

核心 CPI 回升，对通胀的影响？

事件：

1月12日，统计局公布12月物价数据：CPI同比上涨1.8%，预期涨1.9%，前值涨1.6%；PPI同比下降0.7%，预期降0.3%，前值降1.3%。

■ CPI低预期又增新变量、猪价拖累凸显，核心CPI受服务涨价支持回升

CPI通胀低预期，除油价拖累，猪价逆势回落拖累加大。12月，CPI同比涨幅扩大0.2个百分点至1.8%、低于预期的1.9%，环比由负转平。年中以来，CPI同比延续低预期、与原油价格下行拖累非食品项持续低预期等有关；12月又增新变量，食品项中，猪价持续下行，带动CPI猪肉环比降幅扩大8个百分点至-8.7%。

核心CPI涨价趋势有所抬头，与线下活动恢复、服务业涨价等有关。12月，核心CPI同比结束近3个月持平0.6%的状态，涨幅较上月扩大0.1个百分点至0.7%；环比0.1%、往年同期均值为0%。核心CPI上涨与基数关系不大，更多是服务价格上涨拉动导致，例如，CPI服务价格环比超季节回升至0.1%，与线下消费相关的其他用品和服务、环比走平，近4年同期均值为-0.15%。

往后来看，年初CPI或相对温和，关注核心CPI涨价节奏。养殖场二次育肥出栏和年末集中出栏带来猪肉供给增加压力、在节前出尽概率较低，也可能会压制节后猪价的反弹空间。高频数据显示，1月上旬，22省市生猪均价延续回落，由年底的18.4元/千克下探至15.6元/千克，带动猪粮比价于进入过度下跌预警区间。同时，原油价格仍然低迷，或使得年初CPI通胀压力相对可控。伴随疫情防控的逐步放开，线下活动已明显修复，或带动核心CPI延续上涨。

■ 常规跟踪：CPI低预期，PPI超预期回落、受生产生活资料双双拖累

猪油共振回落拖累CPI再度低预期。12月，CPI同比涨幅扩大0.2个百分点至1.8%；核心CPI同比涨幅扩大0.1个百分点至0.7%。分项中，食品环比由负转正至0.5%、低于往年同期均值的1%，主因猪价回落拖累；非食品环比转负至-0.2%，国际油价下行延续拖累、交通工具用燃料环比超季节性回落至-6%。

PPI超预期回落，生产、生活资料均有拖累。12月，PPI同比降幅收窄0.6个百分点至-0.7%、低于预期的-0.3%，环比由正转负至-0.5%、上月为0.1%。大类环比中，生产资料由平转负至-0.6%，采掘、原材料、加工均有拖累，环比分别为-1.4%、-0.8%和-0.3%；生活资料环比转负至-0.2%、上月0.1%，食品、衣着拖累尤其明显，环比为-0.6%和-0.2%，一般日用品和消费耐用品环比延续上涨。

PPI分行业，原油链价格延续回落、黑色链价格上涨，或印证内外需分化。行业环比中，石油开采、石油加工分别为-8.3%和-3.5%，较上月回落10.5和3.7个百分点，相关产业链的化学制造、化学原料和橡胶塑料延续回落，分别为-1.7%、-1.2%和-0.3%。与稳增长相关行业价格延续上涨，如，上游煤炭开采延续上涨，环比0.8%，黑色矿采、黑色冶炼环比涨幅分别扩大3.7和2.3个百分点。

重申观点：开年通胀环境或相对温和，对货币掣肘或相对较弱。全年CPI或呈“V”型走势、核心驱动或来自于服务业“补偿式”涨价。中性情景下，CPI年初高点或在2.5%左右、而后逐步回落，下半年抬升相对温和；悲观情景下，如果消费修复超预期，或带动核心CPI加快回升，导致CPI通胀风险加大。

