

## 广发宏观

## 仍存暗流：2023年通胀环境展望

分析师：郭磊

分析师：贺骁束



SAC 执证号：S0260516070002



SAC 执证号：S0260517030003



SFC CE.no: BNY419



021-38003572



021-38003572



021-38003589

guolei@gf.com.cn

hexiaoshu@gf.com.cn

请注意，贺骁束并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 报告摘要：

- 中国避开本轮全球高通胀主要源于三个因素：一则中国是制造业中心之一，全产业链特征、强供给能力有效规避了本轮供应链波动、航运波动；二则中国以煤炭为主体的能源架构、快速保供稳价的能力，以及“先立后破”的新能源体系建设思路，有效规避了本轮能源通胀；三则是短期居民生活半径缩短，叠加房地产行业快速调整，分别抑制了消费服务需求和工业品需求。从上述框架看，2023年PPI将触底回升，但依然有望维持一个对相对偏低的中枢；CPI通胀存在隐性的上升动能。

中国是全球制造业中心之一，是拥有（联合国产业分类）全部工业门类的唯一国家，2020年货物出口规模占全球比重达15.1%；2020年中国工业制成品出口规模占全球比重达19.5%。整体而言，我国制造业全产业链特征、强供给能力一定程度上规避了全球供应链波动和航运波动。

中国能源结构立足自身资源禀赋，形成以煤炭为主体的传统能源架构；煤炭进口占总供给比重虽小幅上行，但整体比例仍低于10%。在“双碳”领域，“先立后破”思路保证了供给的稳定性。2023年下半年，能源价格也一度波动较大，而针对煤炭领域保供稳价的政策快速推进，较大程度缓解了海外通胀压力的内部传导。

疫情背景下消费的偏弱、地产增长数据的下台阶分别抑制了消费品和工业品需求。2020年至今，第三产业GDP复合增速相较疫情前回落幅度最大；地产销售和地产投资增速三年复合增速分别为-5.9%和1.3%，相较2015-2019年复合增速显著下行。消费地产“双承压”对内生通胀形成较强约束。

- 影响2023年国内工业品通胀的主要逻辑包括四点：其一上半年基数效应相对偏高，单纯从基数因素看，明年PPI或呈前低后高的“V型”走势。其二是欧美经济放缓趋势抑制原油等大宗品需求，供给是否有缺口存在不确定性；其三是地产政策密集叠加，已经在深度负增长状态的地产投资明年有大概率较今年好转，从而对钢材、水泥、化工、有色等需求形成一定带动；其四是碳中和背景下煤企资本开支相对谨慎，经济回升的过程中国内煤炭热值缺口仍将一定程度存在。

今年上半年基数效应相对偏高，明年PPI整体形态或呈前低后高“V型”走势。今年前三季度PPI定基指数均值分别录得112.4、112.4、111.9，大体呈逐季回落趋势。因此若假设未来定基指数逐月维持在10月均值即111.6水平，则PPI同比受基数效应影响，明年上半年会进一步回落至-2.4%左右底部区间，然后逐步回升。

在库存周期回落和货币政策收紧的双重影响下，美国经济继续回落的趋势相对确定。欧洲经济的脆弱性要高于美国，通胀偏高对应被动加息，经济未来下行趋势更为确定。俄乌冲突尚未缓和背景下，全球能源供给格局面临不确定性。基准情形明年原油或面临“供需双弱”格局，在没有强冲击的中性假设下，按照“需求影响方向，供给影响斜率”的经验大致判断，2023年油价中枢或于韧性中小幅放缓。

地产政策密集叠加，地产投资明年大概率较今年有所恢复，从而对钢材、化工及有色需求形成提振。目前三四线地产销售占比接近 70%，保交楼等纾困政策在遏制经营风险的同时，对三四线居民预期修复逐步形成积极影响。经济预期的好转和需求端政策的进一步放松有助于稳定一二线刚需。同时，地产作为受渠道及线下场景约束的服务性行业，疫情影响弱化亦会驱动销售好转。考虑到投资周期一般略滞后于销售周期，伴随着需求修复和销售回款改善，明年地产施工端大概率低位修复，钢材、水泥、有色、化工等主要工业品存在需求支撑。

煤炭供给结构仍旧偏紧，伴随经济修复或将放大煤炭热值缺口。供给端约束一是去年四季度核增产能投放接近上限，叠加安全监察等约束性政策加码，主产地增产保供产能形势仍较严峻。二是碳中和背景下新矿井投产意愿严重不足，新建产能直至投产环节均存在瓶颈。三是疫情尚未达峰背景下，煤炭集运、生产等供应链周转问题仍受劳动力紧缺等多方面因素制约。结合国内经济修复确定性偏强，煤炭供需缺口仍然局部存在。

- **影响 2023 年国内消费品通胀的主要逻辑包括五点：其一是基数因素，猪价基数于今年 3 月录得年内低点，7 月起基数显著抬高，翘尾效应影响下明年 CPI 整体或呈前高后低分布；其二是消费环境打开，带来消费和服务业的环比修复，部分产品和服务不排除短期需求斜率明显大于供给；其三是疫情期间“超额储蓄”的存在，它表现为目前的高 M2，它释放的过程可能会在特定时段助推消费脉冲，并带动核心 CPI；其四是房租目前处于中性偏低区间，地产端预期修复或对租金形成滞后拉动。其五是受地缘政治冲突影响，以及供给结构偏紧约束，粮价中枢仍具一定粘性。**

2022 年上半年基数相对偏低，一季度为年内基数最低点，7 月起基数显著抬高，翘尾效应影响下明年 CPI 或呈前高后低分布。若假定四季度至明年猪肉价格维持在当前水平，则猪价同比明年 1-3 月将逐月回升至 52%、67%、84%；此后基数效应走高，猪价同比将逐季回落至 56%（明年二季度末）与 9%（明年三季度末）。即单纯考虑基数效应影响，明年 CPI 高点或将落于上半年。除基数效应外，2023 年猪肉价格在需求端的主要驱动还是餐饮部门的需求恢复；同时供给端亦存在偏紧的预期。

消费环境随社交半径逐步打开，短期消费与服务修复脉冲较为确定。海外防疫优化后的消费复苏进程显示：每一轮优化均伴随 1-2 个季度左右的服务消费环比脉冲；管控优化后增长最快的是交运、食品和住宿、娱乐服务、休闲文化等品类。整体而言，明年消费大致对应环比中枢逐季回暖的过程，预计 Q2-Q4 消费环比增速分别为 0.2%、0.3%、0.4%。CPI 教育文化及娱乐、交通通信、医疗保健等核心通胀分项均存在拉动。

“超额储蓄”释放的过程也会进一步助推消费脉冲。央行储户问卷调查下“更多储蓄”占比，Q2-Q3 已升至 58% 以上的历史高位区间；2020-2022 年（截至今年 6 月）城乡居民存款余额复合增速高达 13.1%、13.6%、13.2%，相较 2017-2019 年 6.9% 三年复合增速显著上行。受疫情影响居民收入预期显著下降，居民消费信心脆弱，系储蓄率水平被动上行的主要原因。因此若未来消费环境、经济预期出现明显的正向变化，目前偏高的居民超额储蓄将对对应较为确定的消费释放空间，并进一步影响核心 CPI。

房租目前位置处于中性偏低区间，地产端预期修复或对租金形成滞后拉动。前述部分我们提到，明年施工端低位修复对工业品通胀的直接拉动，实际上地产端预期修复亦将通过租金等分项影响消费品通胀。其逻辑一是“保交楼”政策引导下，竣工端按期交付有助于稳定居民购房信心，历史上 CPI 房租分项与二手住宅挂牌交易指数密切相关；其逻辑二是房租调整通常存在一定粘性，体现为经济预期修复、失业率边际改善的滞后确认指标。

地缘政治冲突叠加供需紧平衡，粮食价格仍具一定粘性。首先受地缘政治影响，全球农产品供给矛盾尚未彻底解除，叠加冬季弱拉尼娜现象重启，短期国际粮价仍有上行逻辑。其二是国内玉米种植面积预计稳中趋降，需求端则受养殖端补栏支撑。其三是小麦、稻谷等主粮受饲用、深加工等替代需求支撑，结合全球小麦库存中性偏低事实，主粮价格稳中偏强概率较大。

- **我们基于翘尾效应与新涨价因素对 2023 年 PPI、CPI 分布进行测算。中性情形下 CPI 季度环比增速参照 2011 年同期季度环比，对应类似的猪周期位置；PPI 季度环比增速参照 2016 年同期季度环比，对应国内经济增速底部回升，工业品价格逐步走出负增长区间。从分布上看，明年 PPI 逐季回升趋势不变，中性情形下四个季度 PPI 中枢分布均值大致为 -0.8%、-0.4%、0.2%、1.8%，全年均值为 0.2%；CPI 增速则呈逐季回落，中性情形下四个季度 CPI 分布均值大致为 2.4%、2.1%、2.0%、1.8%，全年均值为 2.1%。**



**PPI 中性情形：明年 Q1-Q4 分布逐季回升，二季度大概率由负转正，中性情形四季度读数升至 1.8%。**其隐含假设有二：其一是假定今年四季度 PPI 定基指数维持今年 10 月水平。其二是假定明年 PPI 季度环比增速，分别取 2016 年同期季度值，对应国内经济增速底部回升，工业品价格逐步走出深度通缩过程。则对应中性情形下 PPI 季度同比分别为-0.8%、-0.4%、0.2%、1.8%，全年均值为 0.2%。

**CPI 中性情形：明年 Q1-Q4 分布逐季回落，四季度大概率回落至 2%以内，中性情形年度均值 2.1%。**中性情形明年 CPI 季度环比分别取 2011 年同期季度值，即对应第二轮猪周期的次年价格分布。则对应中性情形下 CPI 季度同比分别为 2.4%、2.1%、2.0%、1.8%，全年均值为 2.1%。值得注意的是 2011 年核心通胀处历史最高区间，且预计本轮猪周期回落时点相较 2011 年同期更早。即不排除下半年 CPI 测算值存在潜在高估。

