市场高度关注，货币市场和债券市场利率显著上升。年底防疫政策优化后，市场更是对消费恢复和通胀抬头形成强烈预期，然而四季度以来 CPI 同比却持续低迷。其中，猪周期的时间缩短、下行趋势提前；春节消费明显反弹，但仍未恢复至疫情前同期水平，需求恢复仍有一个过程。面对通胀现实与市场预期之间的巨大背离，有必要重新审视今年的通胀形势，修正通胀预测。

一、1 月 CPI 同比不及预期，或预示上半年通胀无忧

1 月 CPI 同比是判断今年通胀走势的重要指标。首先，1 月 CPI 同比可能是今年上半年通胀的高点，主要是去年同期的低基数（同比仅 0.9%）以及今年的春节错位，将推高 1 月 CPI 同比。其次，1 月 CPI 同比也能反映防疫政策优化以来，消费需求的恢复力度。**然而 1 月通胀略显低迷**，1 月 CPI 同比上涨 2.1%，低于市场预期的 2.3%；环比上涨 0.8%，低于 2015-2019 年春节月份的均值 1.2%。一是猪肉和能源价格拖累，二是消费尚未充分恢复。

若没有国内外突发的供给冲击，上半年通胀走势大概率将继续保持平稳，不会对货币政策形成紧缩压力，流动性将保持合理充裕。

二、分项来看，通胀反弹压力将主要集中在下半年

居民的消费篮子可大致被分为四类：一是食品，主要受猪肉价格影响，短期也会受蔬菜、水果等的扰动；二是能源，国内煤炭和国际原油价格为主导；三是核心消费品，即剔除食品和能源以后的商品，关键驱动力是居民收入增速与消费需求；四是服务，正常情况下取决于居民消费，但近几年受疫情严重冲击。

从这四个分项来看，上半年通胀压力不大，但下半年需要警惕。第一，上半年猪肉价格保持低位，下半年或迎来猪周期重启；第二，国内煤炭保供稳价，国际油价或受全球经济衰退拖累；第三，国内商品供应充足，核心消费品涨价空间有限；第四，报复性消费缺席、劳动力供给充足、服务价格的修复空间不大，服务消费和服务价格将平稳恢复。

风险提示：疫情第二波冲击、俄乌冲突等地缘政治风险加剧、居民消费恢复超预期



目 录

一、通胀压力抬头？央行的担忧与市场的反应.....	3
二、1月CPI同比不及预期，或预示上半年通胀无忧.....	4
三、分项来看，通胀反弹压力将主要集中在下半年.....	6
1、上半年猪肉价格保持低位，下半年或迎来猪周期重启.....	6
2、国内煤炭保供稳价，国际原价或受全球经济衰退拖累.....	7
3、国内商品供应充足，核心消费品涨价空间有限.....	8
4、服务消费和服务价格或将以更平稳的步伐恢复.....	9

图表目录

图表 1：2022 年 CPI 同比总体温和平稳.....	3
图表 2：2022 年 8 月以来，DR007 和 10 年期国债收益率显著上升.....	4
图表 3：春节后 CPI 环比通常季节性走弱；2022 年 3、4 月 CPI 环比偏高.....	5
图表 4：2023 年 1 月 CPI 环比总体仍然偏弱.....	5
图表 5：本轮猪周期的上行周期显著短于前几轮.....	6
图表 6：当前生猪产能充足.....	7
图表 7：2022 年以来动力煤价格一直保持平稳.....	7
图表 8：2022 年上半年国际油价快速上涨，形成高基数.....	8
图表 9：居民消费意愿仍然偏低.....	8
图表 10：2023 年春节旅游人次和旅游收入仍低于 2019 年同期.....	9
图表 11：当前旅游价格水平与潜在趋势水平差距不大.....	10



