

# CPI温和上行，PPI下行幅度缩窄，通胀仍非主要矛盾

## 2022年12月通胀数据点评

### 报告摘要

2022年12月CPI同比录得+1.8%，涨幅较上月扩大0.2PCTS，略低于市场预期。分食品项和非食品项看，食品项同比与上月相同，非食品项同比涨幅较上月扩大1.1PCTS。虽然在生猪供给持续增加影响下，2022年12月猪肉价格继续下跌，带动猪肉价格同比涨幅较11月下行12.2PCTS，但受到全国范围内居民集中确诊影响，短途物流一定程度相对紧张，2022年12月鲜菜和鲜果价格均出现超季节性上行，带动2022年12月食品价格同比较11月出现上行。排除食品和能源因素后，2022年12月核心CPI同比为+0.7%，较11月+0.1PCTS，核心CPI同比自2022年6月后再次出现上行，反映疫情防控政策调整后，消费恢复动能有所增强。

往后看，预计2023年1月CPI同比继续上行，但缺乏猪、油等关键商品价格支撑，预计上行幅度较温和，破3概率小：**1，防控政策优化调整之下，1月消费复苏有望进一步提速，核心CPI有望继续上行。****2，猪肉和原油价格走势对2023年1月CPI同比形成拖累。**猪价和油价2022年12月同比均为正，但猪价在2023年1月大概率会出现同比转负或同比涨幅明显下降，油价在2023年1月大概率同比转负。

2022年12月PPI同比-0.7%，低于市场预期的-0.3%，下行幅度较11月缩减0.6PCTS，环比为-0.5%。2022年12月PPIRM同比+0.3%，较11月+0.9PCTS，环比为-0.4%。

环比上，虽然2022年12月煤炭价格和钢材价格的总体上行对PPI环比有一定支撑，但在国际油价环比下行幅度较大的带动下，最终2022年12月PPI环比录得-0.5%，结束了10月和11月连续两个月PPI环比上行的趋势。

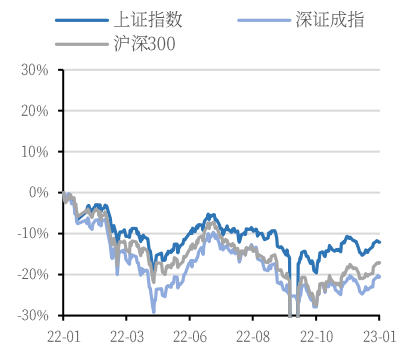
同比看，煤、钢和油三大工业原料角度：2022年12月各煤种价格虽然环比有涨有跌，但在去年同期煤价基数总体下行影响下，同比价格涨幅普遍扩大；2022年12月钢材价格虽然环比普遍上行，但在去年高基数的影响下，同比仍然普遍下行；2022年12月在全球加息和经济走弱下，国际油价继续下行，油价同比录得+7.1%，较11月的+11.7%回落，带动国内汽油、柴油价格同比涨幅均有所回落。

展望后市，预计2023年1月PPI同比继续为负：**1，目前国际油价因美欧同步紧缩的货币政策和全球经济的走弱而保持弱势。**2023年1月已低于去年同期，预计2023年1月油价同比为负，相较2022年12月的同比为正，对PPI有一定拖累作用。**2，房地产依然在筑底，12月制造业PMI数据显示制造业景气度仍然处在相对低位，结合2022年1月价格基数，预计2023年1月钢材和水泥价格仍对PPI同比有所拖累。**

### 主要数据

上证指数	3163.4509
沪深300	4017.8692
深证成指	11465.728

### 主要指数走势图



### 作者

符旸 分析师  
SAC执业证书: S0640514070001  
联系电话: 010-59562469  
邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师  
SAC执业证书: S0640520030001  
联系电话: 010-59219572  
邮箱: liuqd@avicsec.com

### 相关数据

2023年1月12日，据统计局公布的数据：2022年12月，CPI环比为0，CPI同比+1.8%，较上月+0.2PCTS，核心CPI同比+0.7%，较上月+0.1PCTS。2022年12月，PPI环比-0.5%，同比-0.7%，较上月+0.6PCTS。2022年12月，PPIRM环比-0.4%，同比+0.3%，较上月+0.9PCTS。

---

当前我国总体通胀水平依然较低，预计 2023 年我国 CPI 同比会在+2.5%左右，PPI 同比在 0 左右。在经济下行压力仍然较大的情况下，货币政策易松难紧，通胀并非主要矛盾，并不构成对货币政策的制约。

