

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

通胀或迎来小阶段上升，但压力不大

2023年1月13日

- **年末 CPI 触底回升的幅度有限。**12月CPI触底回升，但上升幅度有限，2022年全年CPI中枢为1.96%，处于温和区间。即使在春节消费需求带动下，年初通胀或进入上行阶段，但距离3%有较大距离，不必过分担忧。第一，生猪供给持续增加，猪价与同比增速继续回调。自10月份起，猪价同比涨幅高位回落。年底处于肥猪出栏的时期，受非理性压栏惜售和二次育肥的余波影响，生猪供给持续增加。第二，年末鲜果、鲜菜带来的价格压力多为季节性因素带来的上涨。进入12月后，重点监测果蔬的平均批发价波动上升，这背后主要是因为春节临近，居民对果蔬的需求增加导致价格回升。第三，国内成品油价格继续调降，交通通信项再受拖累。12月布伦特原油价格中枢继续回落，国内成品油价格继续下调，交通通信项表现再受拖累。
- **国际油价下行，PPI 环比由涨转跌。**12月，受国际油价波动和基数效应的影响，PPI同比降幅收窄，环比由涨转向跌。一是受基数影响，PPI同比增速降幅有所收窄。结构上看，生产资料与生活资料表现继续分化。二是上游原油价格回落引起原油相关产业链的价格下降，生产资料价格普遍下行。其中，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业等价格环比下降。三是建筑业景气度仍在高位运行，推升黑色金属和有色金属加工业价格。流动性边际宽松叠加地产政策提振继续支撑铜价中枢，伴随新年及春节假期临近，叠加疫后新冠感染人数有所增长，下游开工企业陆续停工放假，对铜铝供给端形成约束，继续支撑金属价格。
- **通胀或迎来小阶段上升，但压力不大。**2023年开年通胀或将温和上行，但我们认为压力较小。一是今年生猪价格波动幅度或变小，需关注中央收储和投储进度。目前，受生猪供应阶段性增加等因素影响，2023年初国内生猪价格延续回落态势。1月初猪粮比已经低于6:1，进入了下跌的三级预警，但国家发改委指出，预计2023年生猪价格波动幅度会比2022年小一些。二是国际油价反弹幅度有限，短期内消费回暖压力可能不会太大。1月初国际油价整体仍延续下行态势，全球经济低迷或将从需求端导致油价上行动力不足。此外，市场一直预期疫后修复或将给我国通胀带来压力，但我们认为短期内消费回暖带来的物价压力可能不会太大。
- **风险因素：**国内疫情形势超预期，国际油价变化超预期等。

目录

一、年末 CPI 触底回升的幅度有限.....	3
二、国际油价下行，PPI 环比由涨转跌.....	6
三、通胀或迎来小阶段上升，但压力不大.....	8
风险因素.....	8