风险提示：生猪供给加速出清，原材料供给不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

- 1、核心 CPI 回升，对通胀的影响？ 3
- 2、常规跟踪：CPI 低预期，PPI 超预期回落、受生产生活资料双双拖累 4

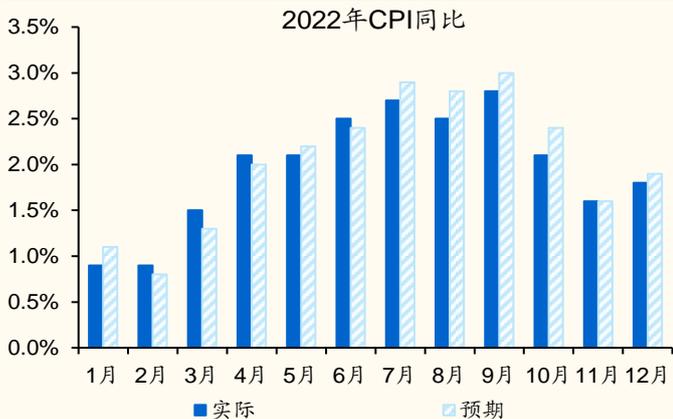
图表目录

- 图表 1：12 月，CPI 同比 1.8%、低于预期的 1.9%..... 3
- 图表 2：猪价环比超预期季节性回落 3
- 图表 3：12 月，核心 CPI 上涨至 0.7%..... 3
- 图表 4：国际、国内执行航班量回升 3
- 图表 5：1 月上旬，猪价延续下行..... 4
- 图表 6：年初，全国迁徙规模指数延续回升..... 4
- 图表 7：食品项中，猪价拖累明显..... 4
- 图表 8：非食品中，交通通信拖累明显..... 4
- 图表 9：12，PPI 同比涨幅收窄至-0.7%..... 5
- 图表 10：PPI 回落，生产、生活资料均有拖累 5
- 图表 11：分行业来看，原油链价格延续回落、黑色链价格上涨..... 5

1、核心CPI回升，对通胀的影响？

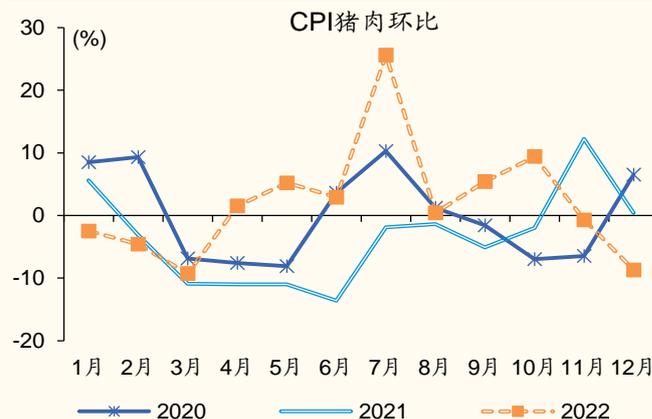
CPI通胀低预期，除油价拖累，猪价逆势回落拖累加大。12月，CPI同比涨幅扩大0.2个百分点至1.8%、低于预期的1.9%，环比由负转平。年中以来，CPI同比延续低预期、与原油价格下行拖累非食品项持续低预期等有关；12月又增新变量，食品项中，养殖场二次育肥出栏和年末集中出栏带来猪肉供给增加，使得猪价持续下行，带动CPI猪肉环比降幅较上月扩大8个百分点至-8.7%。