## 一、消费复苏之下，2022年12月CPI同比上行幅度加大

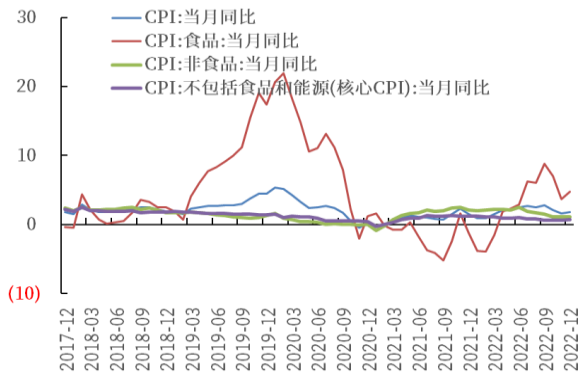
12月CPI环比为0，弱于近5年历史同期均值的+0.14%。其中，非食品项CPI的环比为-0.2%，弱于近5年均值的-0.02%，食品项CPI环比为+0.5%，同样弱于近5年均值的+0.8%。食品项中猪肉价格环比-8.7%（近5年均值为+0.6%），非食品项中，受国际油价下行影响，交通工具用燃料价格环比-6.0%（近5年均值为-1.3%），二者价格的超季节性下行是2022年12月CPI食品项和非食品项环比均出现超季节性走弱的主因。扣除食品和能源后，2022年12月核心CPI环比为+0.1%，高于近五年均值的+0.04%，反映出在疫情防控政策调整后，居民消费已经有所恢复。

12月CPI同比+1.8%，略低于市场预期的+1.9%，较11月+0.2PCTS。12月CPI非食品项同比+1.1%，与11月一致，CPI食品项同比+4.8%，较11月+1.1PCTS，是12月CPI同比较11月上行的主因。食品项方面，2022年12月，在生猪供给持续增加影响下，猪肉价格继续下跌，带动猪肉价格同比涨幅较11月下行12.2PCTS。但另一方面，受到全国范围内居民集中确诊影响，短途物流一定程度相对紧张，2022年12月鲜菜和鲜果价格均出现超季节性上行，带动鲜菜价格跌幅较11月减少13.2PCTS，鲜果价格涨幅较11月扩大1.4PCTS，最终带动2022年12月食品价格同比较11月出现上行。非食品项方面，2022年12月，汽油和柴油价格同比分别为+10.5%和+11.4%，涨幅均有回落，但飞机票价格同比为+26.7%，较11月+7.8PCTS。扣除食品和能源后，2022年12月核心CPI同比为+0.7%，较11月+0.1PCTS，核心CPI同比自2022年6月后再次出现上行，反映疫情防控政策调整后，消费恢复动能有所增强。

往后看，预计2023年1月CPI同比继续上行，但缺乏猪、油等关键商品价格支撑，预计上行幅度较温和，破3概率小：1，防控政策优化调整之下，1月消费复苏有望进一步提速，核心CPI有望继续上行。2022年12月，疫情防控政策实质性调整后，集中感染之下，全国范围内居民出行受到了较大影响。17个大中城市地铁客流量数据显示，各城市2022年12月地铁客流量较11月普遍下行。但从趋势上看，2022年12月下旬，17个城市地铁客流量均已进入集中感染之后逾恢复期。进入2023年1月之后，17个城市地铁客流量继续恢复。此外，高德大数据100个城市交通拥堵情况数据也显示，进入1月之后，全国范围内拥堵情况加速向历史均值回归。预计2023年1月居民出行的恢复，有望带动居民消费场景修复，进而带动居民消费进一步复苏，带动核心CPI环比及同比继续上行。2，猪肉和原油价格走势对2023年1月CPI同比形成拖累。猪价和油价2022年12月同比均为正，但猪价在2023年1月大概率会出现同比转负或同比涨幅明显下降，油价在2023年1月大概率同比转负。猪价在生猪产能持续恢复之下，价格持续走低，2023年1月猪价走低趋势延续，截止2023年1月11日，全国猪肉批发价收于23.9元/公斤，已接近去年同期的22.2元/公斤。2022年12月猪价同比涨幅为正，但2023年1月，猪价对CPI同比的拉动作用将较2022年12月明显下降，甚至同比转为负值。油价在全球经济走弱的预期之下，进入