图目录

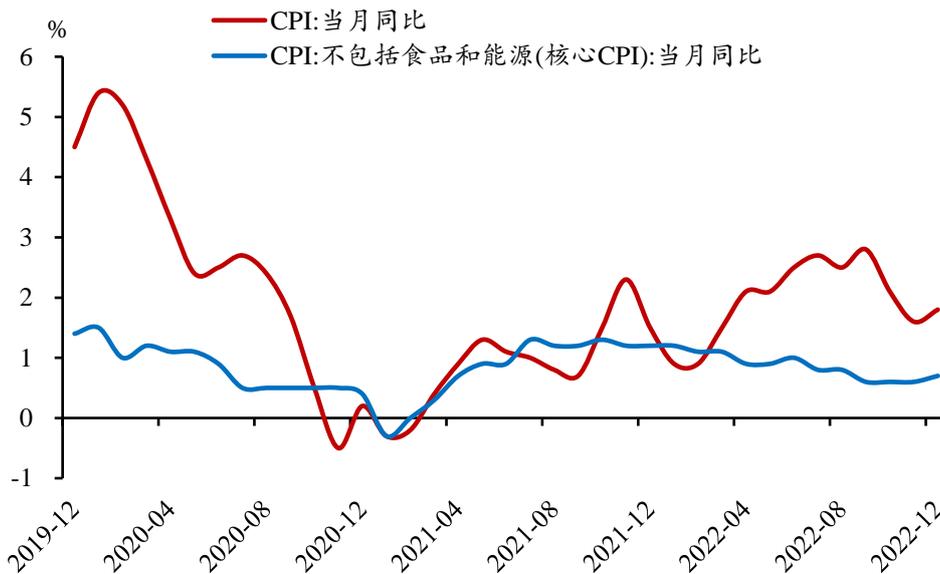
图 1：CPI 同比涨幅触底回升.....	3
图 2：12 月猪肉价格继续回落.....	3
图 3：12 月果蔬贡献对冲猪价贡献.....	4
图 4：12 月 CPI 涨幅回升主要受食品烟酒项的影响.....	4
图 5：国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落.....	5
图 6：12 月交通和通信项环比远低于季节性.....	5
图 7：12 月消费品和服务 CPI 均止跌回升.....	6
图 8：12 月生活和生产资料 PPI 同比增速的分化仍在继续.....	7
图 9：12 月生产资料 PPI 环比变化普遍下降.....	7
图 10：原油相关行业价格下降.....	8

一、年末 CPI 触底回升的幅度有限

年末 CPI 触底回升，但幅度有限。12 月 CPI 同比增速为 1.8%，CPI 环比增速由上月下降 0.2% 转为持平。2022 年全年 CPI 中枢为 1.96%，与我们在《通胀阶段性低点可能已经过去》中的预期基本一致。12 月 CPI 开始触底回升，在春节带动下即使年初通胀或将进入上行阶段，但距离 3% 有较大距离，不必过分担忧。

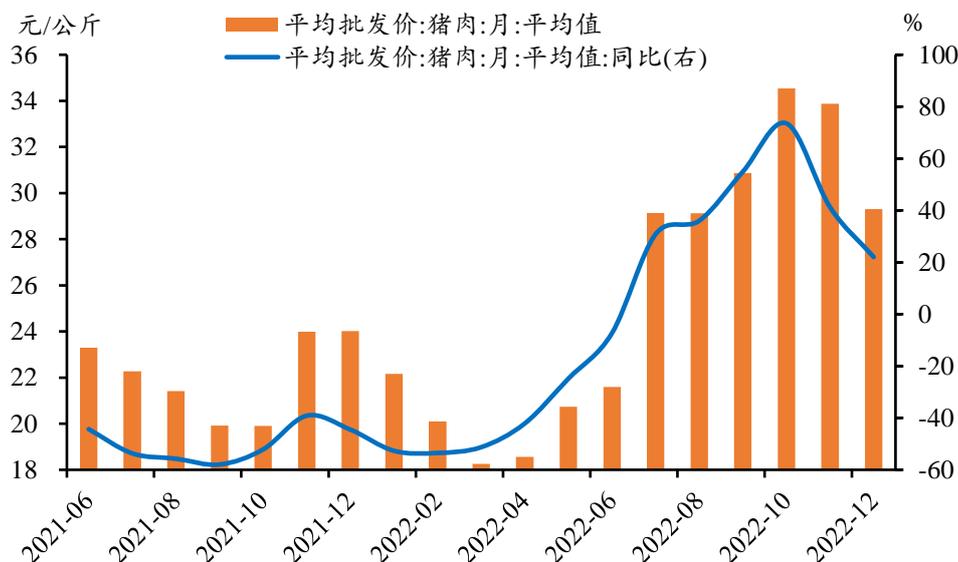
第一，生猪供给持续增加，猪价与同比增速继续回调。2022 年 3 季度以来，猪肉价格处于较高水平。自 10 月份起，猪价同比涨幅高位回落。年底处于肥猪出栏的时期，受前期非理性压栏惜售和二次育肥的余波影响，生猪供给持续增加。12 月猪肉价格回落至 29.31 元/公斤，猪肉批发价同比增速为 22.02%。

