

水波微兴，通胀无虞

——12月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

蔬果涨价对冲猪价下行，CPI 同比小幅扩张。12月CPI同比涨幅基本符合市场预期。鲜菜及鲜果价格的季节性上涨与高基数效应减弱助推CPI同比涨幅扩大，但因猪价持续回调、疫情压制消费需求，整体通胀上涨较为温和。具体来看，12月CPI同比增速略有加快的主因在于以下几点：第一，高基数效应减弱。第二，鲜菜及鲜果涨价抵消猪价下跌。偏冷天气致使鲜菜、鲜果供应偏紧，叠加疫情削弱物流效率，蔬果生产及储运成本相应增加继而带动价格出现季节性上行。“供大于求”的供需局面下猪价持续下行。第三，核心CPI涨幅略有反弹。防疫政策优化及春节临近的背景下部分服务类分项价格有所回暖。但就绝对值而言，12月核心CPI的扩张速度仍处于较低水平，弱内需的局面并未出现明显改善。

在多因素的推动下，2023年1月CPI同比增速可能进一步扩张并重回2%以上。一是低基数效应。2023年1月翘尾因素将贡献1.4个百分点，基数走低或推高同比增速；二是春节的节日效应。春节期间居民消费需求较为旺盛，这将提供一定涨价动力；三是疫情短期扰动或近尾声。预计2023年1月全国大部分城市将开启疫情达峰后的人流、物流及消费修复，价格上涨的空间由此打开。

油价下跌叠加内需偏弱，PPI 同比回升低于预期。12月PPI同比增速为2021年10月以来首次回升，但因原油价格下行的传导作用叠加国内需求受疫情扰动，PPI同比降幅仍超预期。具体行业而言，一是中上游工业行业价格普遍边际走弱。受国际油价下跌的传导作用，12月采掘工业、原材料工业及加工工业价格均环比下跌。二是受基建投资支撑，黑色/有色金属相关行业价格环比上涨。三是冬季供暖需求继续支撑电力、热力的生产和供应业的价格上涨。

通胀不具备大幅上涨的基础。各分项涨跌互现，12月通胀保持温和之势，2022年全年CPI同比最高涨幅也低于3%，我们认为2023年国内通胀中枢可能有所上移，但整体仍将维持温和状态。一方面，2023年疫情政策优化后的消费需求回补对于通胀而言是一大重要因素，消费场景限制的解除、预期修复及累积储蓄的释放可能推升相关行业物价上涨，尤其是服务相关，核心CPI或将摆脱低迷状态。另一方面，目

前猪价处于下行通道，供给量相对充裕，2023年难有明显涨价，更多面临下行压力，支撑通胀上涨的概率减小。再加上2023年海外经济衰退的概率增加，国际大宗商品难以大幅上行，输入型通胀压力也将有所减轻。综合而言，2023年通胀不具备大幅上涨的基础，货币政策可发挥空间较大。PPI方面，内需修复及房地产的触底回升有望在需求端拉动生活资料及生产资料价格上涨，PPI可能缓慢走出通缩。

风险提示：国内疫情不确定性。

目录

1. 数据	5
2. 蔬果涨价对冲猪价下行，CPI 同比小幅扩张	5
3. 油价下跌叠加内需偏弱，PPI 同比回升低于预期	6
4. 通胀不具备大幅上涨的基础	7

图表目录

图表 1: CPI 同比涨幅略有扩张.....	5
图表 2: 核心 CPI 小幅反弹.....	6
图表 3: 服务价格环比上涨.....	6
图表 4: PPI 同比回升低于预期.....	6

1. 数据

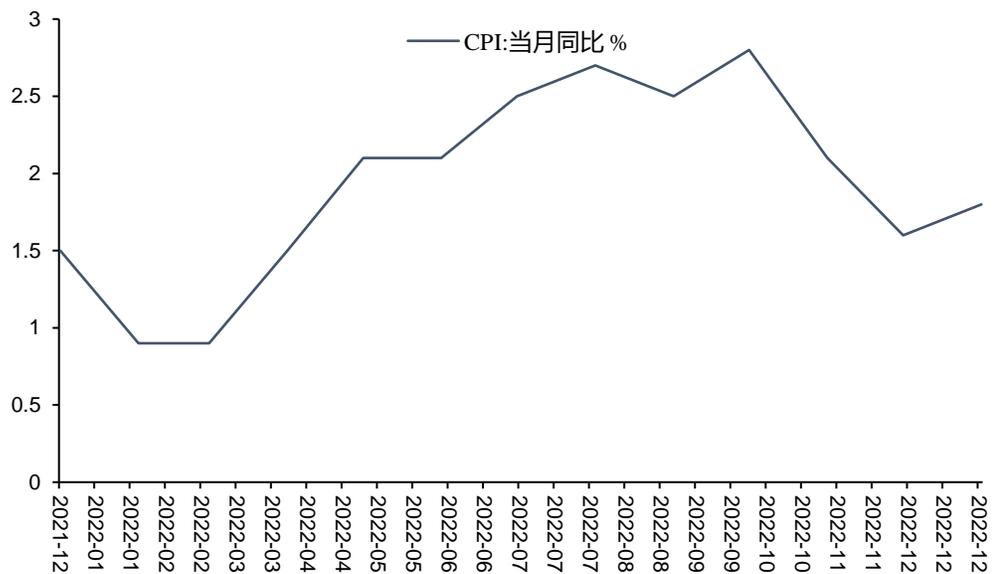
中国 12 月 CPI 同比上涨 1.8%，市场预期（Wind）1.9%，前值 1.6%。