- **特别值得注意的是，PPI 周期可能会是 2023 年宏观面的关键线索。2022 年 PPI 全年向下对应名义增长、企业盈利整体下行。2023 年按照我们的预期，PPI 同步于 CRB 指数周期，很可能在一季度末二季度初确认底部。**这轮 PPI 下行已经 13 个月，过去几轮 PPI 周期，除 2019-2020 年外生冲击下 PPI 下行期较长之外，其余基本在 11 个月-18 个月之间。从内生因素来说，M1 周期领先于 PPI 的调整、汇率领先于出口的调整为 PPI 的出清提供了基础。若 PPI 这一走势形成，对应名义 GDP 周期是逐步往上的，企业盈利不管斜率如何，方向有大概率是逐季往上。这一点对于研究股票、债券定价均有一定的参考意义。

预计本轮 PPI、企业盈利与名义增速触底时点大概率落于一季度末或二季度初。首先是 PPI 的周期性特征：2004-2015 年中国共计四轮 PPI 周期，其中四轮下行期均在 11 个月-18 个月不等，2017-2021 年的 PPI 周期由于存在疫情等外生因素影响，下行阶段长达 39 个月。按照基准情形，始于 2021 年 11 月的第六轮 PPI 下行周期，截至今年 11 月已持续 13 个月左右，因此若按照本轮 PPI 下行期为 18 个月进行保守估计，本轮 CRB 和 PPI 底部可能最晚至 2023 年 4 月前后。

其次从自上而下的视角考察，明年下半年工业品通胀修复亦存在两点宏观线索。其一，经验层面 M1 为内生通胀最有效的领先指标，本轮稳增长背景下政府+海外部门成为推升上半年 M1 的关键因素。按照其周期对于 PPI 四个季度的领先规律，对应明年上半年工业品通缩压力走向缓和，明年下半年内生通胀存在边际修复窗口。其二，人民币有效汇率贬值，逻辑上对应明年（二季度）名义出口的改善过程。贸易渠道下的汇率贬值将于中期提振出口产品竞争力，即对名义出口与通胀修复存在阶段性提振。经验上人民币兑美元汇率同比大致领先名义出口七个季度左右，即对应明年二季度出口条件边际改善。本质上利率、汇率与信用环境均为金融条件的重要组成部分。年初至今无风险利率下行幅度虽较为有限，但汇率贬值及 M1 回升构成了本轮金融条件宽松的主要驱动。而鉴于金融条件宽松直至实体经济传导的时滞性，明年国内宏观基本面及工业通缩压力存在“走出谷底”的正向预期，企业盈利随名义增速逐季改善为大概率事件。

- **我们进一步谈一下明年价格端可能存在的结构性机会：一是煤炭等领域阶段性的供需错配预期差，以及美元和全球流动性度过压力峰值时段的大宗商品价格；二是居民生活半径打开背景下的猪肉价格、接触型服务类价格；三是地产链尤其竣工端相关的工业品价格；四是超额储蓄释放将带来消费扩张，“超额储蓄”如果是结构性的，则释放过程可能对可选消费、消费升级产品的影响较大。**

其一是目前国内煤炭资本开支及供应链周转效率偏低，且北方采暖季保供任务依然较为严峻，因此明年一季度煤炭等领域或存供需错配预期差。此外，全球流动性拐点度过压力峰值，金融属性偏强的大宗商品存在反转预期。

其二是伴随各地疫情防控政策重大优化，餐饮旅游等服务业消费存在较强拉动。此外生猪受腌腊需求及冷冬影响，短期消费或存在季节性脉冲。

其三是地产链整体存在均值修复预期，受益行业包括家电、建材装修等可选消费领域，以及有色、部分化工品等竣工端大宗商品。

其四是“超额储蓄”释放过程的结构性。若中高收入群体“超额储蓄”占比较高，则可选消费、商务服务领域存在预期差。

- 整体而言，本文是基于相对中性的假设，暂时没有把通胀高斜率上行当作基准。从投资倚重于大概率事件的角度来说，这一点应是合理的，目前并未有高通胀启动的明确证据。但疫情后的通胀是一股“暗流”，尤其往中期比如 2024 年看。一则三年疫情背景下，供给端的工业过剩产能可能有一个进一步的出清；二则随着经济逐步好转，企业中长期投资意愿也会修复，将带动资本开支倾向，并会向上下游传递，形成乘数效应；三央行如所指出的，“M2 增速处于高位，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应”。对于中长期通胀的评估，我们不能纯粹建立在 2022 年（消费、地产双承压）和 2023 年的（经济修复初期）的情形之上，在 2021 年《通胀的长周期特征及其宏观基础》中，我们有过详细阐述。
- **核心假设风险：**工业品过剩产能呈现进一步出清，企业中长期投资意愿回暖推升通胀，疫情政策优化导致消费品价格上行斜率超预期

## 目录索引

引言：本轮国内通胀缘何与海外呈现较大背离 .....	7
一、明年工业品通胀研判 .....	9
二、明年消费品通胀研判 .....	14
三、明年 PPI 与 CPI 增速分布与趋势 .....	18
四、PPI 周期、名义增长与企业盈利 .....	20
五、明年价格端的结构性机会 .....	22
六、价格走势上可能出现的三点意外 .....	23
七、风险提示 .....	24

## 图表索引

图 1: GDP 中三大产业的复合增速 .....	8
图 2: 假定定基指数不变下的 PPI 分布 .....	9
图 3: 美国库存周期与耐用消费品通胀 .....	10
图 4: 美国非农职位空缺数领先服务类通胀 .....	10
图 5: WTI 原油期货价与区域 DUC 油井数 .....	11
图 6: WTI 原油期货价与区域新钻油井数 .....	11
图 7: IPE 布油价与焦煤期货价 .....	12
图 8: 精炼铜产能利用率与电力基建增速 .....	12
图 9: 精炼铜产能利用率与基建增速 .....	12
图 10: CRB 指数与 PPI 同比 .....	13
图 11: 假定定基指数不变下的 CPI 分布 .....	14
图 12: 央行调查问卷“更多储蓄占比” .....	15
图 13: 城乡居民存款余额增速 .....	15
图 14: 城镇调查失业率同比领先核心 CPI .....	16
图 15: 联合国粮农组织价格指数 .....	17
图 16: PPI 明年分布预测 .....	19
图 17: CPI 明年分布预测 .....	19
图 18: M1 同比领先 PPI 增速约三个季度 .....	21
图 19: 人民币有效汇率同比领先出口增速四个季度 .....	21
图 20: 美元指数与伦敦金价格 .....	24
图 21: 美元指数与美欧核心通胀剪刀差 .....	24

## 引言：本轮国内通胀缘何与海外呈现较大背离

回顾今年全球商品表现，整体可概括为“基本面预期与现实博弈轮动”相交织的局面。上半年地缘风险冲突与商品供需矛盾显现，国际大宗商品轮番呈现高波动偏强运行的态势，国内大宗商品受其影响亦呈现回升趋势。下半年地缘政治风险整体回落，然而美国核心通胀畸高引发美联储货币政策显著收紧，衰退预期升温成为商品主导逻辑。国内经济整体则受疫情与房地产调整影响，内需工业品表现整体低迷。整体而言全球通胀呈现结构分化与波动率偏高的罕见特征；而全年国内PPI中枢仍处于低波动逐季下行走势，下半年CPI中枢虽有所回升，但总体处于政策合意区间。

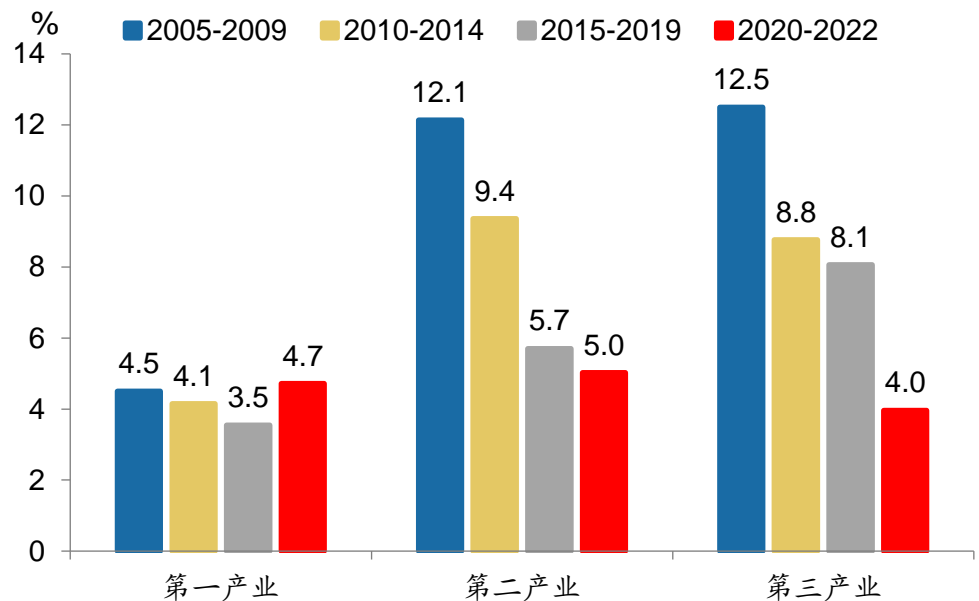
中国避开全球通胀主要源自三个因素，其一是全球制造业中心&全产业链特征。<sup>1</sup>其一是供应链配套完整度，我国共计拥有41个工业大类+207个中类+666个小类，为全世界唯一拥有（联合国产业分类）全部工业门类的国家。其二是产业链依存度，全球186个国家和地区，2021年以中国为第一大出口目的国家为共计为33个，而以中国为第一大进口来源地的国家为65个。其三是货物出口规模，2021年我国货物出口规模达3.36万亿美元，占全球比重达15.1%。其四是工业制成品出口规模，2020年中国工业制成品出口规模占全球比重达19.5%，显著高于美、德、日等制造业大国。整体而言我国制造业全产业链特征、强供给能力一定程度上规避了全球供应链波动。去年11月至今，贸易失衡背景下的全球供应链调配失序问题初步缓和，航运价格回落带动我国工业品通胀中枢下行。