图 1：CPI 同比涨幅触底回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：12 月猪肉价格继续回落

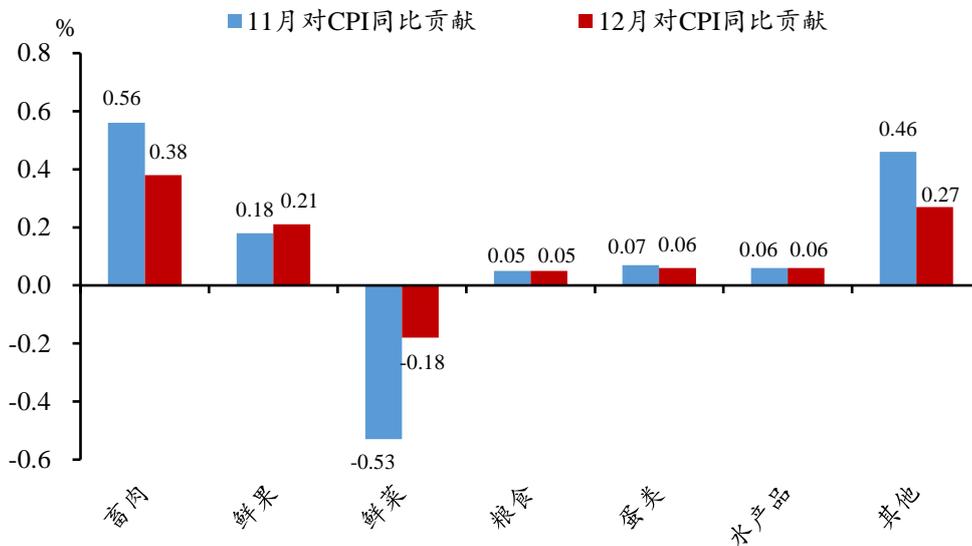


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，年末鲜果、鲜菜带来的价格压力多为季节性因素带来的上涨。在食品烟酒项中，果蔬与猪肉的表现分化。进入 12 月后，28 种重点监测蔬菜的平均批发价波动上升，12 月鲜菜项 CPI 环比上涨 7.0%。7 种重点监测水果的

平均批发价格也是波动上升，12月鲜果项CPI环比上涨4.7%。这两者背后主要是因为春节临近，居民对果蔬的需求增加导致价格回升。同比上看，蔬菜价格对食品烟酒项CPI的拖累程度有所好转，较11月改善了0.35个百分点。