中国 12 月 PPI 同比下降 0.7%，市场预期下降 0.3%，前值下降 1.3%。

2. 蔬果涨价对冲猪价下行，CPI 同比小幅扩张

12 月 CPI 同比涨幅较上月提升 0.2 个百分点至 1.8%，继续位于 2% 以下，基本符合市场预期。鲜菜及鲜果价格的季节性上涨与高基数效应减弱助推 CPI 同比涨幅扩大，但因猪价持续回调、疫情压制消费需求，整体通胀上涨较为温和，仍位于 2% 以下。

图表 1：CPI 同比涨幅略有扩张



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体来看，12 月 CPI 同比增速略有加快的主因在于以下几点：

第一，高基数效应减弱。2021 年 12 月 CPI 同比由 11 月的 2.3% 降至 1.5%，因此本月相比上月，高基数效应有所走弱，为同比增速的扩张提供一定支撑。

第二，鲜菜及鲜果涨价抵消猪价下跌。本月食品项拉动 CPI 同比 0.87 个百分点，较上月增强 0.19 个百分点，其中鲜菜及鲜果为主要贡献，猪价则持续回调，对 CPI 拉动有所减弱。一方面，12 月偏冷天气致使鲜菜、鲜果供应偏紧，叠加疫情削弱物流效率，蔬果生产及储运成本相应增加继而带动价格出现季节性上行。12 月鲜菜价格同比降幅大幅收窄至 -8%（前值 -21.2%），环比上涨 7%。鲜果价格相比上月也出现明显提升，环比上涨 4.7%，同比涨幅则由 11 月的 9.6% 扩大至 11%。另一方面，猪价持续走弱，猪肉市场供应充足，消费需求则受疫情压制，“供大于求”的供需局面下猪价持续下行。本月猪价环比下降 8.7 个百分点，同比涨幅也明显收缩。

第三，核心 CPI 涨幅略有反弹。12 月核心 CPI 同比上涨 0.7%（前值 0.6%），环比增长 0.1%，

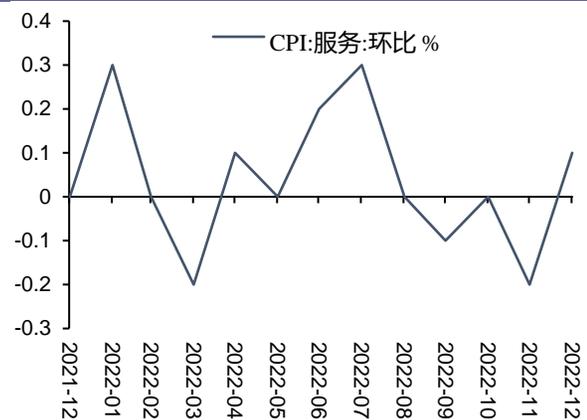
略有回升，防疫政策优化及春节临近的背景下部分服务类分项价格有所回暖。具体而言，服务项环比上月上涨 0.1%（前值-0.2%），其中家庭服务、快递服务分别环比上涨 0.5%、0.2%，一方面临近春节，居民相关需求走强；另一方面本月疫情冲击家政及物流等相关行业的劳动力供给，供需两方因素共同推动上述行业价格上涨。此外，随着防控限制的解除，人员流动活跃度提升，根据统计局表述，飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费价格分别环比上涨 7.7%、5.8%和 3.8%，这也与 12 月国内航班执行率、观影人次及票房等高频数据的上行相对应。值得注意的是，尽管从边际变化上来看，核心 CPI 同比增速有所回升，但就绝对值而言，12 月核心 CPI 的扩张速度仍处于较低水平，表明弱内需的局面并未出现明显改善，后续随着疫情第一轮达峰，经济逐步修复，预计核心 CPI 同比增速将有所加快。