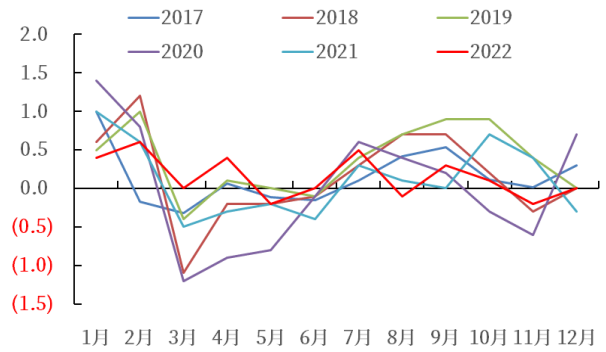
2023年1月后继续走低，截止2023年1月11日，OPEC一揽子原油价格收于78.2美元/桶，已低于去年同期的82.0美元/桶。2022年12月油价同比仍为正值，但2023年1月，油价对CPI同比大概率起拖累作用。在关键商品猪肉和原油价格对CPI同比拉动力明显走弱的情况下，2023年1月CPI同比即使较2022年12月上行，破3的概率也较小。

图1 CPI同比走势 (%)



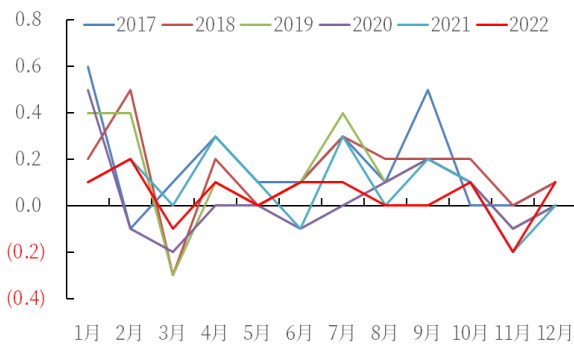
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 CPI环比走势 (%)



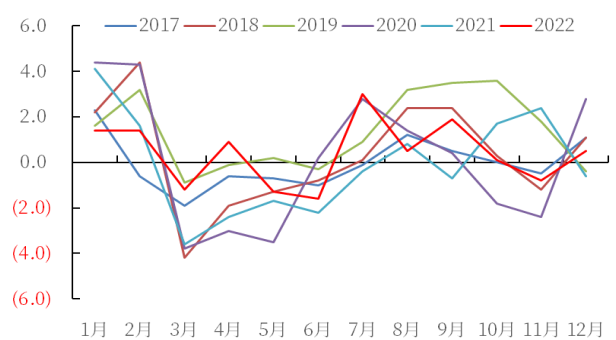
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 核心CPI环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 食品CPI环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 CPI分项目同比和环比情况 (%)

	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12
CPI:当月同比	1.80	1.60	2.10	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50
CPI:食品烟酒:当月同比	3.70	3.00	5.20	6.30	4.50	4.70	2.50	2.10	1.90	-0.30	-1.80	-1.80	-0.10
CPI:衣着:当月同比	0.50	0.50	0.50	0.50	0.60	0.70	0.60	0.50	0.50	0.60	0.60	0.40	0.60
CPI:居住:当月同比	-0.20	-0.20	-0.20	0.30	0.60	0.70	0.80	1.00	1.20	1.30	1.40	1.40	1.60
CPI:生活用品及服务:当月同比	1.50	1.50	1.40	1.40	1.30	1.40	1.50	1.40	1.20	0.90	0.60	0.40	0.80
CPI:交通和通信:当月同比	2.80	2.90	3.10	4.50	4.90	6.10	8.50	6.20	6.50	5.80	5.50	5.20	5.00
CPI:教育文化和娱乐:当月同比	1.40	1.30	1.20	1.20	1.60	1.50	2.10	1.80	2.00	2.60	2.50	2.90	3.10
CPI:医疗保健:当月同比	0.60	0.50	0.50	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60	0.60	0.70
CPI:其他用品和服务:当月同比	2.80	2.30	1.90	1.60	2.20	0.90	1.70	1.80	1.70	2.10	0.30	-0.10	-0.50
CPI:环比	0.00	-0.20	0.10	0.30	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60	0.40	-0.30
CPI:食品烟酒:环比	0.40	-0.50	0.20	1.30	0.40	1.90	-1.00	-0.90	0.70	-0.90	1.20	1.10	-0.30
CPI:衣着:环比	0.10	0.30	0.30	0.80	-0.20	-0.40	-0.10	0.40	-0.20	0.40	-0.30	-0.50	0.10
CPI:居住:环比	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.10	0.00	-0.10
CPI:生活用品及服务:环比	0.30	-0.30	0.30	0.00	0.00	0.30	-0.20	0.20	0.60	0.20	0.20	-0.10	0.30
CPI:交通和通信:环比	-1.40	0.10	-0.40	-0.60	-1.70	-0.70	2.20	0.10	1.10	1.60	1.40	1.10	-1.30
CPI:教育文化和娱乐:环比	0.10	-0.40	0.20	0.40	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	-0.30	0.40	0.20	0.00
CPI:医疗保健:环比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10	0.00
CPI:其他用品和服务:环比	0.40	-0.10	0.40	-1.30	0.30	-0.70	0.10	0.80	0.00	1.00	0.10	0.90	-0.10