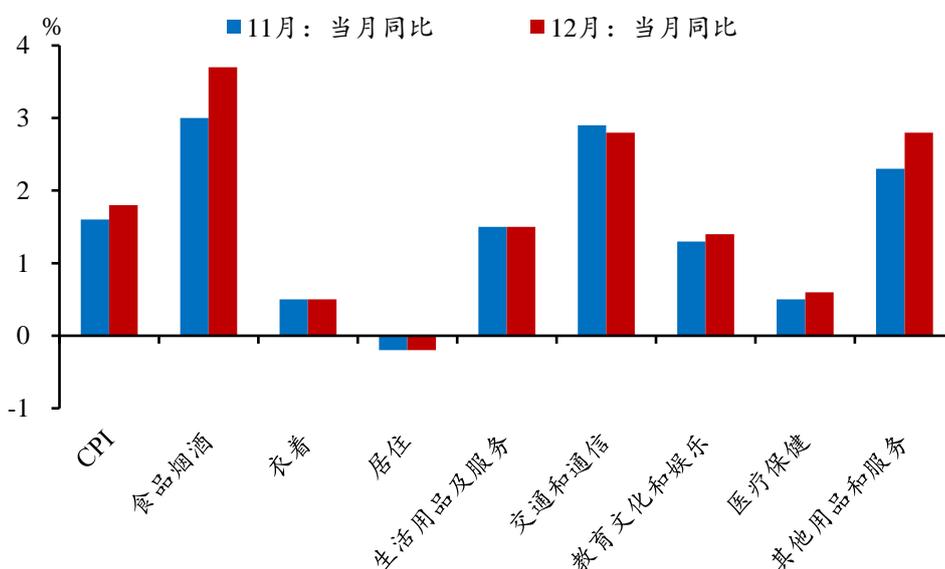
图 3：12月果蔬贡献对冲猪价贡献



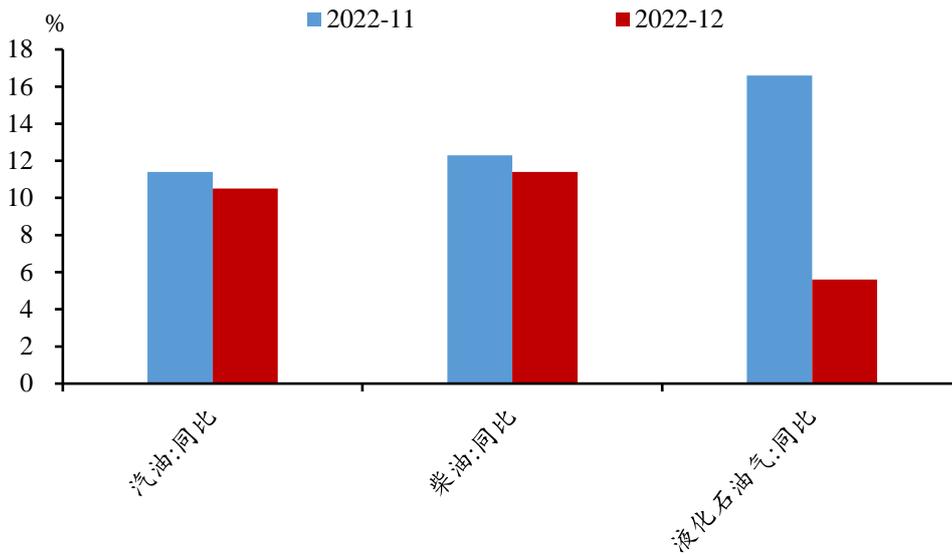
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

第三，国内成品油价格继续调降，交通通信项再受拖累。12月布伦特原油价格中枢继续回落，跌破90美元/桶的关口，为81.23美元/桶，同比涨幅回落至9.65%。国内成品油价格分别在12月5日和12月19日开启调价窗口，下调汽、柴油价格。此次下调是国内成品油第10次下调价格，以“三连跌”收官。因此，国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落，交通通信项CPI再受拖累，从11月的2.9%小幅下降至2.8%。