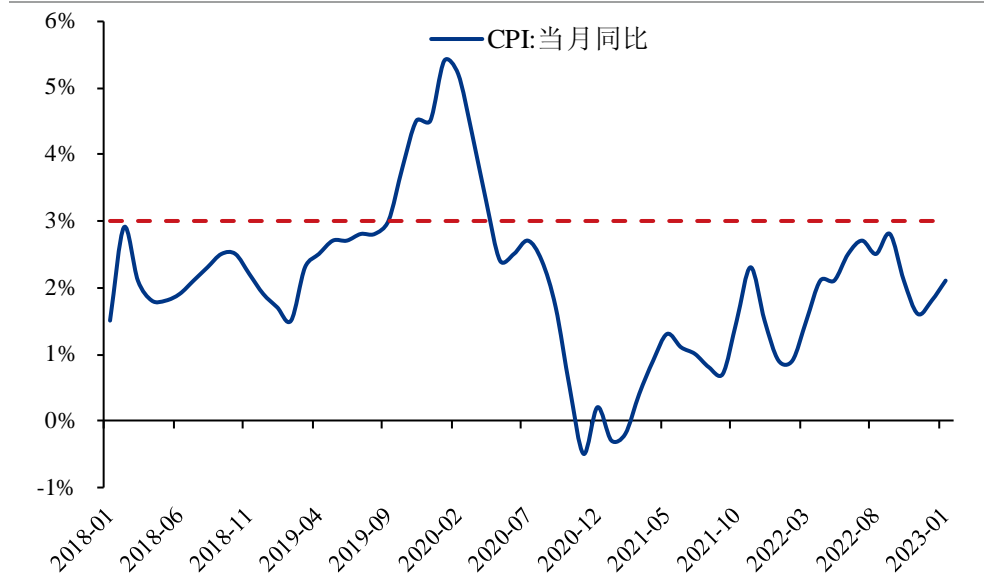
一、通胀压力抬头？央行的担忧与市场的反应

维护物价稳定是央行的首要职责，也是促进经济持续平稳增长、保障民生福祉的重要前提。2022 年欧美发达经济体遭遇了四十年一遇的大通胀，原因之一便是欧美央行前期误判通胀形势、政策调整落后于市场曲线，进而使政策陷入稳增长与抗通胀的两难局面，为其他国家敲响了警钟。

我国央行未雨绸缪，在国内通胀总体平稳的背景下，两次提示通胀风险。2022 年中国通胀走势总体温和平稳，全年 CPI 同比上涨 2.0%，其中 9 月短暂触及 2.8% 的高点，后又快速回落，与 3% 的警戒水平存在一定距离。但央行却在 8 月公布的二季度货币政策执行报告中提示“应警惕结构性通胀压力”，又在 11 月公布的三季度货币政策执行报告中指出“要警惕未来通胀反弹压力”。

市场也开始关注通胀问题，担心货币政策边际收紧，货币市场和债券市场利率显著上升。DR007 中枢从去年 8 月的 1.3% 升至今年 2 月初的 2.0%，10 年期国债收益率也从 2.6% 升至 2.9%。债券市场的快速回调还一度导致去年四季度理财产品大面积“破净”，进而引发理财产品“赎回潮”。

图表1：2022 年 CPI 同比总体温和平稳



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：2022年8月以来，DR007和10年期国债收益率显著上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

关于通胀反弹压力，央行提示了四个风险来源：第一，地缘政治冲突仍扰动世界能源供应，发达经济体高通胀粘性较强，外部输入性通胀压力依然存在；第二，新一轮“猪周期”开启，可能拉动CPI食品分项涨幅走高；第三，一段时间以来我国M2增速处于相对高位，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应；第四，冬季猪肉采购和采暖需求旺盛、春节错位等因素，特别是疫情防控更加精准后消费动能可能快速释放，也可能短期加大结构性通胀压力。