其二是我国以煤炭为主体的能源架构和“先立后破”的新能源体系建设思路，有效规避了本轮能源通胀。疫后全球大宗商品主要面临地缘政治、供应链扰动、资本开支低迷及全球碳中和等供给约束。今年上半年全球能源与农产品价格中枢显著上行，标志着全球通胀范式已出现系统性改变。我国能源结构则立足自身资源禀赋，形成以煤炭为主体的传统能源架构：2021年我国煤炭产量消费均位居全球首位。而近年来受供给侧改革与产能约束影响，我国煤炭进口占总供给比重虽小幅上行，但整体比例仍低于10%。“双碳”阶段，我国“先立后破”的新能源体系确立了煤炭、油气与新能源综合协调发展的建设思路：即碳达峰阶段能源结构转型以增量替代为主、依靠化石资源保障能源供应，突破清洁能源快速发展瓶颈；而碳中和阶段能源转型则以存量调整为主，最终形成煤炭、油气与新能源三足分立的能源格局。去年四季度至今，发改委针对动力煤领域保供稳价的政策推行，较大程度的缓解海外通胀压力内部传导，并在保障电力供应、能源安全的同时亦对于煤价上行斜率形成约束；而近几年清洁能源装机容量的显著增长，除对传统能源的供给自调整形成额外约束以外，亦增加了国内能源供给的结构弹性，能源价格稳定性显著增强。

最后是疫情背景下居民生活半径缩短，叠加今年房地产行业的快速调整，分别抑制了消费需求和投资需求。疫情对消费端的负面冲击，我们可通过宏观微观两个视角进行考察。宏观层面首先是GDP缺口：2020年至今一二三产GDP复合增速分别为4.7%、5.0%、4.0%，鉴于2005-2019年，第一产业GDP复合增速区间为3.5%-4.5%，第二产业GDP复合增速区间为5.7%-12.1%，第三产业GDP复合增速区间高达8.1%-12.5%。2020年至今受疫情影响，一二三产GDP复合增速分别较历史最低值回升1.2%、回落0.7%、回落4.1%，其中三产GDP增速较疫情前回落幅度最大。微观层面可以通过地铁客运量（代表居民社交半径，反映城市消费活跃度）进行管中窥豹，今年五月以来，十大城市地铁客运量同比显著下行且多数时段落于负值区间，区域疫情散发导致接触性消费需求骤降，因此消费增速随地铁客运量数据同步承压。

地产端数据：今年前10月地产销售累计增速录得-22.3%，刷新自20年4月以来新低；2020年至今地产销售三年复合增速仅为-5.9%，2015-2019年复合增速达7.3%。2020年至今房地产投资三年复合增速仅1.3%，2015-2019年复合增速达6.8%。整体而言，消费与地产“双承压”无疑对今年核心通胀、内需工业品价格形成约束。

图1: GDP中三大产业的复合增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

<sup>1</sup> <https://www.cet.com.cn/wzsy/cyzx/3246906.shtml>

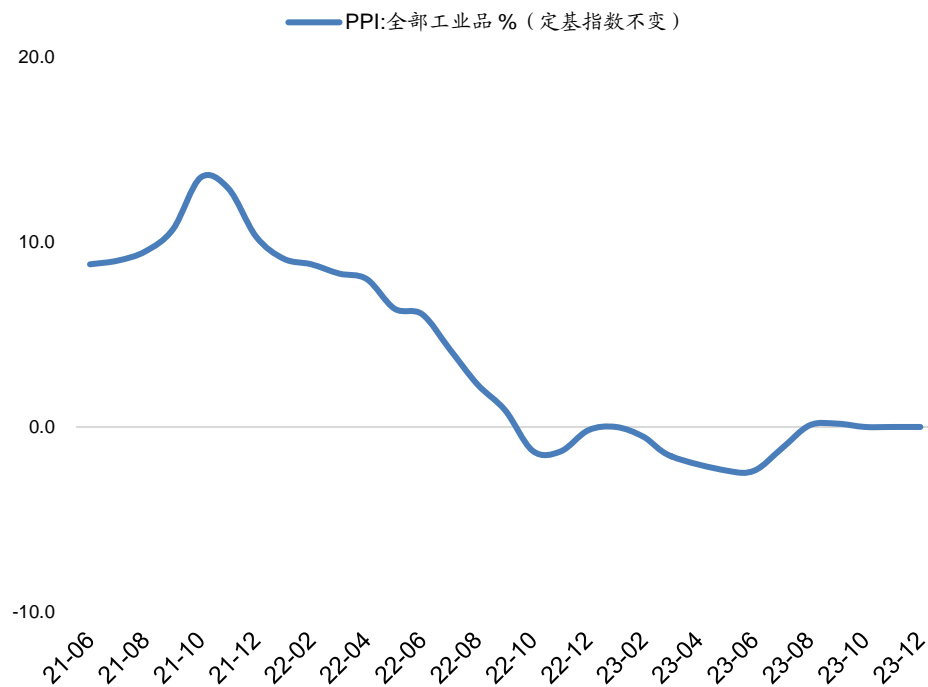


## 一、明年工业品通胀研判

关于PPI未来分布及形态，首先应考虑基数效应。11月PPI同比读数录得-1.3%，增速录得近两年来新低。鉴于去年能耗双控背景导致煤价显著上行，实际上高基数为近期PPI转负的重要原因。从分布上考察，今年前三季度PPI定基指数均值分别录得112.4、112.4、111.9，如果11-12月维持在10月均值的111.6水平，再进一步假定明年定基指数亦维持在当前水平（环比增速为零），则PPI分布受基数效应影响，明年上半年将进一步回落至-2.4%左右底部区间；此后基数效应走低，下半年PPI增速亦将逐步升至0%左右。即整体形态呈前低后高的“V型”走势。

从PPI贡献较大的行业考察，原油、煤炭、钢铁、有色等内外需工业品为分析重点。按照定义，PPI统计范围包括1638个基本分类的20000多种工业产品价格，而以①40个工业行业营收值作为权重、结合②相关行业价格波动率综合考虑，则石油与天然气开采业、煤炭开采与采选业、黑色金属冶炼压延业、有色金属冶炼压延业贡献较大，另外非金属矿物制品即建材行业、化学原料制品即化工行业贡献亦较大。从基本面逻辑来看：一则原油、能化属于外需工业品，二则煤炭、钢铁与非金属建材逻辑集中在国内，三则有色金属供给主要来自海外，而需求端主要受国内影响，即同时兼具较强的金融属性，在此按照三分法进行分析。

图2：假定定基指数不变下的PPI分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**受海外经济下行影响，目前原油需求端已初步回落：**目前原油需求仍以海外发达国家为主，因此俄乌冲突尚未缓和背景下，6月至今油价中枢受衰退预期影响出现回落。此外由于美联储持续加息（金融条件抑制）、通胀恶化（削弱消费动能）及金融市场动荡（财富效应趋弱）影响，美国居民消费以及企业融资活动受到抑制，密歇根大学消费预期指数落于近十五年新低区间。耐用消费品需求方面，地产端可选消费如家电家具、二手车等核心商品通胀亦显著回落。

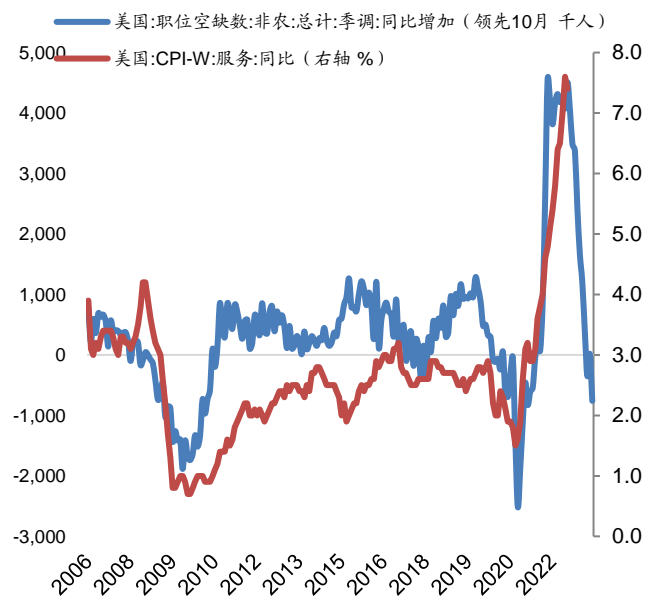
**展望未来，欧美经济延续回落概率较高：**首先美国制造业与地产景气度受金融条件制约已确定性回落，体现为制造业PMI已降至疫情前新低。而从库存周期视角看，美国制造业库存自今年初触顶目前已高位回落逾3个季度，经验规律之下后续仍有3-5个季度的去库阶段。其次劳动力市场紧缺已现初步缓和，新增岗位与计划加薪企业比例见顶迹象出现。鉴于当前劳动参与率仍相对偏低，因此劳动力市场降温信号大概率源于企业招工需求转冷，而计划加薪比例与非农职位空缺数对薪资增速存在领先，亦预示未来服务通胀上行斜率放缓。美债收益率曲线倒挂预示衰退风险渐进。经验上收益率曲线倒挂将抑制金融机构信贷扩张，经济活动趋于收缩。目前亚特兰大联储GDP环比预测已连续两个季度转负，美国经济衰退预期进一步上行。最后鉴于欧洲能源结构矛盾突出，经济脆弱性与抗风险能力均弱于美国，经济下行压力则更为确定。IMF最新预测显示，2023年全球经济增速或放缓至2.7%，较2022年经济增速预测值下调0.5%。不过值得注意的是，由于原油必选消费属性，因此海外成品油需求通常较为“韧性”，即需求端确定性回落的拐点通常需要更高的价格或更长的时间进行反应。