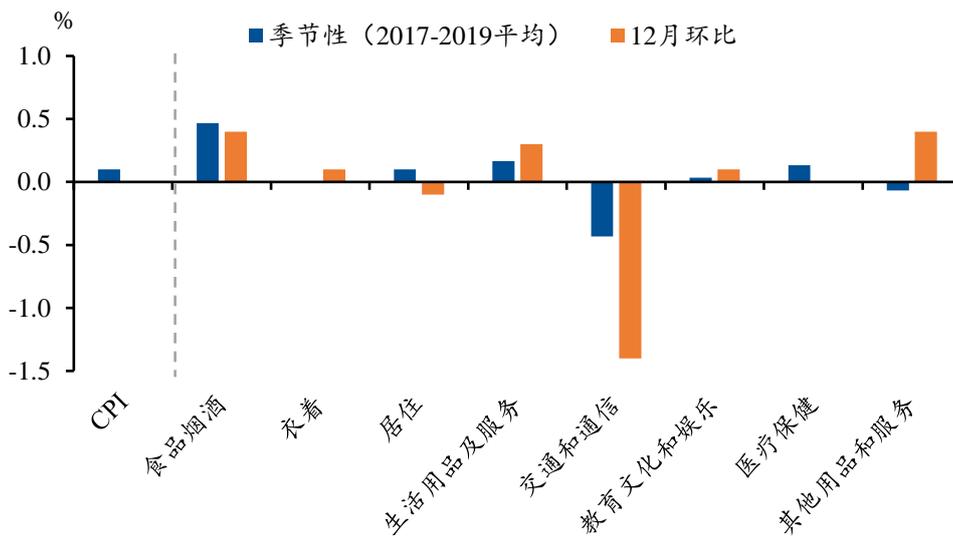
图 4：12月CPI涨幅回升主要受食品烟酒项的影响



资料来源：Wind，信达证券研发中心

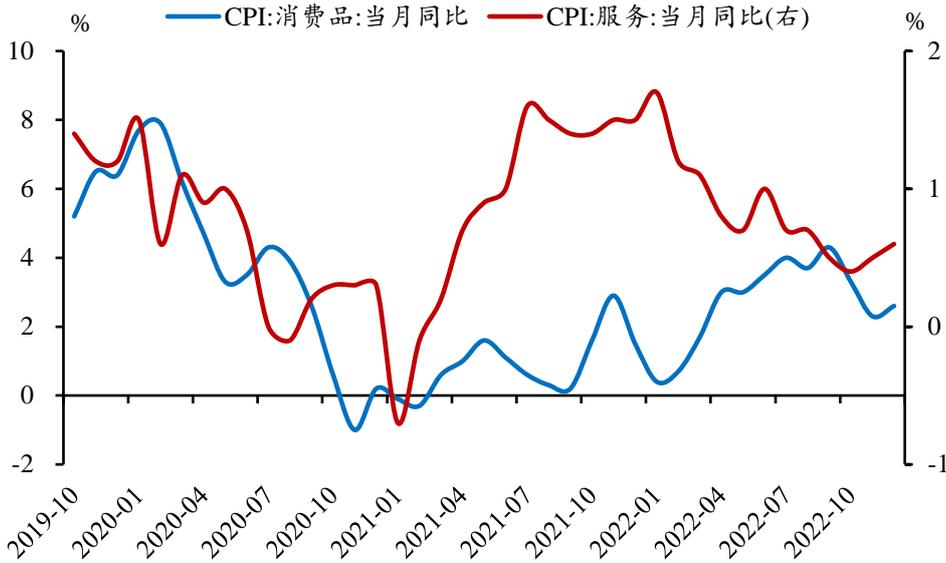
图 5：国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：12月交通和通信项环比远低于季节性


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总体来看,在疫情防控政策优化调整后,12月消费品和服务CPI均出现回升。12月消费品CPI同比上升至2.6%,服务CPI同比上升至0.6%。从环比上看,消费品CPI环比变化与11月相同,环比变化为-0.1%,但与2017-2019年的季节性表现相反;而服务CPI环比回升,略强于季节性。随着疫情防控政策优化调整,出行及娱乐活动逐步恢复,飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费价格较11月分别环比上涨7.7%、5.8%和3.8%;在春节临近的影响下,家政服务价格也环比上涨1.0%。