图表 2：核心 CPI 小幅反弹



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：服务价格环比上涨



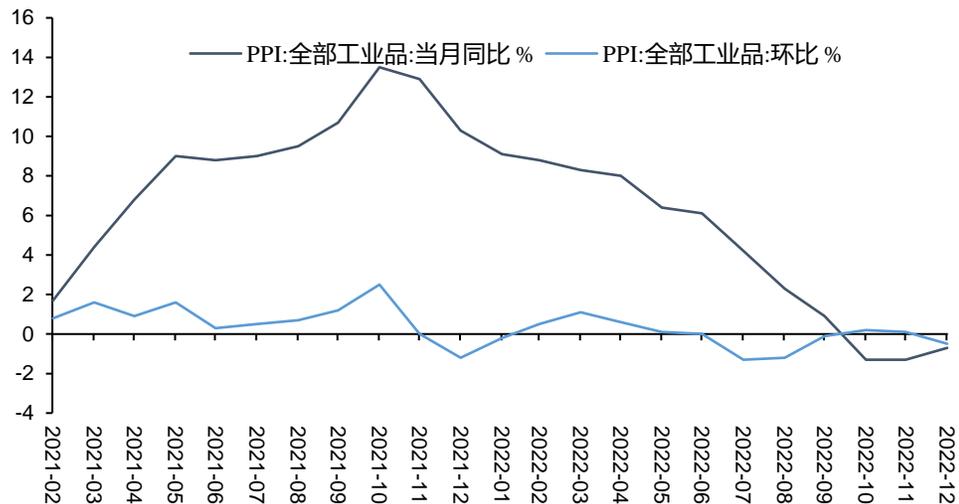
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

我们认为在多因素的推动下，2023 年 1 月 CPI 同比增速可能进一步扩张并重回 2% 以上。一是低基数效应。2023 年 1 月翘尾因素将贡献 1.4 个百分点，基数走低或推高同比增速；二是春节的节日效应。春节期间居民消费需求较为旺盛，这将提供一定涨价动力；三是疫情短期扰动或近尾声。12 月国内疫情迅速冲高，部分放开较早城市已步入恢复阶段，预计 2023 年 1 月全国大部分城市将开启疫情达峰后的人流、物流及消费修复，价格上涨的空间由此打开。

3. 油价下跌叠加内需偏弱，PPI 同比回升低于预期

12 月 PPI 同比下降 0.7%，同比增速为 2021 年 10 月以来首次回升，降幅虽较 11 月收窄 0.6 个百分点，但仍超市场预期。环比下降 0.5%，环比增速由正转负。原油价格下行的传导作用叠加国内需求受疫情扰动，本月 PPI 同比的回升并不明显。

图表 4：PPI 同比回升低于预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

分项来看，12月生产资料同比下降1.4%，同比降幅随基数走低而收窄，生活资料的同比增速则因食品分项的拖累而进一步放缓，由2%降至1.8%，两者分别拉动PPI同比-1.09、0.44个百分点。相比上月，生产资料价格下降0.6个百分点，或受原油价格下跌的影响；生活资料则环比下降0.2个百分点，其中食品及衣着类价格均呈环比负增，表明疫情扰动下终端消费需求较为疲软，相关产成品难以提价。

具体行业而言，一是中上游工业行业价格普遍边际走弱。12月采掘工业、原材料工业及加工工业价格均环比下跌，分别下降1.4%、0.8%、0.3%，主要受国际油价下跌的传导作用，其中石油和天然气开采业及石油、煤炭加工业价格环比下降尤为明显。二是受基建投资支撑，黑色/有色金属相关行业价格环比上涨，12月黑色、有色金属矿采选业价格分别环比增加1.1%、1.1%，黑色、有色金属冶炼及压延加工业的价格相比11月也都有所上行。三是冬季供暖需求继续支撑相关行业的价格上涨，电力、热力的生产和供应业延续环比涨价的趋势，相比11月上涨0.6个百分点，同比增长5.1%。

4. 通胀不具备大幅上涨的基础

各分项涨跌互现，12月通胀保持温和之势，2022年全年CPI同比最高涨幅也低于3%，我们认为2023年国内通胀中枢可能有所上移，但整体仍将维持温和状态。一方面，2023年疫情政策优化后的消费需求回补对于通胀而言是一大重要因素，消费场景限制的解除、预期修复及累积储蓄的释放可能推升相关行业物价上涨，尤其是服务相关，核心CPI或将摆脱低迷状态。另一方面，目前猪价处于下行通道，供给量相对充裕，2023年难有明显涨价，更多面临下行压力，支撑通胀上涨的概率减小。再加上2023年海外经济衰退的概率增加，国际大宗商品难以大幅上行，输入型通胀压力也将有所减轻。综合而言，2023年通胀不具备大幅上涨的基础，货币政策可发挥空间较大。PPI方面，内需修复及房地产的触底回升有望在需求端拉动生活资料及生产资料价格上涨，PPI可能缓慢走出通缩。

风险提示：国内疫情不确定性。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。