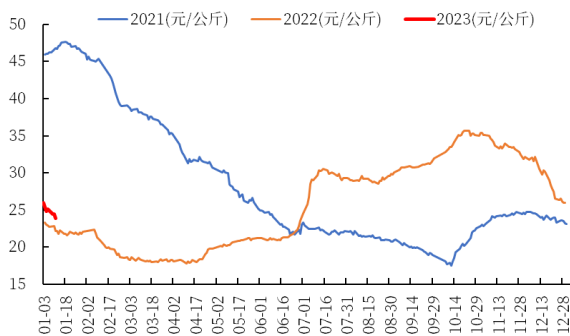
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 CPI分项目环比季节性情况(%)

	近五年均值	2022-12	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12
CPI:环比	0.14	0.00	-0.30	0.70	0.00	0.00	0.30
CPI:食品烟酒:环比	0.62	0.40	-0.30	2.00	-0.20	0.80	0.80
CPI:衣着:环比	0.02	0.10	0.10	0.00	-0.10	0.10	0.00
CPI:居住:环比	0.06	-0.10	-0.10	0.10	0.10	0.00	0.20
CPI:生活用品及服务:环比	0.18	0.30	0.30	0.10	0.10	0.20	0.20
CPI:交通和通信:环比	-0.34	-1.40	-1.30	0.90	0.20	-1.90	0.40
CPI:教育文化和娱乐:环比	0.00	0.10	0.00	-0.10	0.00	0.00	0.10
CPI:医疗保健:环比	0.08	0.00	0.00	0.00	0.20	0.10	0.10
CPI:其他用品和服务:环比	-0.14	0.40	-0.10	-0.40	-0.10	0.00	-0.10

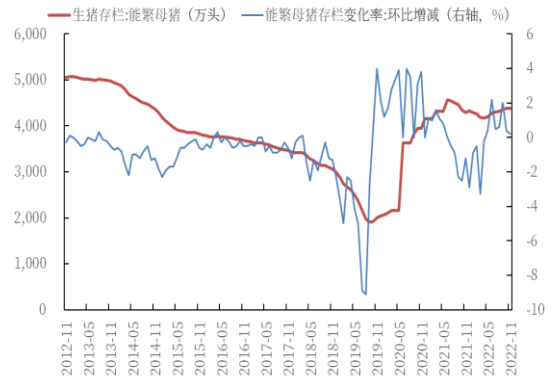
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 平均猪肉批发价走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 能繁母猪存栏变化率走势(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

## 二、2022 年 12 月 PPI 同比下行幅度超市场预期，预计 2023 年 1 月 PPI 同比继续为负

2022 年 12 月 PPI 同比-0.7%，超市场预期的-0.3%，下行幅度较 11 月缩窄 0.6PCTS，环比为-0.5%。2022 年 12 月 PPIRM 同比+0.3%，较 11 月+0.9PCTS，环比为-0.4%。