图 7：12 月消费品和服务 CPI 均止跌回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

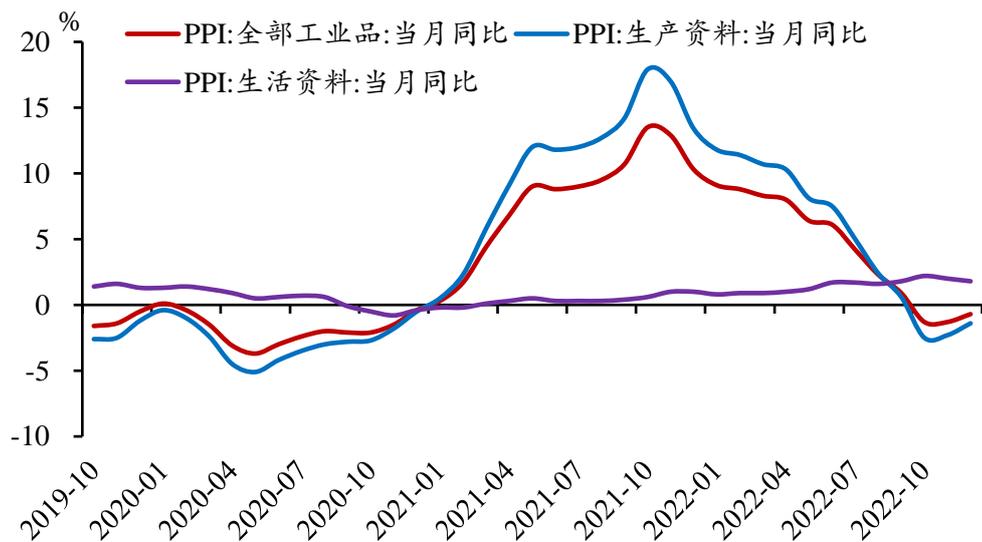
二、国际油价下行，PPI 环比由涨转跌

12 月，受国际油价波动和基数效应的影响，PPI 同比降幅收窄，环比由涨转向跌。

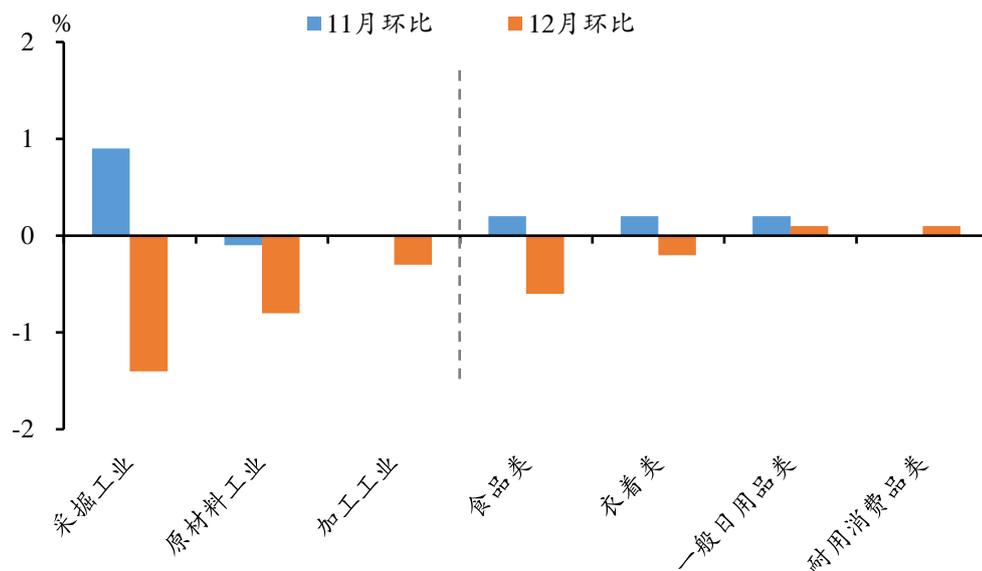
一是受基数影响，PPI 同比降幅继续收窄。受 2021 年同期基数走低的影响，12 月 PPI 同比降幅有所收窄。12 月工业生产者出厂价格同比增速为-0.7%，降幅比 11 月收窄 0.6 个百分点。12 月 PPI 环比由 11 月的 0.1% 转为-0.5%。结构上看，生产资料与生活资料表现继续分化，生产资料价格同比下降 1.4%，生活资料价格同比上涨 1.8%。全年来看，2022 年工业生产者出厂价格比 2021 年上涨 4.1%，工业生产者购进价格上涨 6.1%。

二是上游原油价格回落引起原油相关产业链的价格下降。12 月国际原油价格大幅下跌，环比下降 11.53%。国际油价下跌拖累国内油价，12 月国内一揽子原油价格环比下降 2.57%。国际原油价格下行带动国内石油及相关行业价格下降，生产资料价格普遍下行。其中，石油和天然气开采业价格环比下降 8.3%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比下降 3.5%，化学纤维制造业环比下降 1.7%，橡胶和塑料制品业环比下降 0.3%。