图3: 美国库存周期与耐用消费品通胀



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

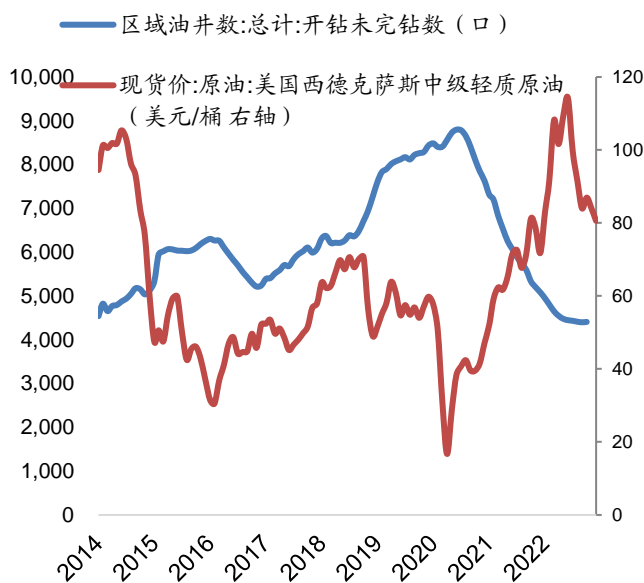
图4: 美国非农职位空缺数领先服务类通胀



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

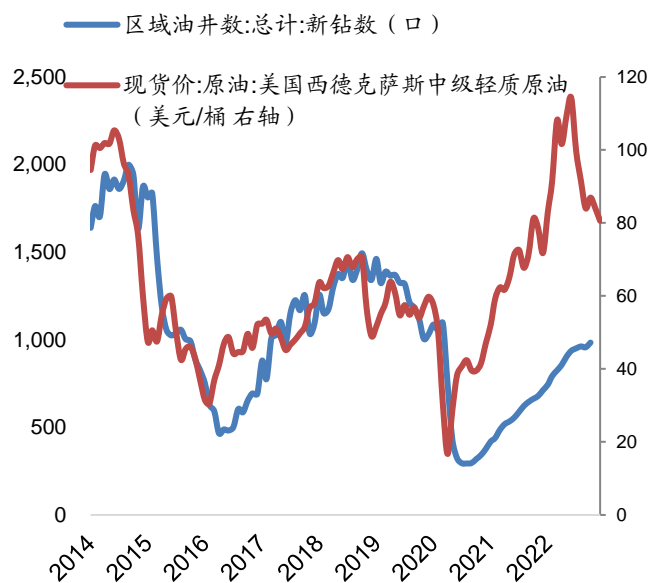
**未来原油供给瓶颈仍然存在：**目前OPEC减产已尘埃落定。从中期而言，制约原油供给端核心矛盾仍在于资本开支长期低迷：其一是OPEC+目前具备潜在产能的国家仅包括沙特、阿联酋与俄罗斯等国，中小产油国难以释放空余产能缓解供需矛盾。其二是伊朗核协议谈判僵持，伊朗重返原油市场仍需时日。最后值得关注的是受美联储货币政策收紧影响（美国BBB级企业信用利差已升至两年新高区间），页岩油企业增产计划相对谨慎，体现为美国区域油井新钻数仍低于2019年末水平。综合以上判断，按照“需求影响方向，供给影响斜率”的经验大致推演，2023年油价中枢或于韧性中小幅放缓。

图5: WTI原油期货价与区域DUC油井数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

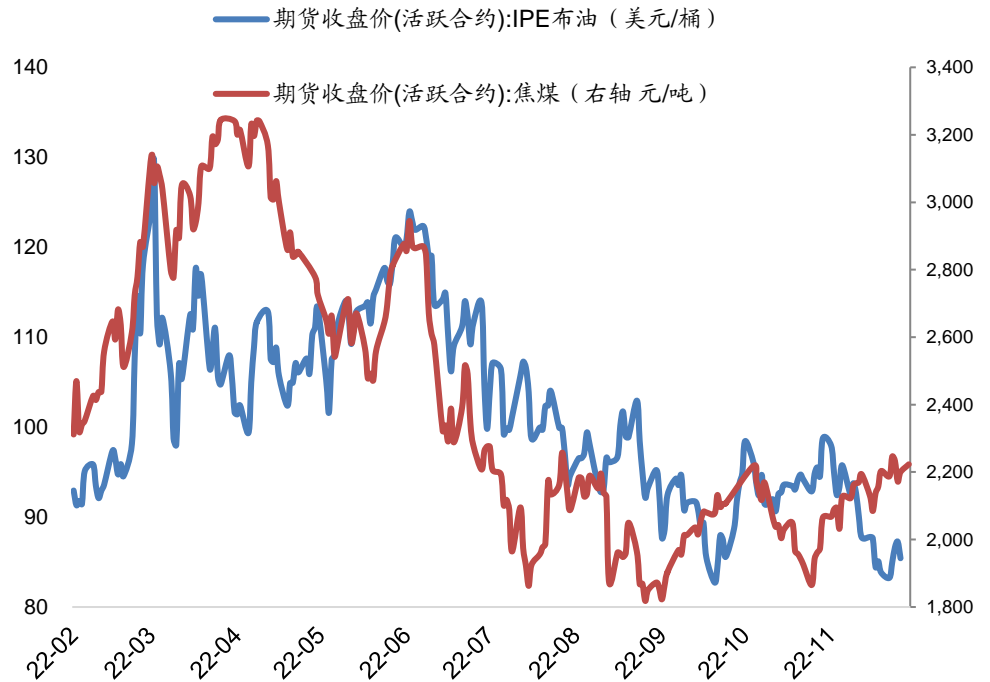
图6: WTI原油期货价与区域新钻油井数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

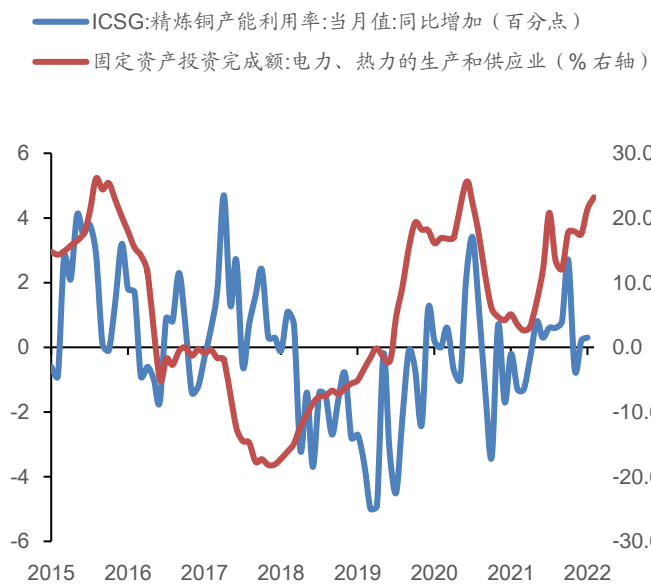
**煤炭供给结构仍然偏紧，伴随经济修复或将放大煤炭热值缺口：**国内目前正值冬储供暖旺季，政策端对于关键领域“保供稳价”虽仍较为关注，但国内供给端仍存在局部隐忧：其一是去年四季度核增产能投放接近上限，叠加安全监察等约束性政策加码，主产地增产保供产能形势仍较严峻，体现为煤企目前产能利用率偏低。其二是碳中和背景下新矿井投产意愿严重不足，煤企资本开支相对谨慎且主要用于设备维护等领域，新建产能直至投产环节均存在瓶颈。其三是疫情尚未达峰背景下，煤炭集运、生产等供应链周转问题仍受劳动力紧缺等多方面因素制约。结合海外煤炭进口端不确定性增加，国内经济修复确定性较强，煤炭供需缺口仍然局部存在。最后是价格端表现，去年四季度至今国际能源价格走高，（除4月受疫情冲击以外）煤价整体表现与国际油价趋势性一致，表明海内外大宗商品联动性增强。

图7: IPE布油价与焦煤期货价



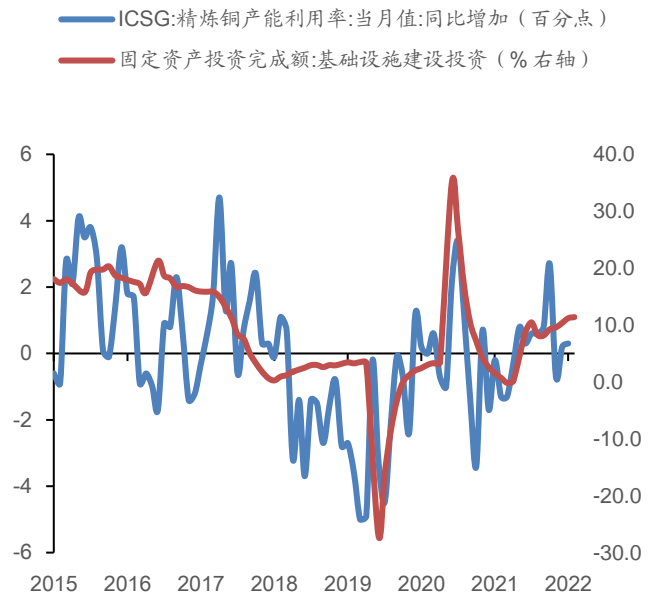
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 精炼铜产能利用率与电力基建增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 精炼铜产能利用率与基建增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