图表 1: 12月，CPI同比1.8%、低于预期的1.9%



来源: Wind、国金证券研究所

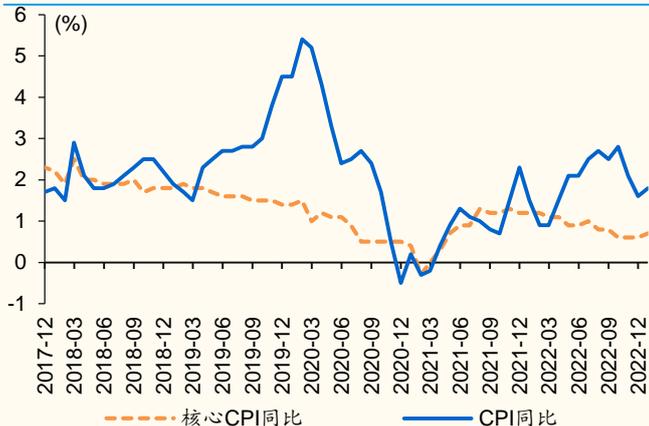
图表 2: 猪价环比超季节性回落



来源: Wind、国金证券研究所

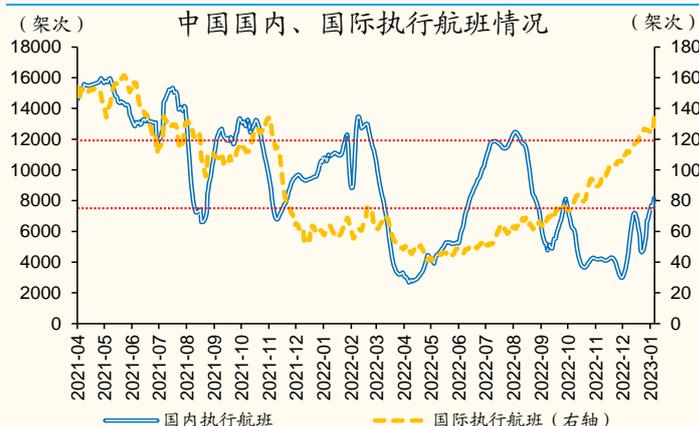
核心CPI涨价趋势有所抬头，与线下活动恢复、服务业涨价等有关。12月，核心CPI同比结束近3个月持平0.6%的状态，涨幅较上月扩大0.1个百分点至0.7%。核心CPI上涨与基数关系不大，更多是服务价格上涨拉动导致，例如，CPI服务价格环比超季节回升至0.1%，与线下消费相关的其他用品和服务、环比走平，近4年同期均值为-0.15%。

图表 3: 12月，核心CPI上涨至0.7%



来源: Wind、国金证券研究所

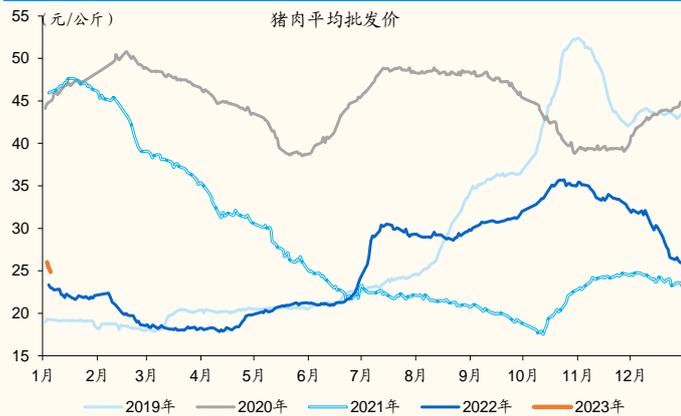
图表 4: 国际、国内执行航班量回升



来源: Wind、国金证券研究所

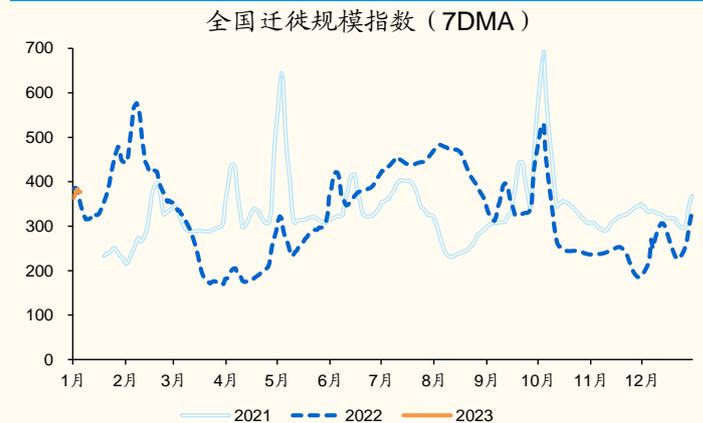
往后来看，年初CPI或相对温和，关注核心CPI涨价节奏。养殖场二次育肥出栏和年末集中出栏带来猪肉供给增加压力，在节前出尽概率较低，也可能压制节后猪价的反弹空间。高频数据显示，1月上旬，22省市生猪均价延续回落，由年底的18.4元/千克下探至15.6元/千克，带动猪粮比价于进入过度下跌预警区间。同时，原油价格仍然低迷，或使得年初CPI通胀压力相对可控。伴随疫情防控的逐步放开，线下活动已明显修复，或带动核心CPI延续上涨。