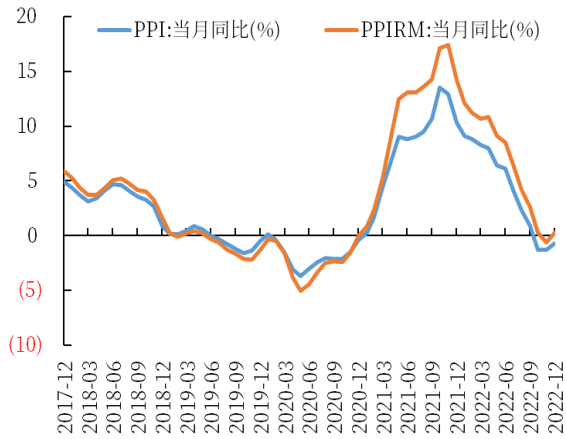
环比上，煤、钢和油三大工业原料角度：2022 年 12 月，普通混煤、山西大混、山西优混价格环比下行在 8.3%到 9.2%之间，无烟煤和 1/3 焦煤价格分别环比上行 5.6%和 7.4%。2022 年 12 月，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格与上月相比普遍上行，上行幅度在 0.2%到 4.5%之间。2022 年 12 月油价环比下降幅度较大，OPEC 一揽子原油价格环比-11.2%，录得年内环比下行幅度最大值。行业角度：2022 年 12 月，石油和天然气开采业价格环比-8.3%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比-3.5%。有色金属冶炼和压延加工业价格环比+1.1%，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比+0.4%，煤炭开采和洗选业价格环比+0.8%。虽然 2022 年 12 月煤炭价格和钢材价格的总体上行对 PPI 环比有一定支撑，但在国际油价环比下行幅度较大的带动下，最终 2022 年 12 月 PPI 环比录得-0.5%，结束了 10 月和 11 月连续两个月 PPI 环比上行的趋势。

同比看，煤、钢和油三大工业原料角度：2022 年 12 月各煤种价格虽然环比有涨有跌，但在去年同期煤价基数总体下行影响下，同比价格涨幅普遍扩大，无烟煤、普通混煤、山西大混、山西优混和 1/3 焦煤价格同比上涨在 1.9%到 29.4%之间；2022 年 12 月钢材价格虽然环比普遍上行，但在去年高基数的影响下，同比仍然普遍下行，下行幅度与 11 月相近，螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格同比下行幅度在 15.3%和 19.6%之间；2022 年 12 月在全球加息和经济走弱下，国际油价继续下行，油价同比录得+7.1%，较 11 月的+11.7%回落，带动国内汽油、柴油价格同比涨幅均有所回落。分上中下游看：2022 年 12 月，上游的采掘工业 PPI 同比由负转正，由 11 月的-3.9%转为+1.7%；中游原材料工业 PPI 同比上行幅度加大，由 11 月的+0.3%变为+1.2%；下游的加工工业 PPI 同比继上月后继续为负，录得-2.7%，降幅较上月缩窄 0.5PCTS。PPI 采掘工业同比-PPI 加工工业同比的差由 2022 年 11 月的+0.7PCTS 变为-4.4PCTS，上游价格的上行和下游价格的下行之下，制造业企业成本压力同比有所加大。

展望后市，预计 2023 年 1 月 PPI 同比继续为负：1，目前国际油价因美欧同步紧缩的货币政策和全球经济的走弱而保持弱势。2023 年 1 月已低于去年同期，预计 2023 年 1 月油价同比为负，相较 2022 年 12 月的同比为正，对 PPI 有一定拖累作用。2，房地产依然在筑底，12 月制造业 PMI 数据显示制造业景气度仍然处在相对低位，结合 2022 年 1 月价格基数，预计 2023 年 1 月钢材和水泥价格仍对 PPI 同比有所拖累。

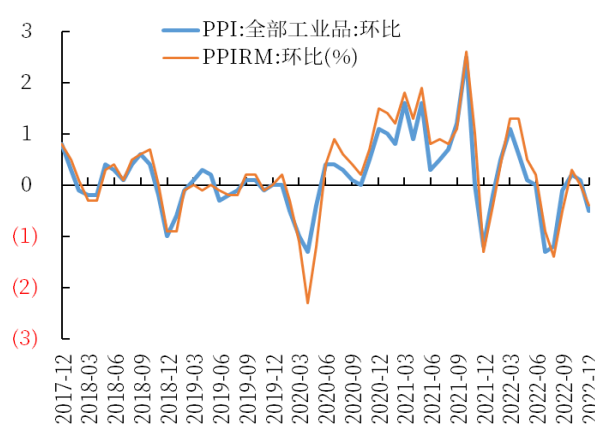


图9 PPI 和 PPIRM 同比走势



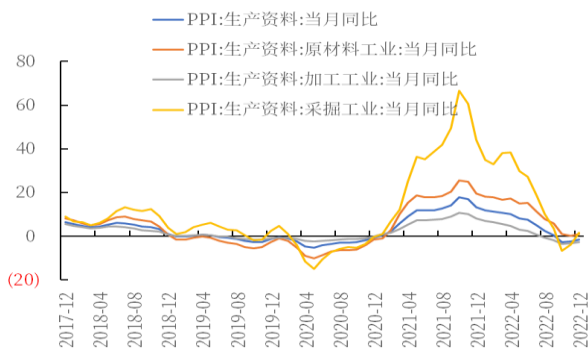
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 PPI 和 PPIRM 环比走势