二、1月CPI同比不及预期，或预示上半年通胀无忧

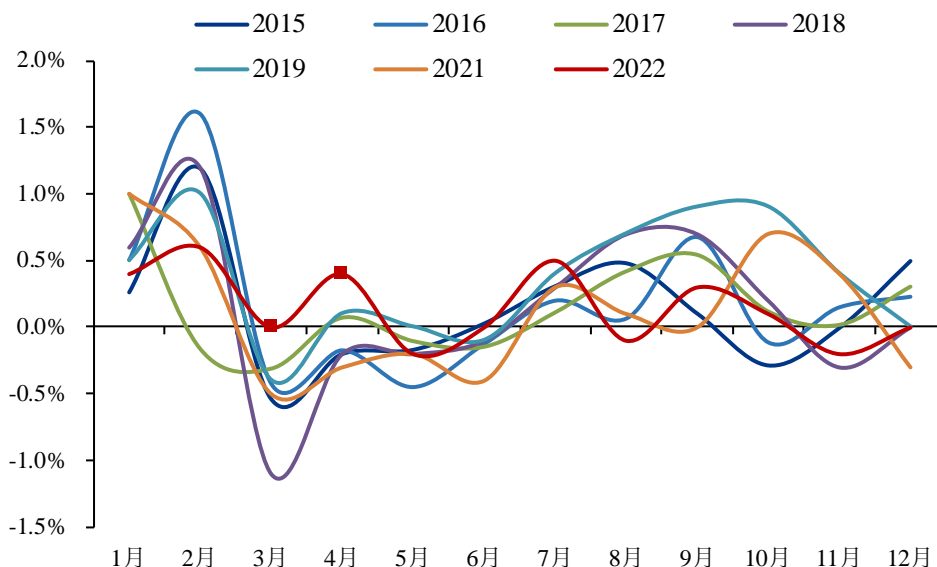
1月CPI同比是判断今年通胀走势的重要指标。

首先，1月CPI同比可能是上半年通胀的高点，一是去年同期的低基数（同比仅0.9%）以及今年的春节错位，将推高1月CPI同比；二是春节后至年中，居民消费将进入淡季，CPI环比季节性走弱；三是去年3、4月份，疫情冲击导致上海、吉林等地出现暂时性物资短缺，形成高基数，进而拉低今年同期CPI同比；四是“阳康”后抗体有效性只能维持一两个季度，年中或遭遇疫情第二波冲击。

其次，1月CPI同比也能反映防疫政策优化以来，消费需求的恢复力度。疫情第一波高峰过去之后，居民是否会出现报复性消费；特别是此前受疫情长期压制的服务消费需求回暖，是否会快速推高核心通胀。



图表3：春节后 CPI 环比通常季节性走弱；2022 年 3、4 月 CPI 环比偏高



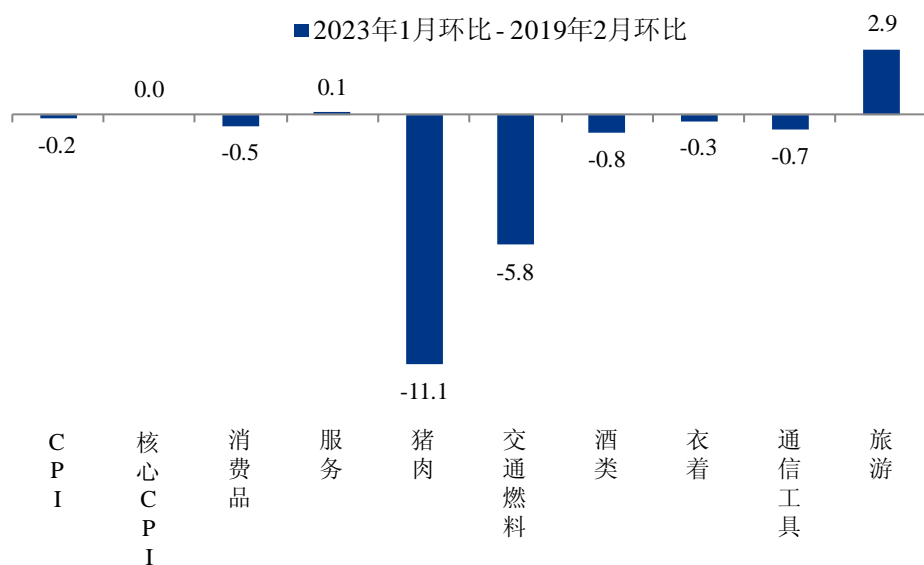
资料来源：Wind、粤开证券研究院

然而 1 月通胀略显低迷，1 月 CPI 同比上涨 2.1%，低于市场预期的 2.3%；环比上涨 0.8%，低于 2015-2019 年春节月份的均值 1.2%。

一是猪肉和能源价格拖累，受猪肉供过于求与国际油价下跌影响，1 月猪肉和交通工具用燃料环比分别下跌 10.8%和 2.3%，而往年同期受假期需求影响，通常是正增长。

二是消费尚未充分恢复，从物价来看，酒类、衣着、通信工具 1 月环比分别较 2019 年春节同期下降 0.8、0.3 和 0.7 个百分点。此外，受居民旅游需求回暖以及短期供给收缩影响，1 月旅游价格环比上涨 9.3%，高于历史均值，但仍处合理区间，2017 和 2018 年分别达 9.5%和 10.6%。