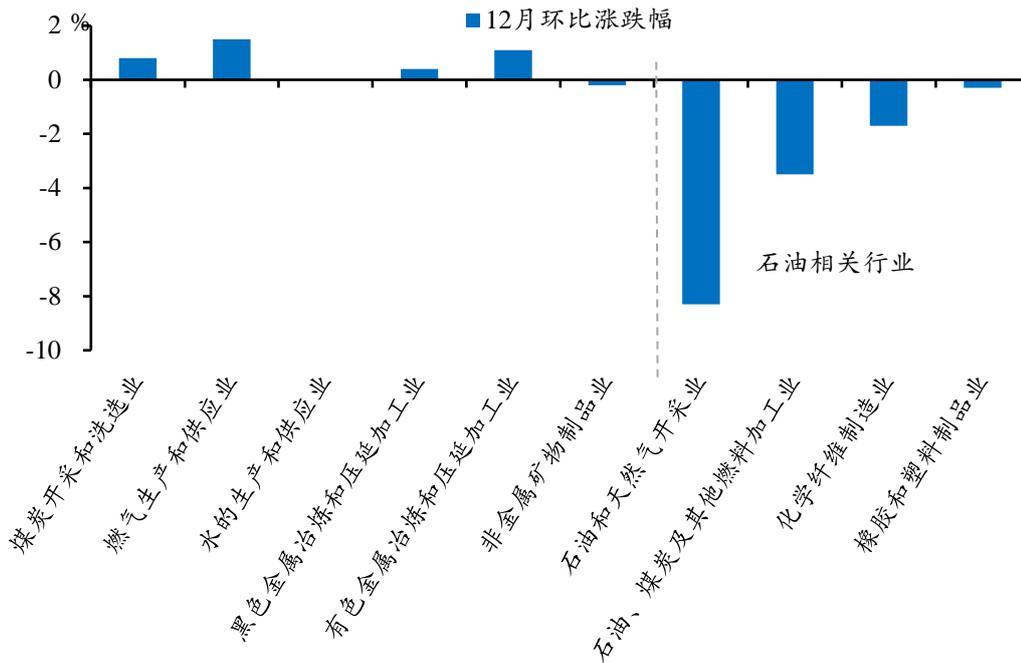
三是建筑业景气度仍在高位运行，推升黑色金属和有色金属加工业价格。12 月建筑业 PMI 录得 54.4%，维持在扩张区间，全国螺纹钢价格环比上涨，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.4%。另外，下游房地产政策利好不断释放，流动性边际宽松叠加地产政策提振继续支撑铜价中枢，有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 1.1%。伴随新年及春节假期临近，叠加疫后新冠感染人数有所增长，下游开工企业陆续停工放假，对铜铝供给端形成约束，继续支撑金属价格。

图 8：12 月生活和生产资料 PPI 同比增速的分化仍在继续


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：12 月生产资料 PPI 环比变化普遍下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：原油相关行业价格下降


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

三、通胀或迎来小阶段上升，但压力不大

年初通胀或将出现阶段性回暖，但我们认为压力较小，不需要过于担心。

一是今年生猪价格波动幅度或变小，需关注中央收储和投储进度。2022 年中央储备冻猪肉的工作都集中在上半年，进入三季度以来为调节猪价的合理运行，进行了投储工作。自 10 月以来，猪价高位回落。目前，受生猪供应阶段性增加等因素影响，2023 年初国内生猪价格延续回落态势。1 月初猪粮比已经低于 6: 1，进入了下跌的三级预警。中央可能会视价格变化情况做适当收储，但国家发改委指出，预计 2023 年生猪价格波动幅度会比 2022 年小一些。

二是国际油价反弹幅度有限，短期内消费回暖压力可能不会太大。1 月初国际油价整体仍延续下行态势，原油价格在 75-80 美元/桶附近震荡。全球经济低迷或将从需求端导致油价上行动力不足，短期内油价再度大幅上升的空间可能有限。此外，市场一直预期疫后修复或将给我国通胀带来压力，但我们认为短期内消费回暖带来的物价压力可能不会太大。

风险因素

国内疫情形势超预期，国际油价变化超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。