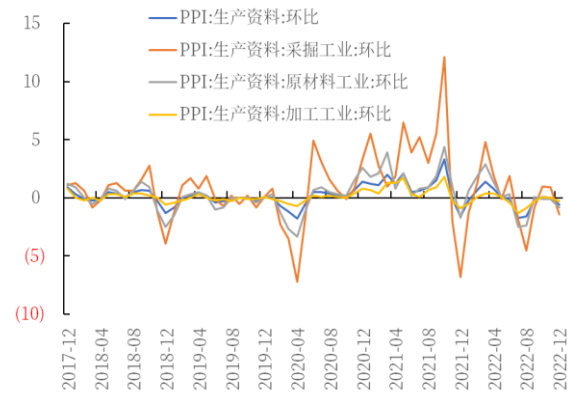
资料来源: wind, 中航证券研究所

图11 上中下游 PPI 同比走势 (%)



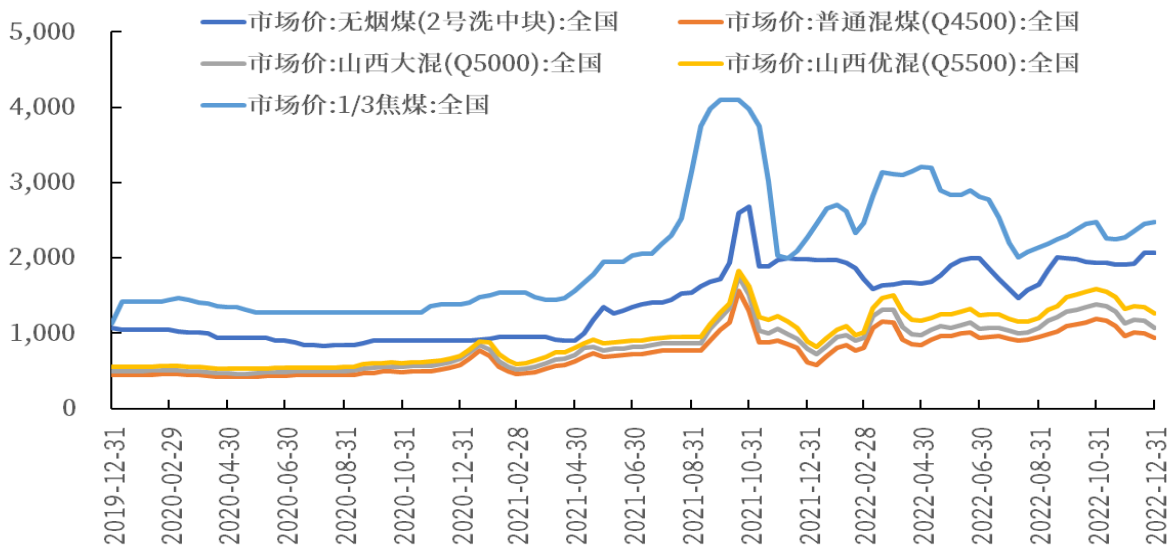
资料来源: wind, 中航证券研究所

图12 上中下游 PPI 环比走势 (%)