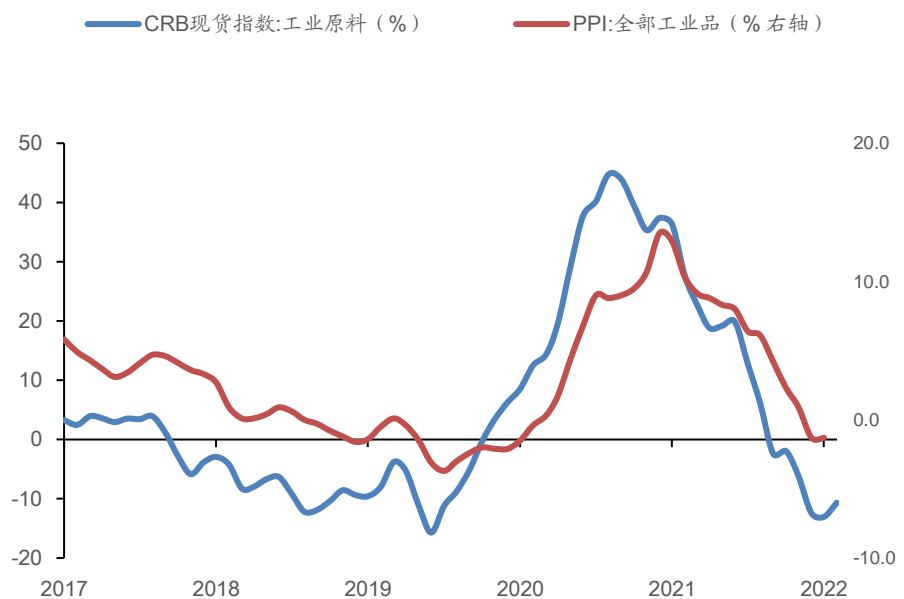


**政策密集叠加，地产投资明年大概率较今年修复。**本轮地产危机本质可总结为：高周转模式下房企通过预售资金等无息负债扩表，藉由跨项目调配形成期限错配资金池，最终获得项目与土地升值等资产端“息差”收入。而去年下半年以来，高负债房企债务违约风险逐步蔓延并扩散至销售预期，居民出于对期房竣工端交付的担忧，今年7、8、10月商品房销售面积同比均录得20%以上负增。

目前在保交楼等一系列纾困政策引导下，明年地产销售与投资修复逻辑可期：其一目前三四线地产销售占比已近70%，保交楼等纾困政策在遏制经营风险暴露，保障房企存续基础上合理投融资需求的同时，对居民购房预期修复形成积极影响。其二放松限购限贷、首付比例及房贷利率调整，各地调控政策放松有助于稳定一二线居民合理刚需。其三地产本身作为一种销售受渠道约束、线下场景约束的服务性行业，伴随本轮疫情影响逐步弱化，销售端整体存在均值修复的空间。最后我们假定明年一二线住宅销售维持在5亿平米左右，该数据为16-20年一二线住宅销售均值，而按照七普人均住房面积及年均城镇化提升速率，户籍人口新增带来的一二线城市年均销售大致在5.1-5.7亿平左右。其次再假定三四线城市销售降至7亿平左右，对应14-15年即棚改货币化之前平均水平。保守估计明年全国地产销售面积在12亿平左右，对应销售增速大致回升至正负零区间。

本轮地产政策导向仍旨在打破信用风险的负向传递，稳定开发商合理投融资需求与居民端合理刚需，即在控制行业顺周期无序扩张的基础上，分层化解不良资产与杠杆风险，引导地产行业发展与城镇化需求进一步匹配，实现地产行业的风险出清与合意增长。考虑到投资周期一般略滞后于销售周期，伴随明年需求修复和销售回款的改善，施工端大概率应有所修复，钢材、水泥、有色、化工等主要工业品存在需求支撑。

图10: CRB指数与PPI同比

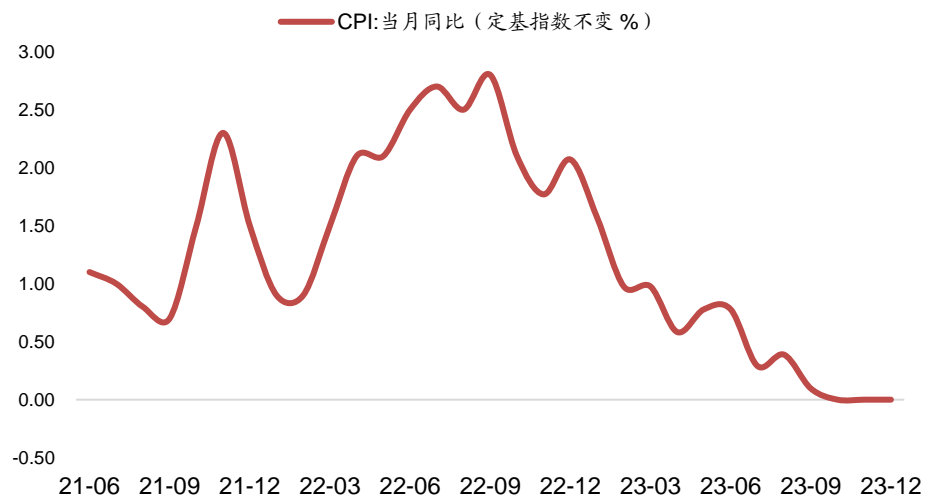


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、明年消费品通胀研判

关于CPI未来分布及形态，首先应考虑基数效应。11月CPI同比录得1.6%，自9月2.8%的高点出现明显缓和，而这一回落幅度目前已和基数抬升有关。因此我们以猪价为参考系，粗略探讨未来CPI基数分布。今年猪价自3月触及年内新低18.3元以来逐季回升，截至12月7日全国猪肉均价已录得32.1元/公斤，而今年1-3季度猪价均值分别录得20.2、20.3、29.7元/公斤。因此若假定猪价维持在当前水平（环比增速为零），则猪价同比受基数效应影响，明年1-3月将逐月回升至52%、67%、84%；此后基数效应走高，猪价同比将逐季回落至56%（明年二季度末）与9%（明年三季度末）。基数效应影响下明年CPI大致整体呈前高后低分布。

图11：假定定基指数不变下的CPI分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

而从CPI影响较大的分项因素来看，猪肉、粮食与核心通胀为分析重点。按照定义CPI共由八个一级分项，共计268个基本子项构成。由于分项较杂且产业逻辑各异，我们依然按照①权重占比及②价格波动率综合考虑。其中畜肉、粮食、交通通信以及居住等核心服务分项是重中之重。

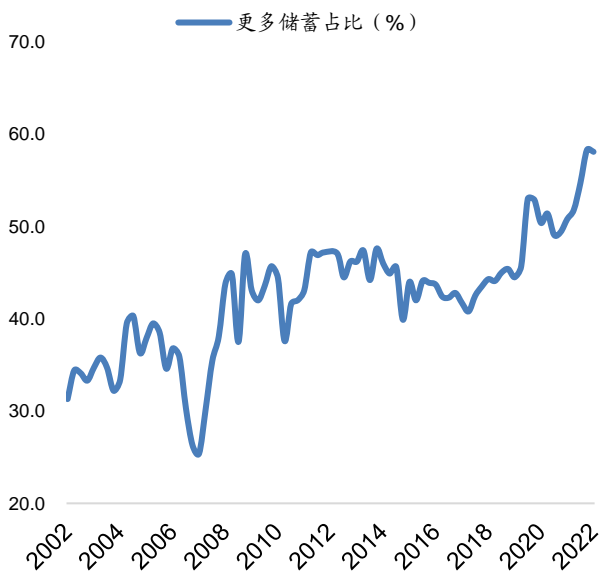
消费环境随社交半径逐步打开，短期消费与服务修复脉冲较为确定：海外疫情政策优化后的消费复苏路径显示：每一轮优化均伴随1-2个季度左右的服务消费环比脉冲，脉冲幅度逐季减弱；其二是管控优化后增长最快的品类是交运、食品和住宿、娱乐服务、休闲和文化；其三是日韩管控优化后，服装鞋类、保健医疗、酒饮、烟草等增速也较放开前有所加快。值得注意的是，不同国家消费修复脉冲持续时间不等、部分消费分项实际增速仍低于2019年同期。整体而言，社交半径逐步优化将带动消费短期脉冲，明年消费大致对应环比中枢逐季回暖的过程，预计Q2-Q4消费环比增速分别为0.2%、0.3%、0.4%。按此逻辑，CPI教育文化及娱乐、交通通信、医疗保健等核心通胀分项均存在拉动。

“超额储蓄”的存在，中期消费与服务逻辑相对确定，全年核心通胀修复为大概率。社交半径修复后的消费脉冲，可理解为消费缺口的短期修复回补，这一过程大致持续约半年左右。而海外防疫优化后的经验显示，中长期消费动能仍由经济内生增长趋势所决定，而目前国内存在两点支撑线索：其一是央行储户问卷调查下“更多储蓄”占比，Q2-Q3已升至58%以上的历史高位区间；其二是2020-2022年（截至今年6月）城乡居民存款余额复合增速分别高达13.1%、13.6%、13.2%，相较2017-2019年6.9%三年复合增速显著上行。受疫情冲击居民收入预期显著下降，消费者信心脆弱，系居民储蓄率水平被动上行的主要原因。因此若未来消费环境、经济预期出现正向变化，目前偏高的居民超额储蓄将对对应较为确定的消费释放空间，进而带动核心通胀中枢回升。

目前居民消费预期，就业环境已出现相对积极的改善信号。其中城镇调查失业率同比增速由4月读数1%（历史新高）降至8月读数0.2%，同期消费者信心指数止跌企稳，消费信心指数的就业分项亦触底回升。鉴于消费者信心指数同比对核心通胀存在7个月的经验领先，结合当前各地防疫政策重大优化，预计明年服务类价格进一步深度通缩的概率偏低。

12月政治局指出“推动经济运行整体好转”及“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，我们理解2023年GDP目标将定在5%以上；同时，<sup>2</sup>教育部指出2023届高校毕业生规模预计1158万人，实现GDP增速的抬升可以创造更多的就业岗位。政策对于增长和就业问题的定位，以及后续扩大内需战略的实施将对对应2023年居民收入预期、就业环境进一步改善。

图12: 央行调查问卷“更多储蓄占比”