图表4：2023 年 1 月 CPI 环比总体仍然偏弱



资料来源：Wind、粤开证券研究院



因此，若没有国内外突发的供给冲击，上半年通胀走势大概率将继续保持平稳，不会对货币政策形成紧缩压力，流动性将保持合理充裕。

三、分项来看，通胀反弹压力将主要集中在下半年

居民的消费篮子可大致被分为四类：一是食品，主要受猪肉价格影响，短期也会受蔬菜、水果等的扰动；二是能源，国内煤炭和国际原油价格为主导；三是核心消费品，即剔除食品和能源以后的商品，关键驱动力是居民收入增速与消费需求；四是服务，正常情况下取决于居民消费，但近几年受疫情严重冲击。

从这四个分项来看，上半年通胀压力不大，但下半年需要警惕。

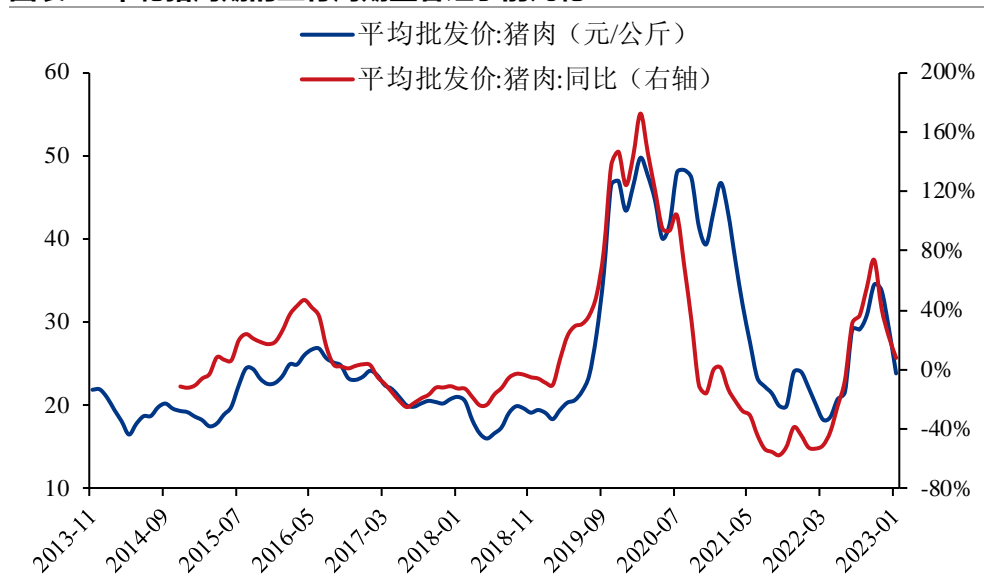
1、上半年猪肉价格保持低位，下半年或迎来猪周期重启

本轮猪周期明显缩短，2023年4月开始上行，10月便已见顶回落，上行周期仅半年左右，明显短于前几轮的1.5-2年。

短期内猪肉价格仍将受供强需弱压制，一方面，春节过后猪肉消费进入传统淡季，需求走弱；另一方面，前期养殖户压栏和二育的肥猪将陆续投放市场，猪肉供给充足。2月初，全国平均猪粮比价跌至4.96，进入发改委确定的过度下跌一级预警区间，政府将启动冻猪肉储备收储工作，但也只能部分托底。