图表 5: 1月上旬, 猪价延续下行



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 年初, 全国迁徙规模指数延续回升

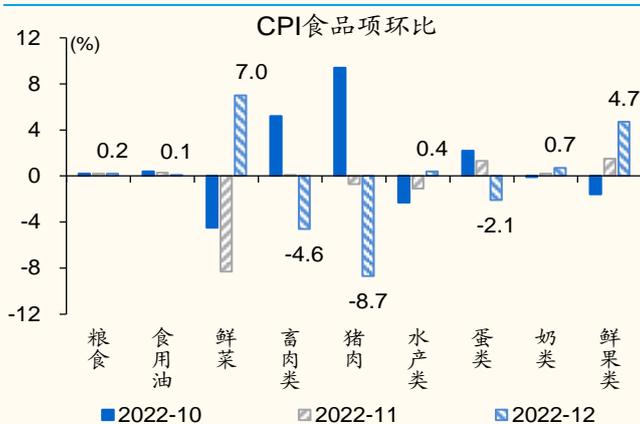


来源: Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪: CPI低预期, PPI超预期回落、受生产生活资料双双拖累

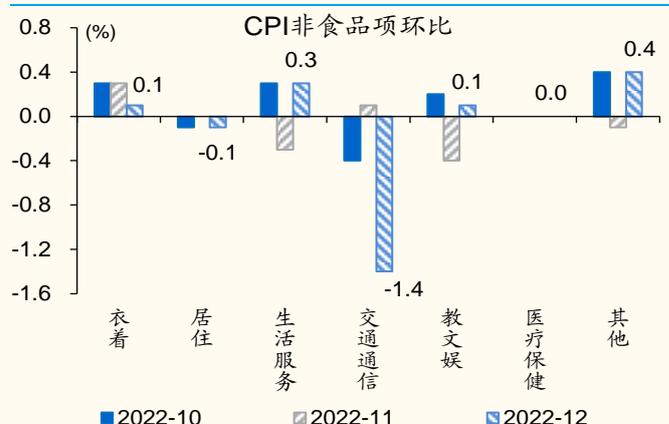
猪油共振回落拖累 CPI 低预期。12月, CPI 同比涨幅扩大 0.2 个百分点至 1.8%; 核心 CPI 同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.7%。分项中, 食品环比由负转正至 0.5%、低于往年同期均值的 1%, 主因猪价回落拖累; 非食品环比转负至 -0.2%, 国际油价下行延续拖累、交通工具用燃料环比超季节性回落至 -6%。