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 城乡居民存款余额增速

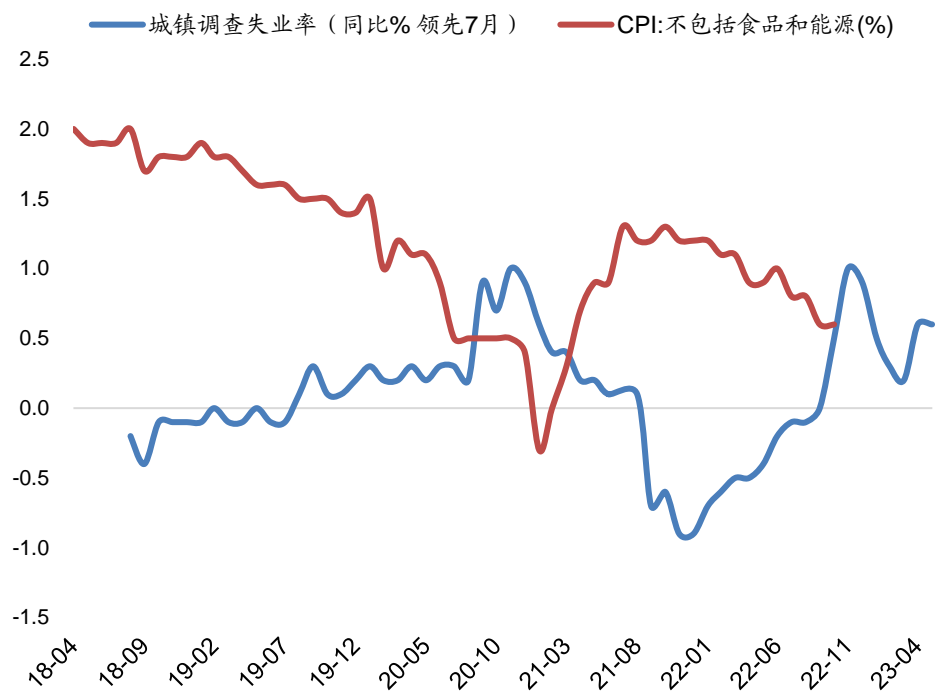


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

<sup>2</sup> [http://www.moe.gov.cn/jyb\\_xwfb/xw\\_zt/moe\\_357/jjyzt\\_2022/2022\\_zt18/mtbd/202211/t20221118\\_995344.html](http://www.moe.gov.cn/jyb_xwfb/xw_zt/moe_357/jjyzt_2022/2022_zt18/mtbd/202211/t20221118_995344.html)

房租目前位置处于中性偏低区间，地产端预期修复或对租金形成滞后拉动。除消费以外，明年经济预期修复的另一条主线为地产链企稳。前述部分我们提到，明年施工端低位修复对工业品通胀的直接拉动，实际上地产端预期修复亦将通过租金等分项影响消费品通胀。其逻辑一是“保交楼”政策引导下，竣工端按期交付有助于稳定居民购房信心，历史上CPI房租分项与二手住宅挂牌交易指数密切相关；其逻辑二是房租调整通常存在一定粘性，体现为经济预期修复、失业率边际改善的滞后确认指标。鉴于领先指标城镇调查失业率同比已初步企稳，预计明年上半年房租价格触底概率偏高。

图14: 城镇调查失业率同比领先核心CPI



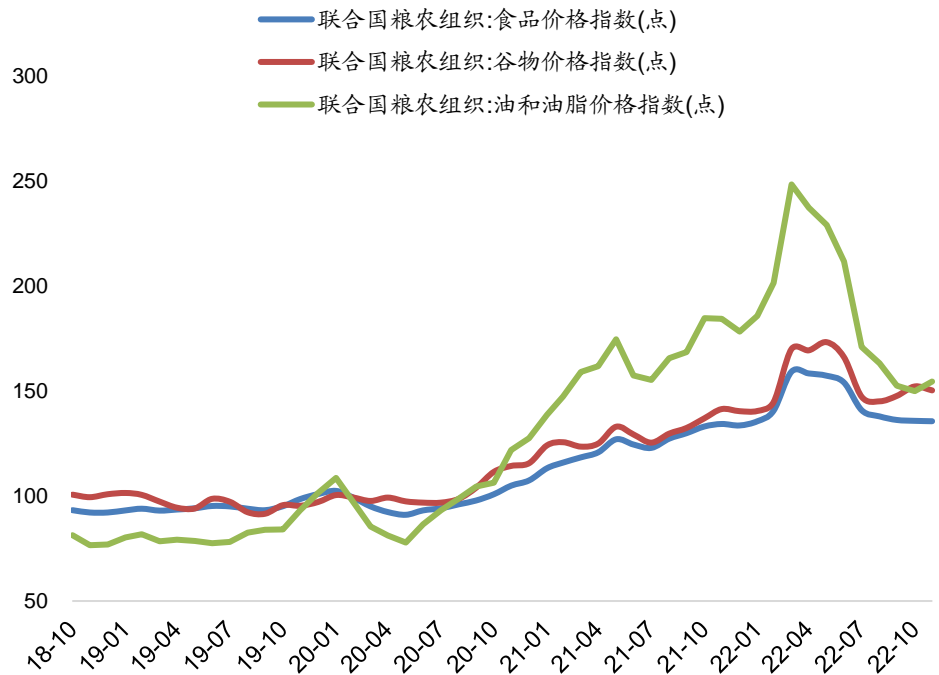
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



**粮食：地缘政治冲突叠加供需紧平衡，农产品价格仍具粘性。** CPI分项中粮食占比与波动均较高。整体而言目前全球粮食供应链面临的首要风险仍来自俄乌冲突，二季度至今全球粮油供应紧缺状况虽局部缓解，但供需矛盾尚未彻底解除，叠加冬季弱拉尼娜现象重启，短期国际粮价仍有上行逻辑。而从国内品种来看：2023年度玉米种植面积稳中趋降，需求端则受养殖端补栏显著增长。鉴于国际玉米供需基本面偏紧局面持续，预计玉米价格仍具备较强粘性。对于小麦与稻谷等主粮方面，由于小麦饲用、深加工等替代需求存在，猪周期上行阶段价格仍具韧性。例如本轮猪周期于今年4月启动，而年初至今豆粕、麸皮价格亦出现联袂上行。海外则受地缘政治与干旱气候影响，全球小麦库存降至中性偏低水平，预计主粮价格稳中偏强概率偏大。最后据USDA最新报告，其再度下调了明年全球玉米、大豆及水稻产量。预计2023年全球玉米产量为11.69亿吨，调减幅度35万吨，饲用及国内消费调增10、74万吨。全球稻米产量下调至5.04亿吨，较10月下调幅度0.3%；而2023种植年全球大豆产量预计3.91亿吨，相较10月减少46万吨。

从中长期视角来看，地缘冲突以及各国防疫政策导致劳动力等生产要素短缺，叠加供应链阻塞、延迟供应等局面延续，近两年农业生产的季节性和周期性被打破。其次受极端天气以及贸易保护升温抬头影响，农产品生产及运输环节流通性受阻，全球粮食分配效率亦显著降低。预计明年粮食价格仍然具存在一定韧性，下半年油价回落或导致粮价中枢小幅下移。

图 15：联合国粮农组织价格指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 三、明年 PPI 与 CPI 增速分布与趋势

我们基于翘尾效应与新涨价因素对PPI、CPI分布进行测算。其中环比部分即“新涨价因素”参考2002-2021年度PPI、CPI的季度环比增速。从定量分布上看，明年PPI逐季回升趋势不变，中性情形下四个季度PPI中枢分布均值大致为-0.8%、-0.4%、0.2%、1.8%，全年均值为0.2%；CPI增速逐季回落，中性情形下四个季度CPI分布均值大致为2.4%、2.1%、2.0%、1.8%，全年均值为2.1%。

**PPI中性情形：明年Q1-Q4分布逐季回升，二季度大概率由负转正，中性情形四季度读数升至1.8%。**其隐含假设有二：其一是假定今年四季度PPI定基指数维持在今年10月读数，则今年前四季度定基指数分别录得112.4、112.37、111.93、111.60，翘尾效应导致PPI形态大体呈逐季回升趋势。其二是通过统计2002-2021年PPI季度环比值，得到明年Q1-Q4季度环比的增速区间。

1.乐观情形下明年PPI季度环比增速，取2002-2021年同期的最大值，则对应明年乐观情形下PPI季度同比分别为-0.4%、1.4%、2.5%、3.2%，全年均值为1.7%。

2.中性情形下明年PPI季度环比增速，分别取2016年同期季度值，对应国内经济增速底部回升，工业品价格逐步走出深度通缩。则对应中性情形下PPI季度同比分别为-0.8%、-0.4%、0.2%、1.8%，全年均值为0.2%。值得注意的是2016年正值供给侧改革等政策约束推升通胀，同期四季度PPI上行斜率为近二十年最大值，四季度测算结果或存在潜在高估。

3.悲观情形下明年PPI季度环比增速，分别取2019年同期季度值，对应宽信用背景下国内经济底部企稳，但贸易摩擦、美联储缩表叠加疫情扰动，下半年大宗商品未有显著上行趋势，大致与明年海外存在的潜在衰退情形较为类似。悲观情形下明年PPI季度同比分别为-0.9%、-0.8%、-0.5%、-0.2%，全年均值为-0.6%。整体而言三种情形下PPI均呈逐季修复趋势，且分布处于较为合意区间，对应宏观基本面假设由衰退进入复苏初期。

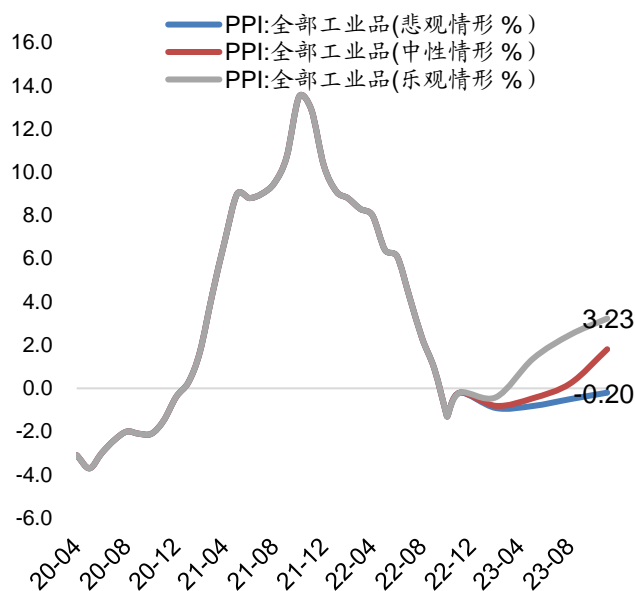
**CPI中性情形：明年Q1-Q4分布逐季回落，四季度大概率回落至2%以内，中性情形年均值2.1%。**其隐含假设有三：其一是假定今年四季度CPI定基指数维持在今年10月读数，则今年前四季度定基指数分别录得102.3、102.8、103.2、103.5，翘尾效应导致CPI形态大体呈逐季回落趋势。其二是通过统计2002-2021年PPI季度环比值，得到明年Q1-Q4季度环比的增速区间。