随着养殖户持续亏损，生猪产能逐步去化，以及居民消费回暖，下半年猪肉消费重回旺季，届时猪肉价格或重新上行，进而拉动CPI食品分项涨幅走高。

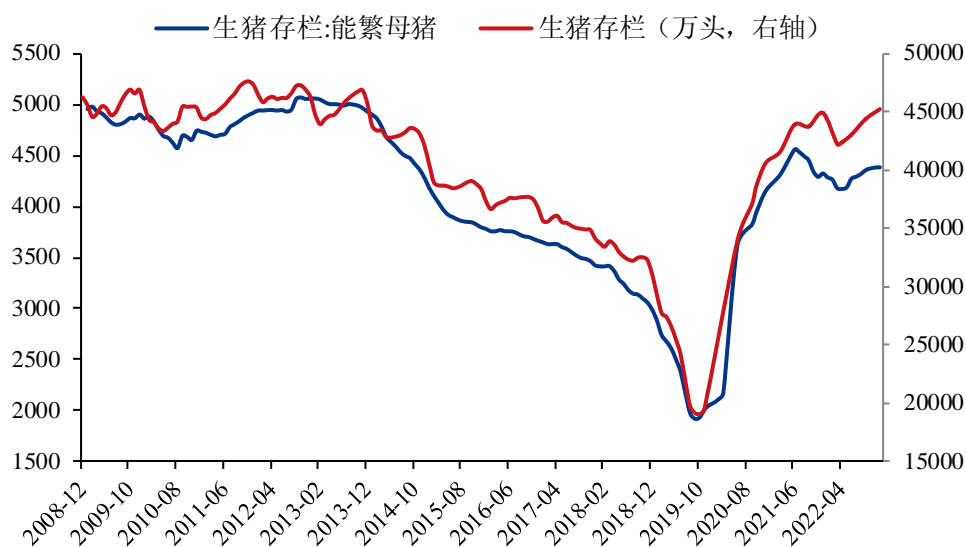
图表5：本轮猪周期的上行周期显著短于前几轮



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表6：当前生猪产能充足



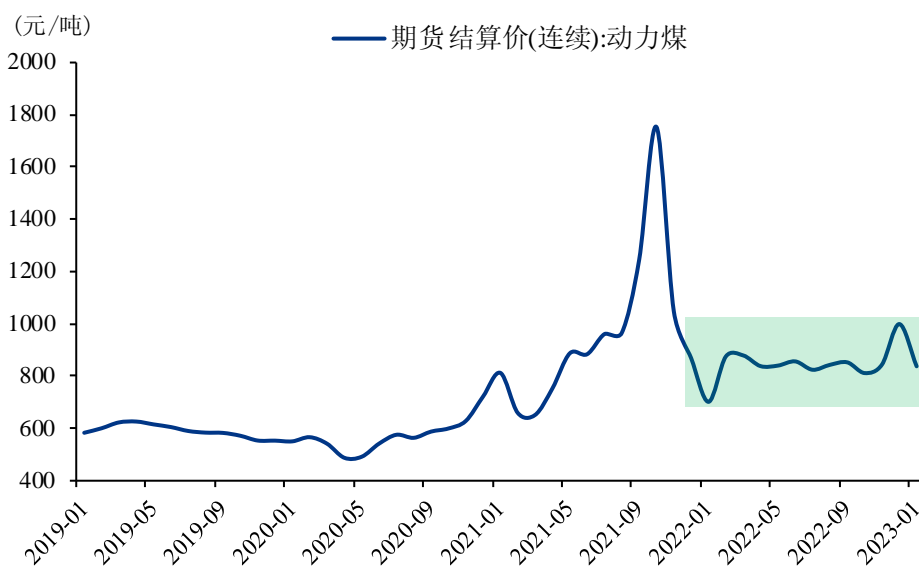
资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、国内煤炭保供稳价，国际原价或受全球经济衰退拖累

在经历前几年运动式追求“能耗双控”和“双碳”目标导致的能源短缺之后，中央高度关注能源安全问题，要求做好保供稳价工作，2022年以来煤炭价格一直保持平稳。

随着全球经济衰退风险上升，2022年6月以来国际原油价格持续回落，当前已回到2022年初俄乌冲突爆发之前的水平。2023年1月IMF《世界经济展望》预测，全球经济增长将从2022年的3.4%降至2023年的2.9%，原油需求将随之收缩。即使地缘政治风险诱发供给冲击并推高油价，但由于2022年上半年油价快速上涨，高基数作用下，今年上半年油价同比增速可能也难以大幅走高。