图表 7: 食品项中, 猪价拖累明显



来源: Wind、国金证券研究所

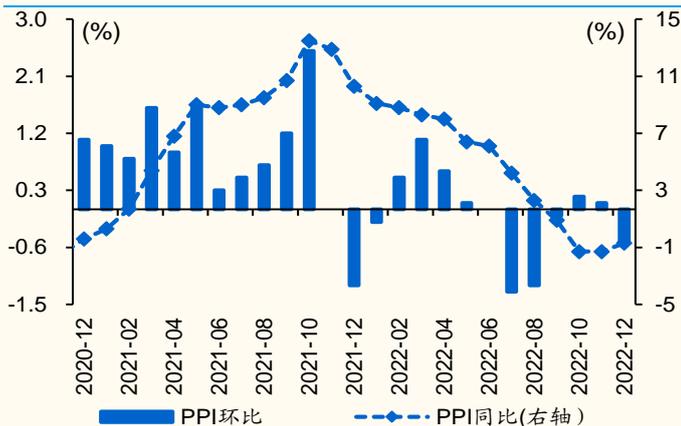
图表 8: 非食品中, 交通通信拖累明显



来源: Wind、国金证券研究所

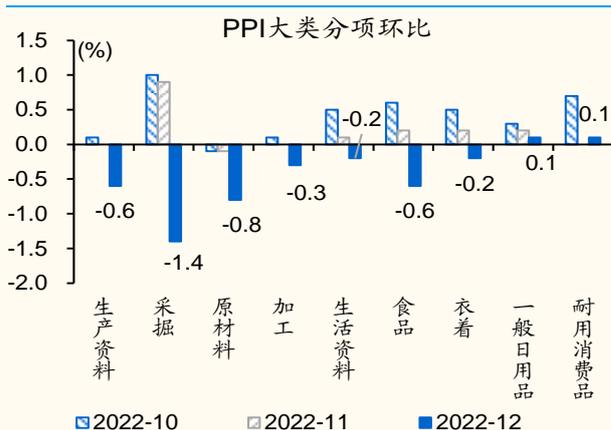
PPI 超预期回落, 生产、生活资料均有拖累。12月, PPI 同比降幅收窄 0.6 个百分点至 -0.7%、低于预期的 -0.3%, 环比由正转负至 -0.5%、上月为 0.1%。大类环比中, 生产资料由平转负至 -0.6%, 采掘、原材料、加工均有拖累, 环比分别为 -1.4%、-0.8%和 -0.3%; 生活资料环比转负至 -0.2%、上月 0.1%, 食品、衣着拖累尤其明显, 环比为 -0.6%和 -0.2%, 一般日用品和消费耐用品环比延续上涨。

图表 9: 12, PPI 同比涨幅收窄至-0.7%



来源: Wind、国金证券研究所

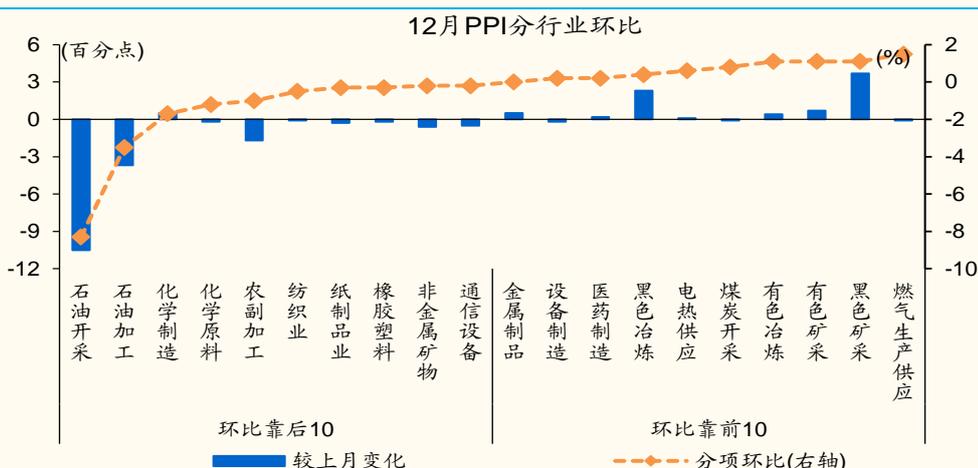
图表 10: PPI 回落, 生产、生活资料均有拖累



来源: Wind、国金证券研究所

分行业来看, 原油链价格延续回落、黑色链价格上涨, 或印证内外需分化。行业环比中, 石油开采、石油加工分别为-8.3%和-3.5%, 较上月回落 10.5 和 3.7 个百分点, 化学制造、化学原料和橡胶塑料延续回落, 分别为-1.7%、-1.2%和-0.3%。与稳增长相关行业价格延续上涨, 如, 上游煤炭开采延续上涨, 环比 0.8%, 黑色矿采、黑色冶炼环比涨幅分别扩大 3.7 和 2.3 个百分点。

图表 11: 分行业来看, 原油链价格延续回落、黑色链价格上涨



来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 开年通胀环境或相对温和, 对货币掣肘或相对较弱。全年 CPI 或呈“V”型走势, 核心驱动或来自于服务业“补偿式”涨价。中性情景下, CPI 年初高点或在 2.5%左右, 而后逐步回落, 下半年抬升相对温和; 悲观情景下, 如果消费修复超预期, 或带动核心 CPI 加快回升, 导致 CPI 通胀风险加大 (详情参见《通胀低预期的背后》、《2023 年, 新时代“朱格拉周期”元年》)。

风险提示:

- 1、生猪供给加速出清。伴随养殖利润持续侵蚀, 猪企资金消耗和偿债压力的加大, 或使得能繁母猪产能加速去化, 猪价持续、大幅上涨。
- 2、原材料供给不及预期。部分商品产能受限超预期, 价格大幅攀升。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402