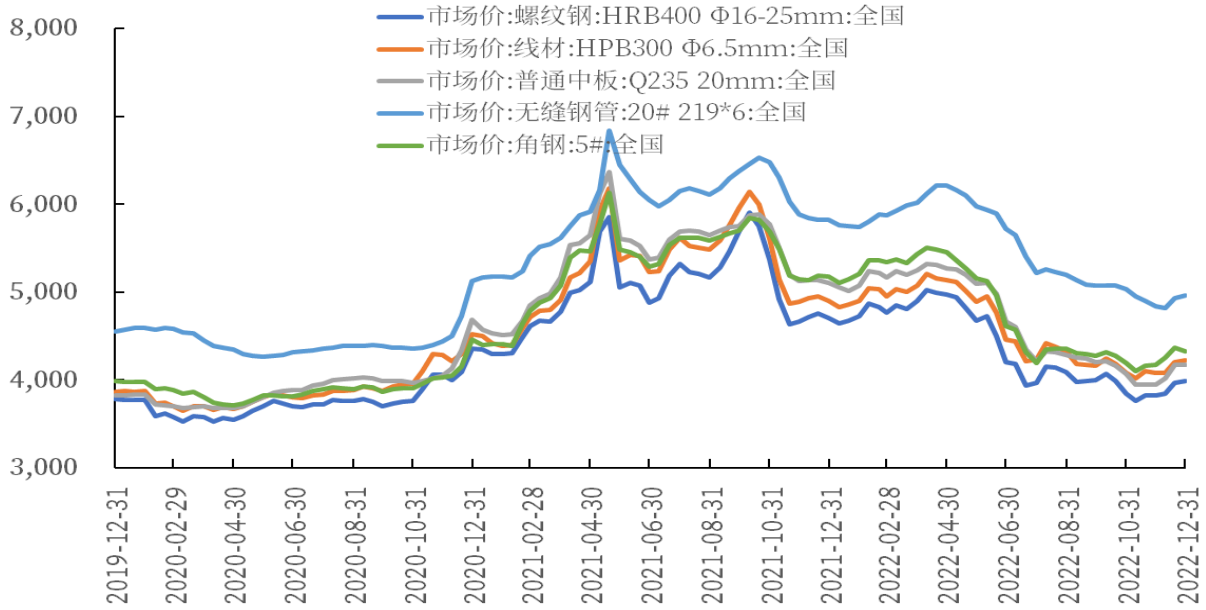
资料来源: wind, 中航证券研究所

图13 煤炭价格走势 (元/吨)



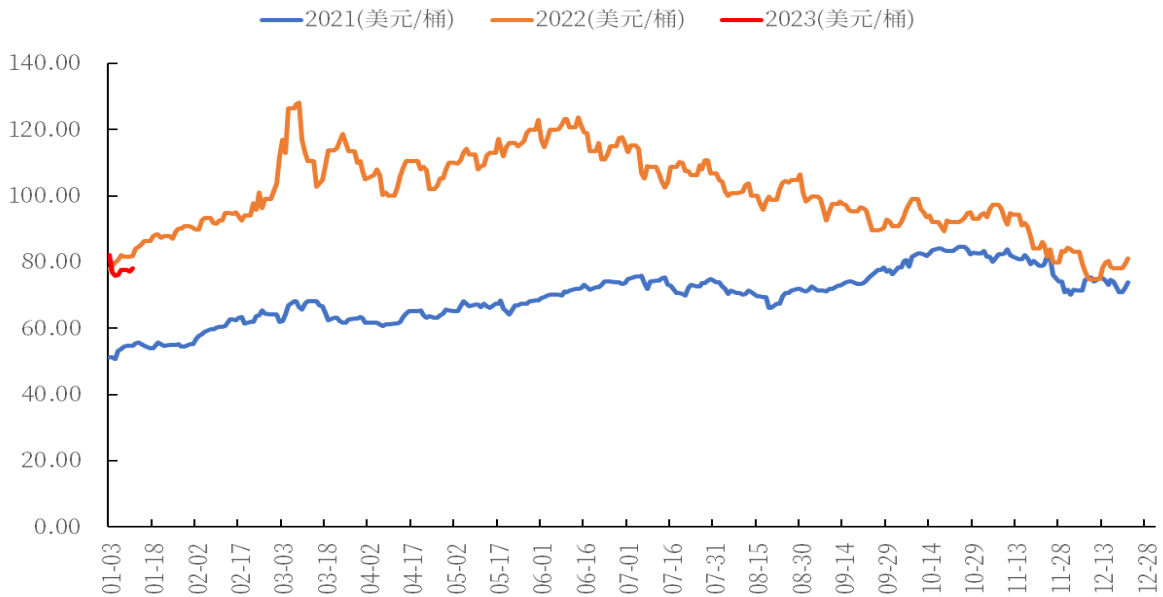
资料来源: wind, 中航证券研究所

图14 钢材价格走势（元/吨）



资料来源：wind，中航证券研究所

图15 OPEC一揽子原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind，中航证券研究所



### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及/或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637