

12月通胀点评

关注消费疫后反弹对通胀的潜在影响

国内疫情防控政策放松对12月物价波动影响较大；12月CPI同比增速较11月上升，仍小幅低于市场预期；春节前食品价格环比走高，影响同比增速0.87个百分点，服务消费价格环比有走强趋势；2023年需要关注防疫政策放松后消费反弹对通胀的推动作用；12月疫情冲击影响劳动力供给进而影响生产端价格表现，关注全国疫情波动叠加春节前后生产的季节效应，可能导致PPI波动加大的情况。

- 12月CPI环比持平，同比增长1.8%，较11月上升0.2个百分点，核心CPI同比增长0.7%，服务价格同比增长0.6%，消费品价格同比上升2.6%。
- 从同比看，食品价格上涨4.8%，涨幅比上月扩大1.1个百分点，影响CPI上涨约0.87个百分点，非食品价格上涨1.1%，涨幅与上月相同，影响CPI上涨约0.92个百分点。
- 2023年关注三方面带来的额外通胀压力。随着国内疫情防控政策调整，2023年经济将重新回到稳步复苏的轨道上来，叠加2022年的CPI低基数影响，2023年通胀压力增量可能来自三方面：一是线下消费场景稳定恢复，服务型消费需求上升带动消费类产品价格环比走高，二是从全球经验看，疫情防控措施放开后，居民消费会出现不同程度的反弹，叠加经济持续复苏提振居民消费信心，包括耐用消费品和一般日用品在内的商品消费价格可能出现不同程度的反弹，三是需求弹性加大的情况下，生产端可能向下游传导此前原材料涨价的压力。除此之外，食品价格短期走高、货币融资环境宽松等因素对物价产生的影响依然存在，我们认为2023年通胀压力整体可控，但从节奏上看，一季度CPI同比增速高企的可能性较大，短期内可能掣肘货币政策。
- 12月PPI环比下降0.5%，同比下降0.7%，较11月上升0.6个百分点。其中生产资料同比下降1.4%，生活资料同比增长1.8%。
- 12月受石油及相关行业价格下降影响，PPI环比由涨转降；受上年同期对比基数走低影响，同比降幅收窄。从环比看，国际原油价格下行带动国内石油及相关行业价格下降；金属和煤炭价格有所上涨。
- 关注PPI同比增速的波动加大。2022年PPI同比增速前高后低，在基数效应影响下2023年PPI同比增速趋势大概率前低后高，但短期内由于疫情防控政策调整对生产端的直接影响，PPI同比增速波动可能加大：春节假期之前，PPI同比增速先受到劳动力供给短缺影响和疫情冲击生产端需求影响，环比增速可能承压；但春节假期之后，随着复工复产和居民消费疫后反弹，需求环比上行趋势可能走强，叠加季节性因素和宏观政策发力的影响，带动PPI环比超预期反弹。
- **风险提示：**全球通胀下行缓慢；流动性回流美债；全球新冠疫情不确定。

