



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



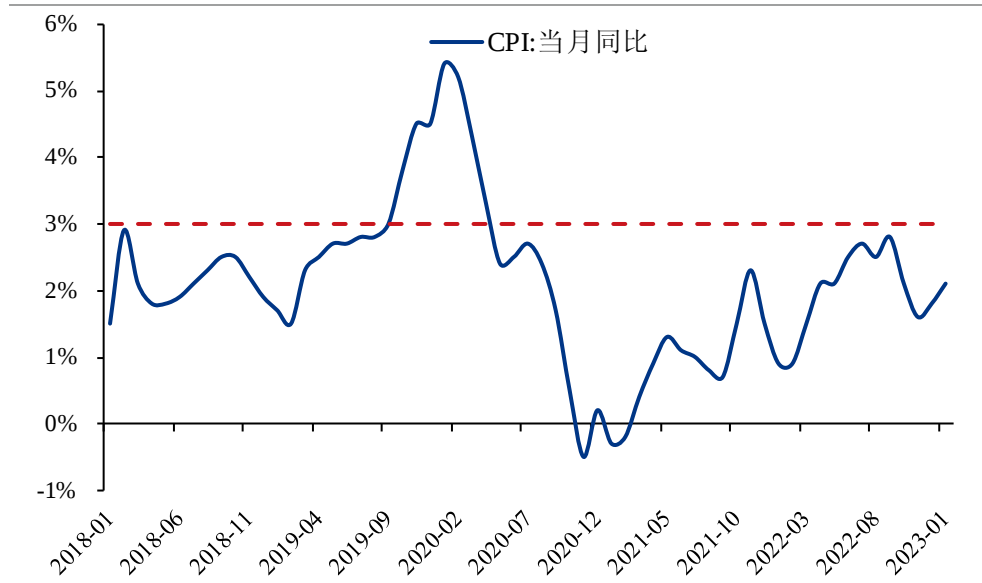
一、通胀压力抬头？央行的担忧与市场的反应

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

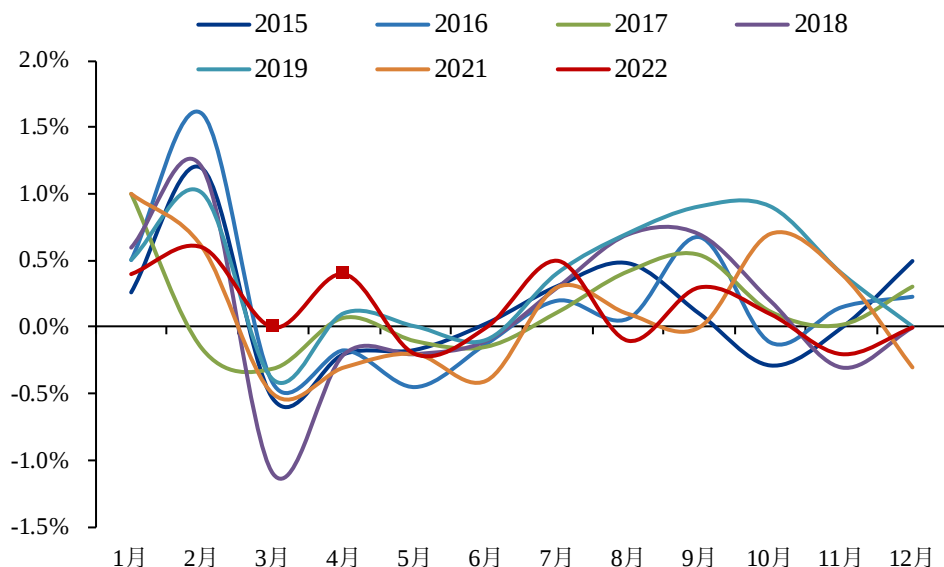
1月CPI同比是判断今年通胀走势的重要指标。

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



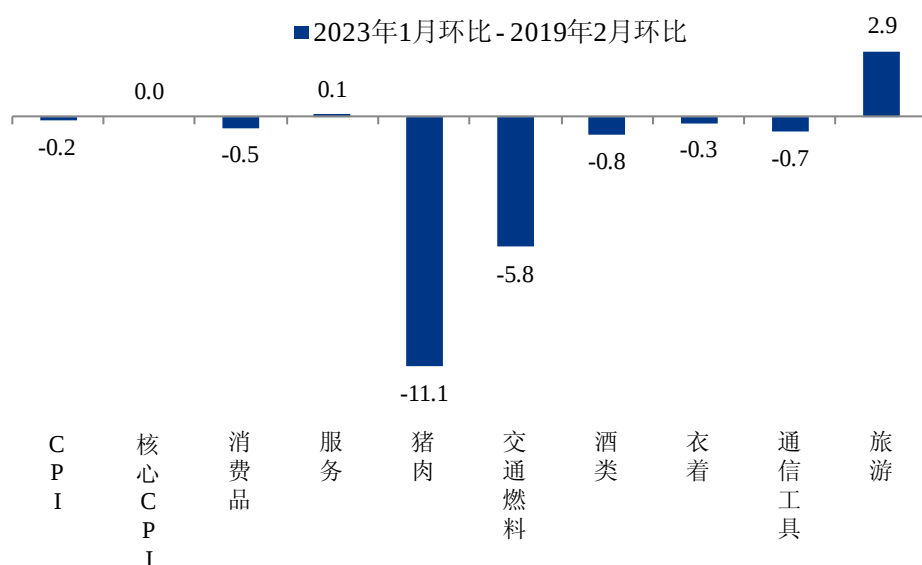
资料来源：Wind、粤开证券研究院

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。

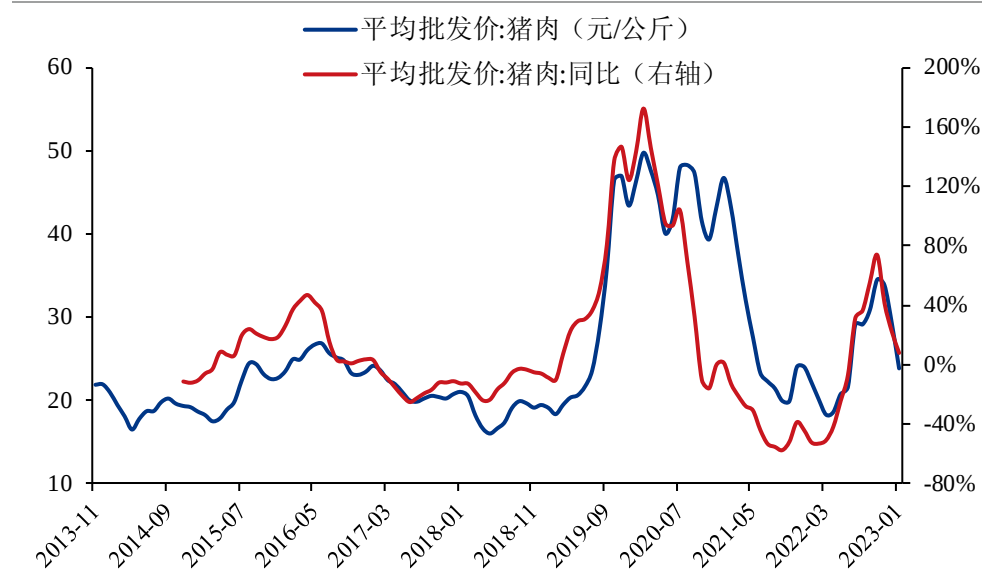
