

## 宏观利率

## 通胀低于预期，对债市影响不大

——2022年12月通胀点评兼论利率影响

2023年1月12日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

## 投资要点：

➢ **12月通胀数据低于预期值。**12月CPI同比1.8%，PPI同比-0.7%，均低于wind一致预期，但较上月而言，CPI涨幅扩大，PPI跌幅趋缓。整体来看，无论是CPI还是PPI的同比变化均受到去年同期低基数的影响，环比增速依然偏低，显示需求的不足。另一方面，核心CPI略有回升，同比上涨0.7%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，显示疫情防控政策优化和前期稳增长政策推动下经济修复的迹象。往前看，在总需求依然偏弱的情况下，通胀短期难以持续上行，全年有望平稳运行。

➢ **结构上看，猪肉价格下滑，鲜菜、鲜果价格季节性回升，服务类价格回升。**12月CPI食品项环比增长0.5%，同比增长4.8（前值3.7%）。边际上主要是季节性因素影响下的鲜菜、鲜果和奶类在涨价。随着生猪供给持续增加，猪肉价格环比降幅扩大至-8.7%（前值-0.7%）拉动同比增速下滑至22.2%。12月非食品项环比下降0.2%，同比1.1%，连续三个月持平。其中消费品价格环比延续下滑，主要受国际油价下行的影响，同比有所回升。服务类价格边际回升高于季节性，随着疫情防控政策优化调整，出行及娱乐活动逐步恢复，同时春节临近，家政服务价格上涨1.0%。

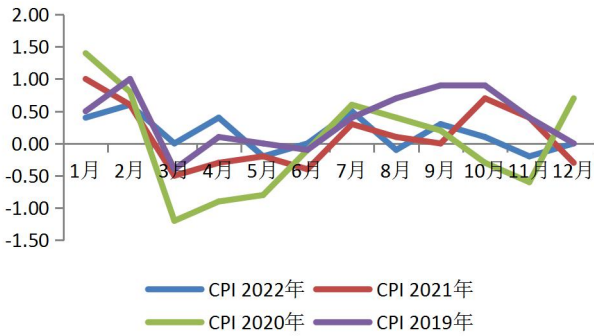
➢ **工业品价格同比回升，下游工业品价格恢复有限，下游企业价差改善出现反复。**12月采掘工业价格环比回落，但由于基数偏低，同比止跌回升；原材料工业价格和加工业价格表现也具有类似特征，但加工业价格同比仍未转正。12月PPI生产资料和生活资料之差微幅回升至-3.2%（前值-4.3%），采掘和原材料、原材料和加工业的PPI同比之差均边际回升，显示中上游行业价格上涨再度快于下游行业，下游企业价差改善出现反复。分行业看，金属和煤炭价格边际有所上涨。

➢ **市场启示：债市短期逻辑不变，维持收益率短期震荡中期上行的看法。**近期PMI、社融、通胀数据均显示弱现实仍在演绎，随着疫情感染达峰，市场关注焦点将逐渐转为经济恢复的速度和高度。2023年是稳增长大年，市场对货币政策、稳增长政策均有期待，叠加春节后主要经济数据进入空窗期，从当前到两会之前收益率走势逻辑不会发生太大变化，即宽货币预期和央行对资金面的呵护压制收益率上行高度，债市整体偏震荡。中长期看，债市应持谨慎态度。一是疫情政策优化带来的经济中枢回升这部分兑现的可能性较高，只是时间问题；二是宽信用和稳增长政策超预期可能给债市带来比较大的风险。

➢ **风险提示：**稳增长政策布局超预期；疫后经济修复超预期；宽货币操作预期落空。

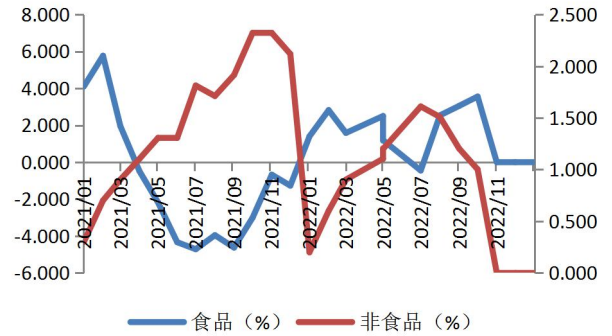


图 1: CPI 环比涨幅 (%)



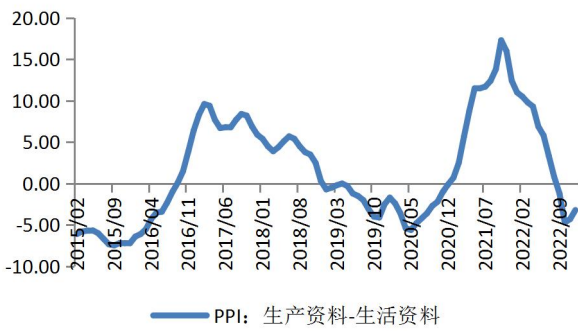
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 2: CPI 食品项及非食品项同比 (%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 3: PPI: 生产资料-生活资料 (%)



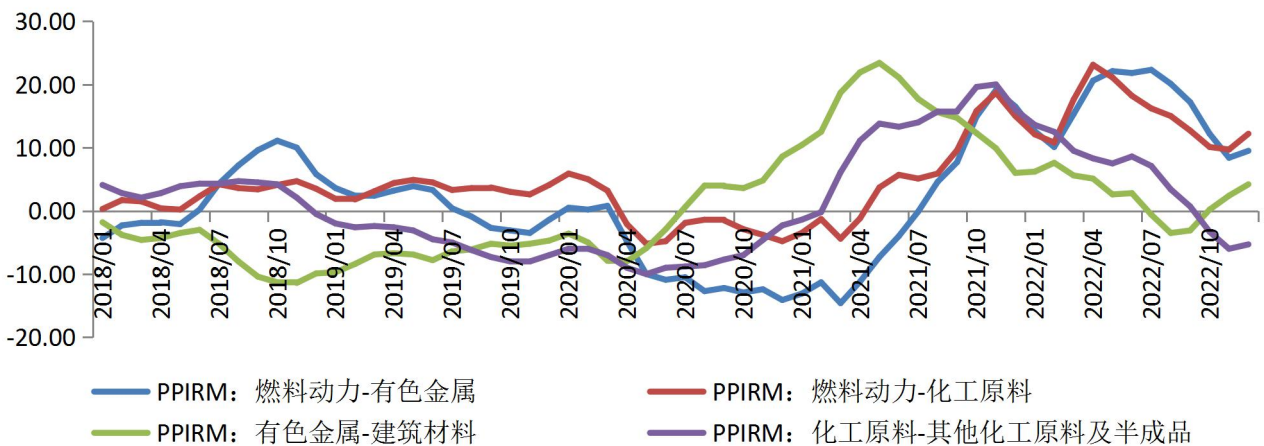
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 4: PPI: 采掘-原材料、原材料-加工 (%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 5: PPIRM 分项剪刀差 (%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：



#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336