相关研究报告

《12月金融数据点评》20230111
 《股市回暖，转债市场上涨》20230108
 《大类资产交易周报》20230108

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

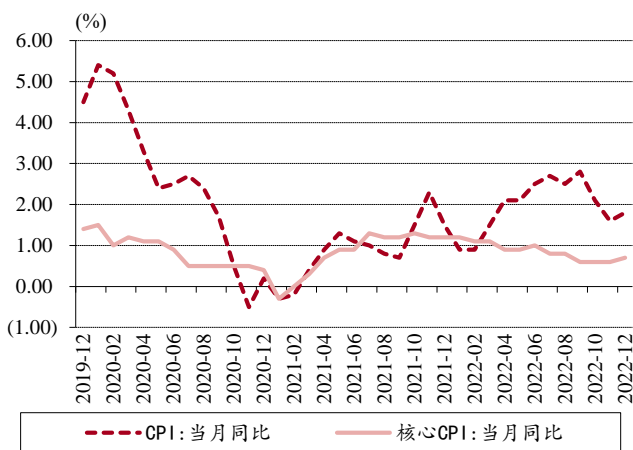
12月CPI同比增速小幅低于预期。12月CPI环比持平，增速较11月上升0.2个百分点。从分项看，12月环比上涨的是食品烟酒（0.4%）、其他用品和服务（0.4%）、生活用品及服务（0.3%）、衣着（0.1%）和教育文化娱乐（0.1%），环比下降的是交通通信（-1.4%）和居住（-0.1%）；12月分项中较11月环比增速上升较多的是食品烟酒、生活用品及服务、教育文化娱乐和其他用品和服务，环比增速下降的是交通通信、衣着和居住。12月CPI同比增长1.8%，较11月上升0.2个百分点，核心CPI同比增长0.7%，较11月上升0.1个百分点，服务价格同比增长0.6%，较11月上升0.1个百分点，消费品价格同比上升2.6%，较11月上升0.3个百分点。从分项看，12月同比增速较高的是食品烟酒（3.7%）、交通通信（2.8%）和其他用品和服务（2.8%），同比增速较11月上升较多的是食品烟酒和其他用品和服务，较11月同比增速下降的主要是交通通信。

12月食品价格环比上升同比上行，猪肉价格同比涨幅继续回落。从环比看，12月食品价格由上月下降0.8%转为上涨0.5%，影响CPI上涨约0.09个百分点；从同比看，食品价格上涨4.8%，涨幅比上月扩大1.1个百分点，影响CPI上涨约0.87个百分点。12月在国内疫情防控政策调整、部分地区寒假提前、春节假期较以往提前等因素综合影响之下，国内物价整体保持平稳。受季节性因素影响，鲜菜和鲜果价格环比上涨；生猪供给持续增加，猪肉价格环比下降，降幅比上月扩大8.0个百分点；鸡蛋、食用油和粮食价格同比涨幅有所回落。

非食品价格环比下降。从环比看，12月非食品价格由上月持平转为下降0.2%，影响CPI下降约0.13个百分点；从同比看，非食品价格上涨1.1%，涨幅与上月相同，影响CPI上涨约0.92个百分点。受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格环比下降；随着疫情防控政策优化调整，出行及娱乐活动逐步恢复，飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费价格环比上涨；春节临近，家政服务价格环比上涨。

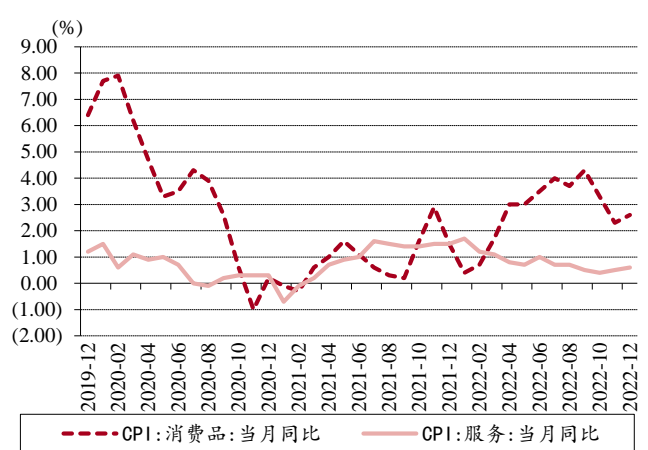
2023年关注三方面带来的额外通胀压力。随着国内疫情防控政策调整，2023年经济将重新回到稳步复苏的轨道上来，叠加2022年的CPI低基数影响，2023年通胀压力增量可能来自三方面：一是线下消费场景稳定恢复，服务型消费需求上升带动消费类产品价格环比走高，二是从全球经验看，疫情防控措施放开后，居民消费会出现不同程度的反弹，叠加经济持续复苏提振居民消费信心，包括耐用消费品和一般日用品在内的商品消费价格可能出现不同程度的反弹，三是需求弹性加大的情况下，生产端可能向下游传导此前原材料涨价的压力。除此之外，食品价格短期走高、货币融资环境宽松等因素对物价产生的影响依然存在，我们认为2023年通胀压力整体可控，但从节奏上看，一季度CPI同比增速高企的可能性较大，短期内可能掣肘货币政策。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