1、上半年猪肉价格保持低位，下半年或迎来猪周期重启

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。

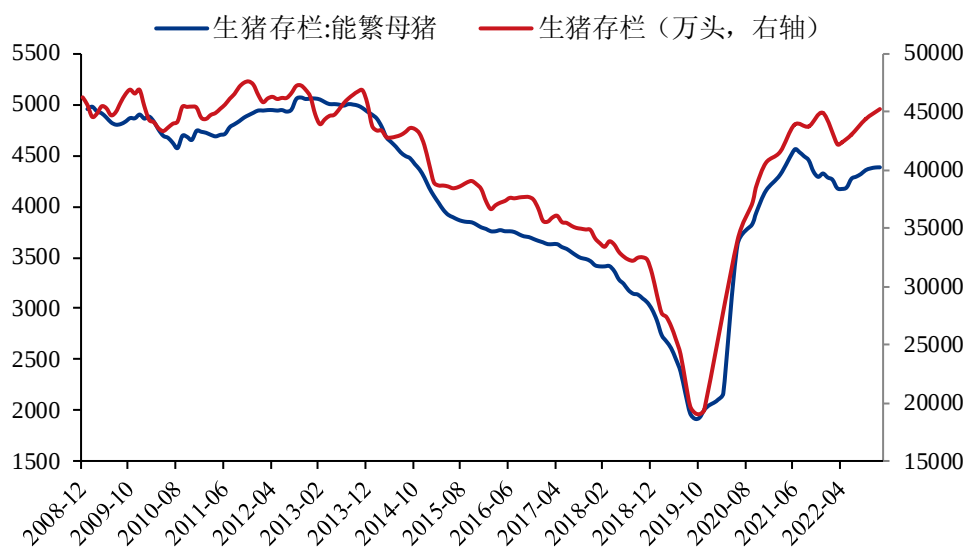
图表5：本轮猪周期的上行周期显著短于前几轮



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表6：当前生猪产能充足



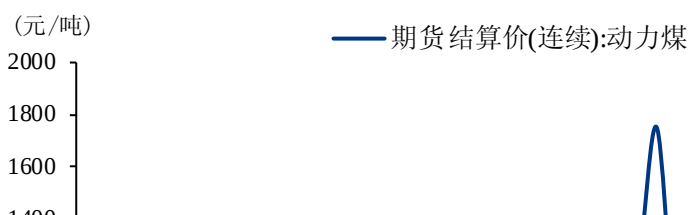
资料来源：Wind、粤开证券研究院

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，全球经济增速将从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



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52119