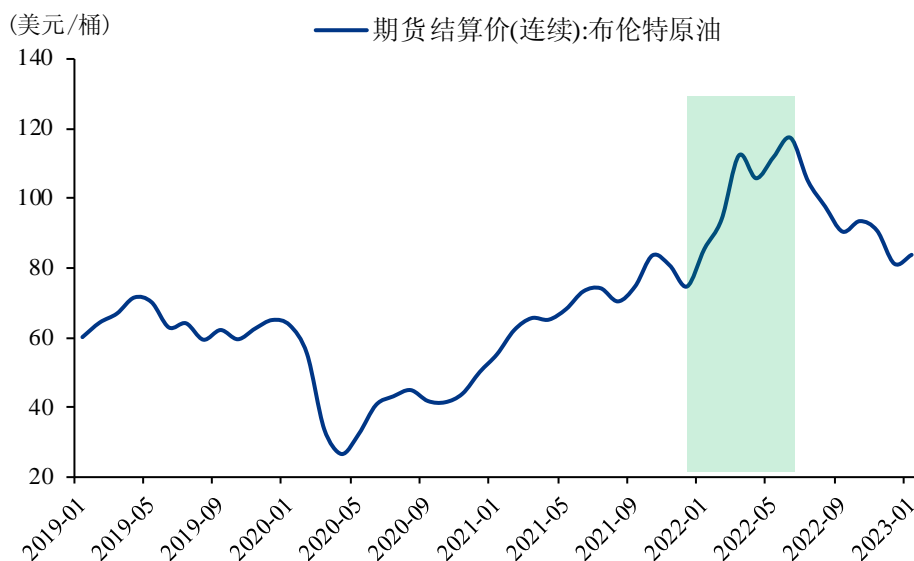
图表7：2022年以来动力煤价格一直保持平稳



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表8：2022年上半年国际油价快速上涨，形成高基数



资料来源：Wind、粤开证券研究院

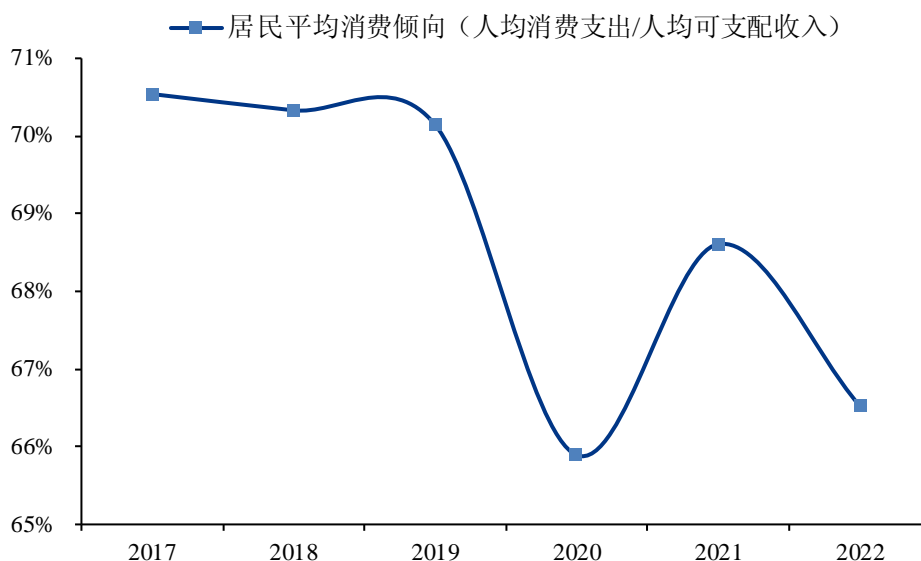
3、国内商品供应充足，核心消费品涨价空间有限

供给方面，我国是制造业大国，产业链、供应链运转较为通畅，较难出现欧美那种因物资短缺而导致的物价快速上涨。

需求方面，无论是耐用品还是非耐用品，在房地产市场明显回暖和居民收入普遍改善之前，消费需求都不会出现大幅波动，而且之前疫情对商品消费的冲击相对较小，市场回补空间不是太大。