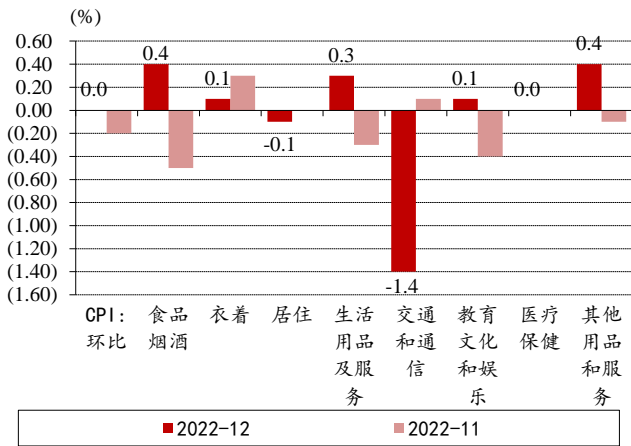
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



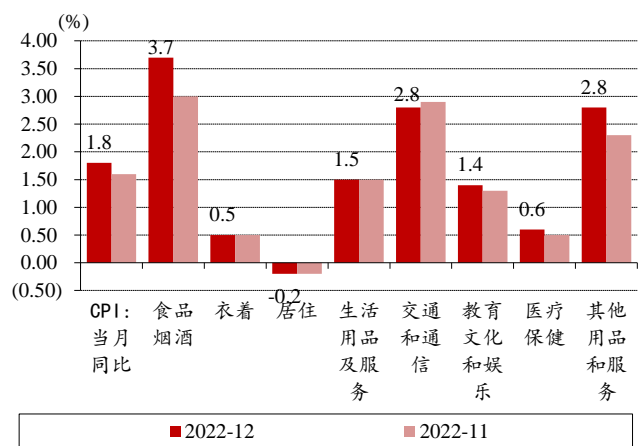
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



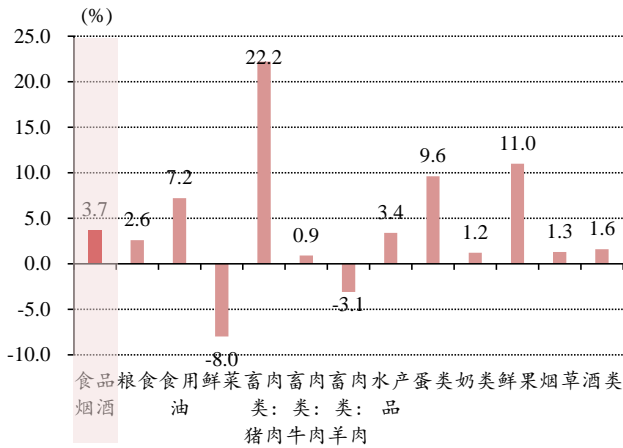
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



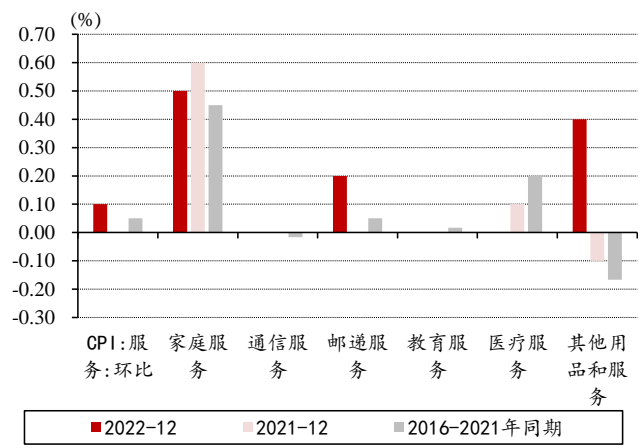
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 猪肉价格是通胀压力的主要来源