1.乐观情形下明年CPI季度环比增速，取2002-2021年同期的最大值，则对应明年乐观情形下CPI季度同比分别为2.7%、2.4%、2.3%、2.1%，全年均值为2.4%。

2.中性情形下明年CPI季度环比增速，分别取2011年同期季度值。实际上本轮猪周期上行斜率、价格波动可大致对应2010-2014年即第一轮猪周期，其价格上行时段为2010Q2-2011Q3，高点落于2011年7-9月，与明年猪价分布大体相仿。则对应中性情形下CPI季度同比分别为2.4%、2.1%、2.0%、1.8%，全年均值为2.1%。值得注意的是2011年核心通胀处于历史最高区间，且按照能繁母猪存栏量波动规律，预计本轮猪周期高点亦将落于明年二季度末，即相对于2011年同期更早，因此不排除下半年季度值测算存在潜在高估。

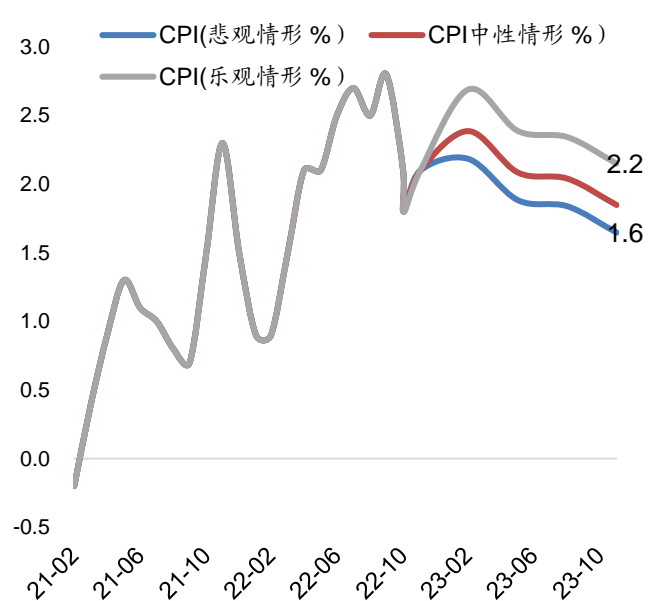
3.悲观情形下明年CPI季度环比增速，分别取2016年同期季度值，对应第二轮猪周期价格分布。第二轮猪周期始于2014年4月，其中价格于2015年3月-2016年5月处于显著上行期。但养殖户集约化导致规模场产出效率提升，同期猪价上行幅度相对平缓。按此假设，悲观情形下CPI季度同比分别为2.2%、1.9%、1.8%、1.6%，全年均值为1.9%。整体而言三种情形下CPI均呈逐季修复趋势，且乐观情形下最高值亦处于3.0%以内的合意区间，对应明年消费品通胀应较为温和。

图16: PPI明年分布预测



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: CPI明年分布预测



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、PPI 周期、名义增长与企业盈利

特别值得注意的是，PPI周期可能会是2023年宏观面的关键线索。2022年PPI全年向下对应名义增长、企业盈利整体下行。2023年按照我们的预期，PPI同步于CRB指数周期，很可能在一季度末二季度初确认底部。本轮PPI下行已经13个月，过去几轮PPI周期，除19-20年外生冲击下PPI下行期为39个月之外，其余基本在11个月-18个月之间。从内生因素来说，M1周期领先于PPI的调整、汇率领先于出口的调整为PPI的出清提供了基础。若PPI这一走势形成，对应名义GDP周期是逐步往上的，企业盈利不管斜率如何，方向有大概率是逐季往上。这一点对于研究股票、债券定价均有一定的参考意义。

**PPI周期与企业盈利增速密切相关。**逻辑之一在于企业利润主要由量（工业增加值）、价（PPI）、企业营收利润率三部分所构成，PPI趋势性下行或上行斜率放缓阶段，通常对应企业营收及利润率整体下行，名义GDP增速逐步承压阶段。逻辑之二则在于PPI的驱动因素，通常映射国内投资强度或外需环境的边际变化。结合分项权重与波动率，PPI石油与天然气开采业、煤炭开采与采选业、黑色金属冶炼压延业、有色金属冶炼压延业贡献较大，其中①原油、能化属于外需工业品，②煤炭、钢铁与非金属建材供需逻辑集中在国内，③有色金属供给主要来自海外，需求端主要受国内投资影响，同时亦兼具较强的金融属性。整体而言，PPI映射名义经济增长周期，相较CPI而言更能代表企业盈利表现。而今年受疫情反复叠加地产预期转弱，国内PPI增速、名义增长与企业盈利同步下行，权益市场表现亦相对低迷。

预计本轮PPI、企业盈利与名义增速触底时点大概率落于一季度末或二季度初。我们以三个自上而下的视角考察。首先是PPI的周期性特征：2004-2015年中国共计四轮PPI周期，其中四轮下行期均在11个月-18个月不等，2017-2021年的PPI周期由于存在疫情等外生因素影响，下行阶段长达39个月。按照基准情形，始于2021年11月的第六轮PPI下行周期，截至今年11月已持续13个月左右，因此若按照本轮PPI下行期为18个月进行保守估计，CRB和PPI底部可能最晚至2023年4月前后。

再者是M1代表的国内信用脉冲，隐含工业品存在低位修复概率。以M1为代表的企业自由现金流，经验上仍为通胀最有效的领先指标。M1扩张阶段通常对应两种宏观情形：一是货币政策放松带动居民资产负债表扩张，地产及可选消费通常成为社会信用派生主力，体现为M1在实体层面大致同步于地产销售周期，在金融层面大致同步于居民债务周期，此种情形由于地产销售至投资端存在传递时滞，进而体现为M1同比领先地产投资及工业品通胀。其二是今年，由于今年地产信用派生贡献偏低，稳增长背景下政府部门+海外部门则成为推升M1的关键因素，体现为今年需求端主要由出口、基建支撑相一致，而信用扩张载体则主要由企业部门、通过制造业投资来完成。从经验上看，M1同比大致领先PPI拐点四个季度，对应明年一季度工业品通缩压力相对缓和，核心CPI边际修复窗口。

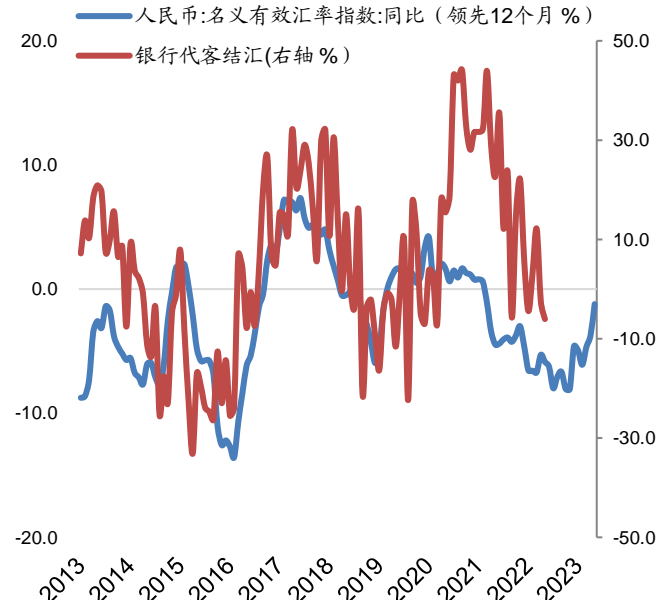
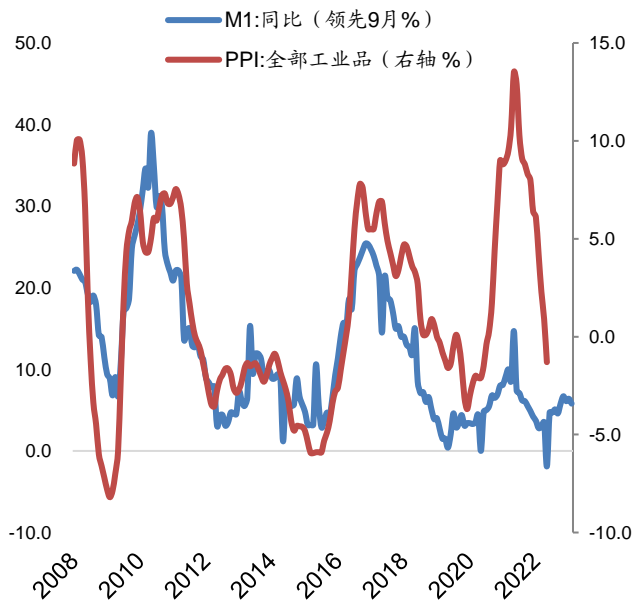


最后是人民币有效汇率贬值，逻辑上对应未来出口条件改善过程。今年伴随美联储货币政策显著收紧，下半年人民币兑美元汇率阶段性贬值。事实上汇率变化对宏观经济的影响也分为两个方面：其一是金融渠道下的本币贬值将催生企业信用风险，通过风险偏好抑制企业信用环境扩张。体现为离岸融资条件收紧与金融市场波动，不利于出口产业链修复，较为典型的时期包括2016年一季度以及2018年。其二是贸易渠道下的汇率贬值将于中期提振出口产品竞争力，有助于出口修复与经济扩张，另外本币贬值将使得进口商品价格中枢抬升，进而形成本国的输入型通胀。从本质上讲贬值是通过汇率的渠道来实现货币条件宽松，名义出口及通胀环境亦将在未来出现改善，因此汇率贬值在中期对经济存在提振作用。从经验上看，人民币兑美元汇率同比大致领先出口拐点7个季度作用，对应明年一季度名义出口边际改善，宏观基本面受外需承压的影响逐步缓和。