即使居民部门存在一定规模的超额储蓄，以及国内经济恢复将带来居民收入改善，但居民较为低迷的预期和平均消费倾向都需要时间来扭转和修复，消费恢复不会一蹴而就。

图表9：居民消费意愿仍然偏低



资料来源：Wind、粤开证券研究院



4、服务消费和服务价格或将以更平稳的步伐恢复

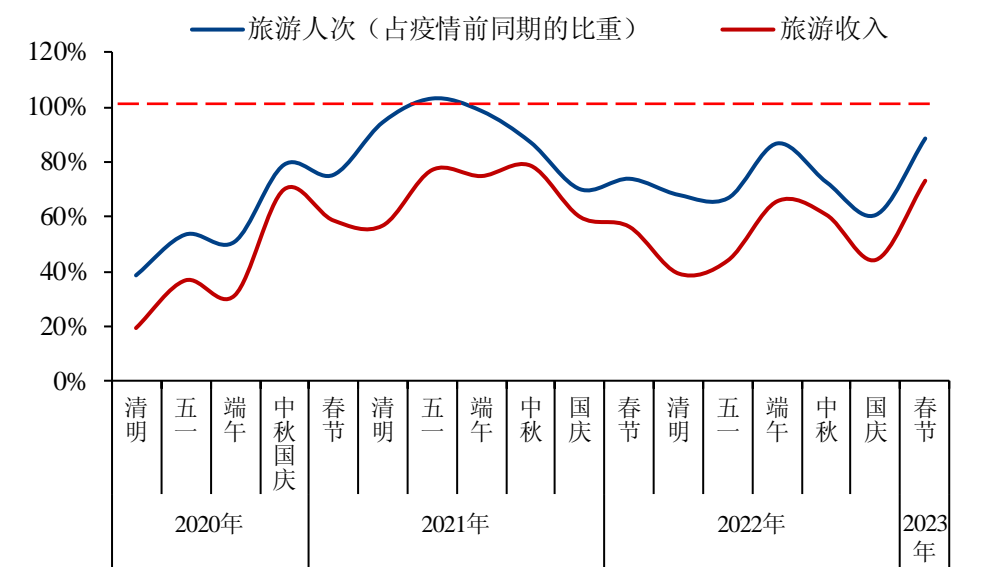
服务通胀是市场最担心的分项，也确实出现了局部的消费火热场景，但总体上仍低于市场预期。

第一，市场预期的报复性消费缺席，服务消费平稳恢复。今年春节假期，国内旅游人次和旅游收入分别仅恢复至 2019 年同期的 88.6%和 73.1%，意味着人均旅游支出下降了 17.5%。旅游价格方面，1 月环比上涨 9.3%，也仍处于合理区间。

第二，劳动力供给充足，不会像美国那样出现“工资-通胀螺旋”。受三年疫情冲击，服务业供给存在一定程度的收缩，随着消费需求回暖，短期内加剧了价格涨幅。但随着市场回暖，供给也将逐步修复。12 月国内城镇调查失业率仍有 5.5%，其中 16-24 岁青年失业率更是高达 16.7%。

第三，服务价格的修复空间实际上并不大。以受疫情冲击最大的旅游行业为例，从定基指数来看，尽管近几年中价格曾出现大幅下滑，但不改长期增长趋势，且从当前价格水平来看，与潜在趋势水平也相当接近。

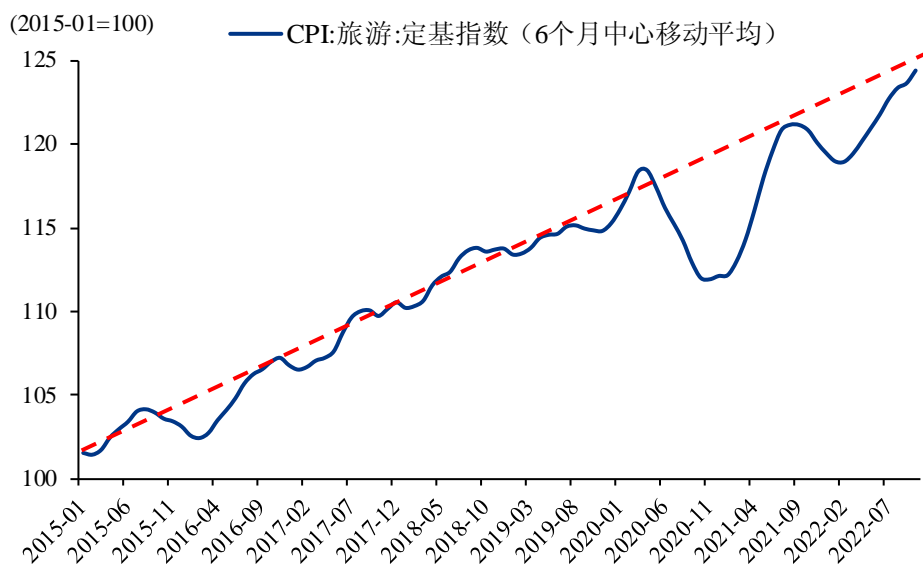
图表10：2023 年春节旅游人次和旅游收入仍低于 2019 年同期



资料来源：文化和旅游部、粤开证券研究院



图表11：当前旅游价格水平与潜在趋势水平差距不大



资料来源：Wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com