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 12 月服务价格环比有上行压力



资料来源：万得，中银证券

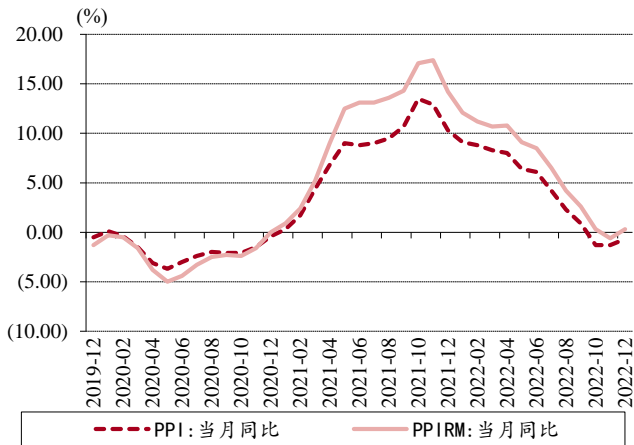
PPI

PPI 同比增速有所回升。12 月 PPI 环比下降 0.5%，其中生产资料环比下降 0.6%，生活资料环比下降 0.2%。12 月 PPI 同比下降 0.7%，较 11 月上升 0.6 个百分点，其中生产资料同比下降 1.4%，较 11 月上升 0.9 个百分点，生活资料同比增长 1.8%，较 11 月下降 0.2 个百分点。PIRM 同比上升 0.3%，较 11 月上升 0.9 个百分点，从构成来看，12 月同比增速上升的是燃料动力(7.6%)、农副产品(7.0%)、木材纸浆(4.3%)等，同比增速下降的是黑色金属(-9.2%)、建筑材料(-6.1%)、化工原料(-4.6%)、纺织原料(-3.0%)、有色金属(-1.9%)等，同比增速较 11 月上升的有燃料动力、黑色金属、有色金属、化工原料、建筑材料等，较 11 月下降较多的则是农副产品、纺织原料、木材纸浆等。

12 月生产走弱拖累 PPI。12 月生产资料价格中，采掘业环比下降 1.4%，原材料业环比下降 0.8%，加工业环比下降 0.3%。12 月受石油及相关行业价格下降影响，PPI 环比由涨转降；受上年同期对比基数走低影响，同比降幅收窄。从环比看，国际原油价格下行带动国内石油及相关行业价格下降；金属和煤炭价格有所上涨；从同比看，主要行业中，价格降幅收窄的有黑色金属、非金属矿物制品、有色金属、煤炭；价格涨幅回落的有石油天然气、农副食品加工；价格涨幅扩大的有石油煤炭及其他燃料加工业计算机通信和其他电子设备制造业。

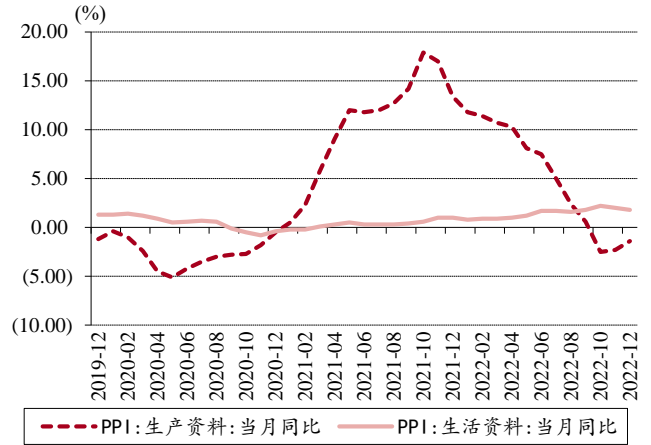
关注 PPI 同比增速的波动加大。2022 年 PPI 同比增速前高后低，在基数效应影响下 2023 年 PPI 同比增速趋势大概率前低后高，但短期内由于疫情防控政策调整对生产端的直接影响，PPI 同比增速波动可能加大：春节假期之前，PPI 同比增速先受到劳动力供给短缺影响和疫情冲击生产端需求影响，环比增速可能承压；但春节假期之后，随着复工复产和居民消费疫后反弹，需求环比上行趋势可能走强，叠加季节性因素和宏观政策发力的影响，带动 PPI 环比超预期反弹。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