利率、汇率以及信用环境在本质上均为金融条件的重要组成部分。年初至今无风险利率下行幅度虽较为有限，但汇率贬值及M1回升构成了本轮金融条件宽松的主要驱动。而鉴于金融条件宽松直至实体经济传导的时滞性，明年国内宏观基本面及内生通缩压力存在“走出谷底”的正向预期，企业盈利随名义经济增速逐季改善为大概率事件。

图18: M1同比领先PPI增速约三个季度

图19: 人民币有效汇率同比领先出口增速四个季度



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 五、明年价格端的结构性机会

**冬储补库需求叠加欧洲能源危机催化，一季度煤炭存在供需错配机会。**俄乌冲突等地缘政治影响仍未明朗，欧洲冬储需求或将加剧全球煤炭供需矛盾。此外国内供给偏紧局面延续，其一是核增产能投放上限，其二是安全监察等约束性政策加码，其三是资本开支意愿及供应链周转效率偏低，国内采暖季保供任务依然较为严峻。鉴于明年需求端底部修复信号明朗，房地产领域短期企稳的概率上升。采暖季煤炭等领域供需矛盾依然较为突出。

**全球流动性拐点将度过压力峰值，金融属性偏强的大宗商品存在反转预期。**目前美国劳动力市场差异指数逐步触顶，11月份通胀数据超预期边际缓和、薪资结构不佳共同指向美国通胀风险已局部降温，因此近期美元及美债收益率均实质性回落。从中期来看，美联储加息节奏放缓大概率将引导市场对金融条件宽松作进一步定价；而美元指数回落，亦将推动美元套息交易重回新兴市场，有色、贵金属等金融属性偏强的大宗商品存在较强支撑。

**超额储蓄隐含消费释放动能，伴随疫情防控精准化，居民生活半径修复将推升餐饮旅游、服务、食品等消费景气度。**疫情所带来的场景渠道约束是消费端主要制约变量。近期防疫政策出现重大优化，居民社交半径修复将直接拉动餐饮旅游等为主的服务类消费。其次失业率改善、居民收入预期回升将降低超额储蓄占比，消费景气改善存在中期“蓄水池”，主要包括租赁与商务等高端服务业、以及部分可选消费领域。最后鉴于节前寒潮叠加餐饮需求释放，猪价季节性走高概率依然存在。

**地产链相关领域修复逻辑较为确定。**保交楼政策推动下，竣工端确定性相对较高，对应有色金属、部分化工品存在预期支撑；此外可选消费线下场景约束打开，修复逻辑亦较为确定，受益行业则包括家电、建材装修等领域。

## 六、价格走势上可能出现的三点意外

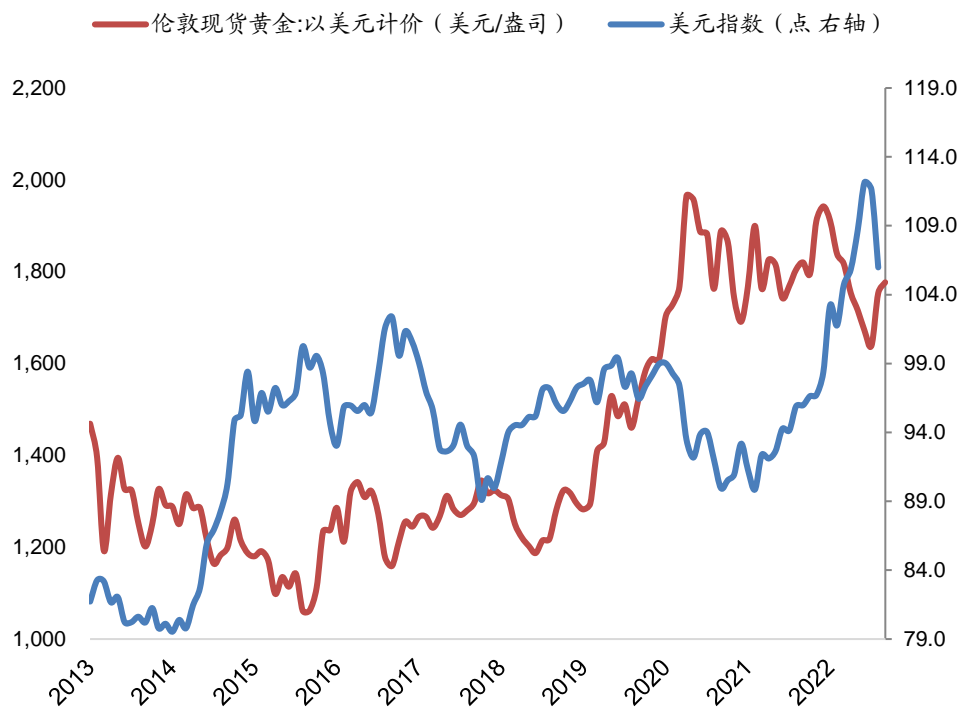
整体而言，本文是基于相对中性的假设，没有把通胀高斜率上行当作基准。从投资倚重于大概率事件的角度来说，这一点应是合理的，目前并未有高通胀的明确证据。但疫情后的通胀是一股“暗流”，尤其往中期比如2024年看。一则三年疫情背景下，供给端的工业过剩产能可能有一个进一步的出清；二则随着经济逐步好转，企业中长期投资意愿也会修复，将带动资本开支倾向，并向上下游传递，形成乘数效应；三央行如所指出的，“M2增速处于高位，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应”。对于中期通胀的评估，我们不能纯粹建立在2022年（消费、地产双承压）和2023年的（经济修复初期）的情形之上。

三年疫情背景下，供给端的工业过剩产能或出现进一步出清。本轮全球通胀周期，大宗商品普遍面临地缘政治冲突、供应链瓶颈、资本开支低迷等供给端约束。叠加疫情影响，全球供应链周转与集运矛盾激化，体现为多数工业品呈现库存偏低+基差扩大与远月贴水局面。目前诸多上游行业资本开支意愿相对不足，新建产能至投产环节均存在瓶颈，供给约束下中期工业品通胀依然存在反复风险。

企业中长期投资意愿回暖，上下游商品需求存在支撑。明年宏观关键词为修复，在增长中枢已完成较大幅度调整，叠加供给端政策连续落地的背景下，首先地产有较大概率在低位形成新的均衡，即投资修复过程将带动工业品通胀。而远期视角下，十四五规划和2035年远景目标纲要提出“深入实施制造强国战略”，从产业趋势上看新能源车、集成电路、工业机器人等新兴制造业行业崛起，这一点并不同于过去十年移动互联网带动的轻资产投资周期，制造业投资扩张本身亦将带动商品需求。

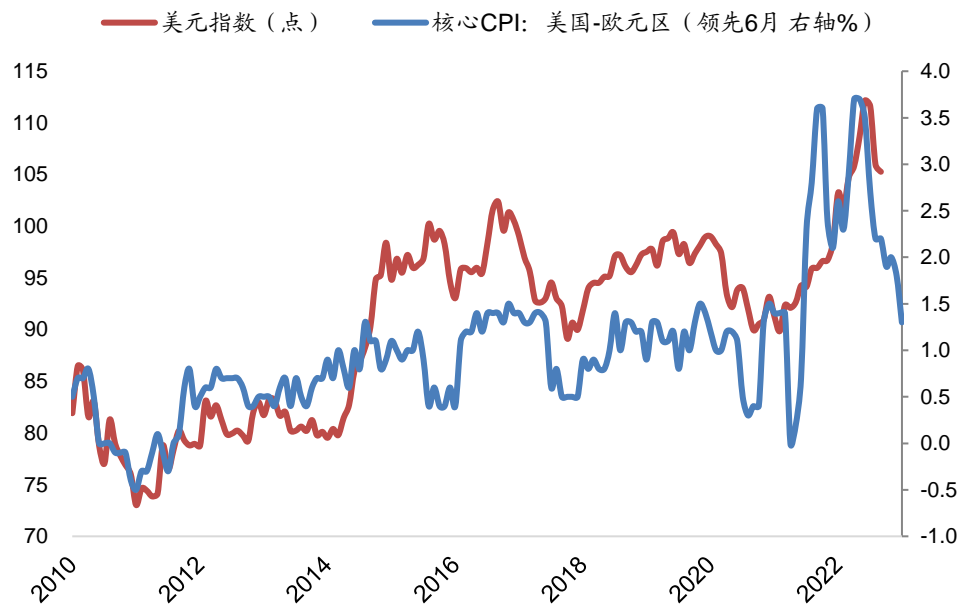
疫情防控政策优化，消费端通胀压力存在显性化特征。明年宏观关键词为修复，鉴于居民超额储蓄释放潜力较大，消费信心修复叠加收入预期改善，消费动能或将于明年出现快速释放。因此央行提到“目前M2增速处于高位，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应”。此外历史上宽货币向信用端的传导过程中，不乏结构性通胀压力升温阶段，例如2019上半年、2021年三季度果蔬价格均呈现超预期上行。我们可以从BCI企业融资环境指数的变化中观测迹象：截至今年11月，BCI消费品价格前瞻指数由10月历史新低37.1升至46.4。

图20: 美元指数与伦敦金价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 美元指数与美欧核心通胀剪刀差



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 七、风险提示

工业品过剩产能呈现进一步出清，企业中长期投资意愿回暖推升通胀，疫情政策优化导致消费品价格上行斜率超预期



## 广发宏观研究小组

- 郭磊：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 吴棋滢：资深分析师，经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 贺骁束：资深分析师，经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 钟林楠：资深分析师，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王丹：资深分析师，经济学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 陈嘉荔：高级分析师，理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。