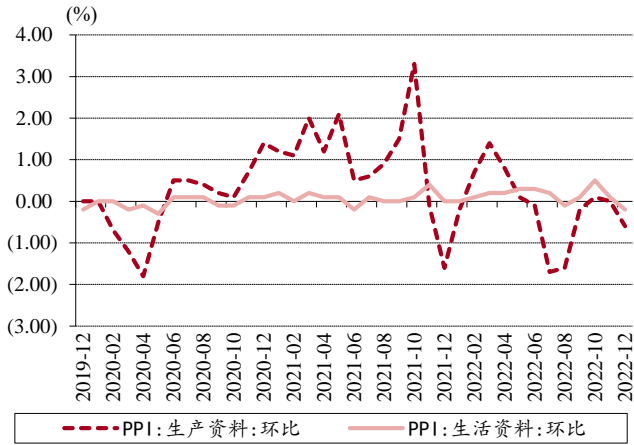
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



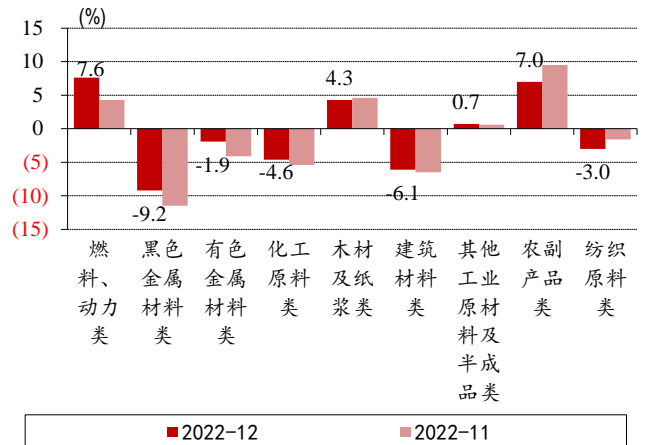
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



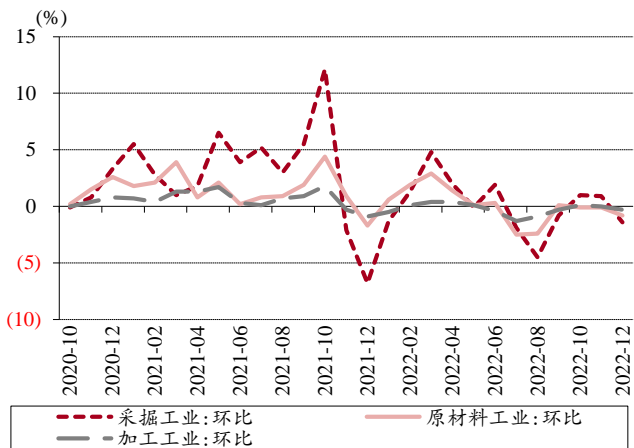
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



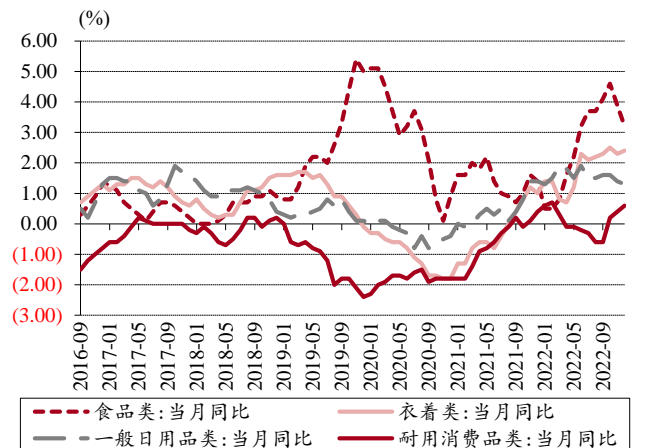
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 高基数掩盖生产资料价格走平



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比增速上行



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀下行缓慢; 流动性回流美债; 全球新冠疫情不确定。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371