



通胀或较难对货币政策形成制约

——2022年12月通胀数据点评

2023年1月13日

固定收益 点评报告

分析师

贾清琳 电话：010-66554042 邮箱：jiaql@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521070009

事件：

2023年1月12日，国家统计局发布中国12月通胀数据：

CPI 同比 1.8%，预期 1.5%，前值 1.6%；PPI 同比-0.7%，预期-0.3%，前值-1.3%；核心 CPI 同比 0.7%，比上月上行 0.1%。

观点：

2022年12月CPI和PPI同比均不及市场预期，主因疫情扰动仍在，经济活动恢复尚且有限。但此前三季度货币政策执行报告提到要“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化”，央行四季度货币政策例会也提出“着力稳增长、稳就业、稳物价”，显示在前期M2增速大幅上行、居民存款高增的背景下央行对防疫政策优化后需求和消费的反弹存在一定担忧。但我们认为实际的CPI上行风险是可控的，因为近年来居民收入增速低同时对于未来收入预期仍弱，因此消费修复弹性大概率会是偏弱的。而居民存款高增主要是购房相关消费的下滑，地产慢修复情形下后续或难以对消费弹性形成太大支撑。而PPI与工业企业利润以及经济实际修复状态相关度更高，我们预计短期内在国内经济慢修复叠加全球经济下行以及2022年高基数的影响下PPI或仍处低位。

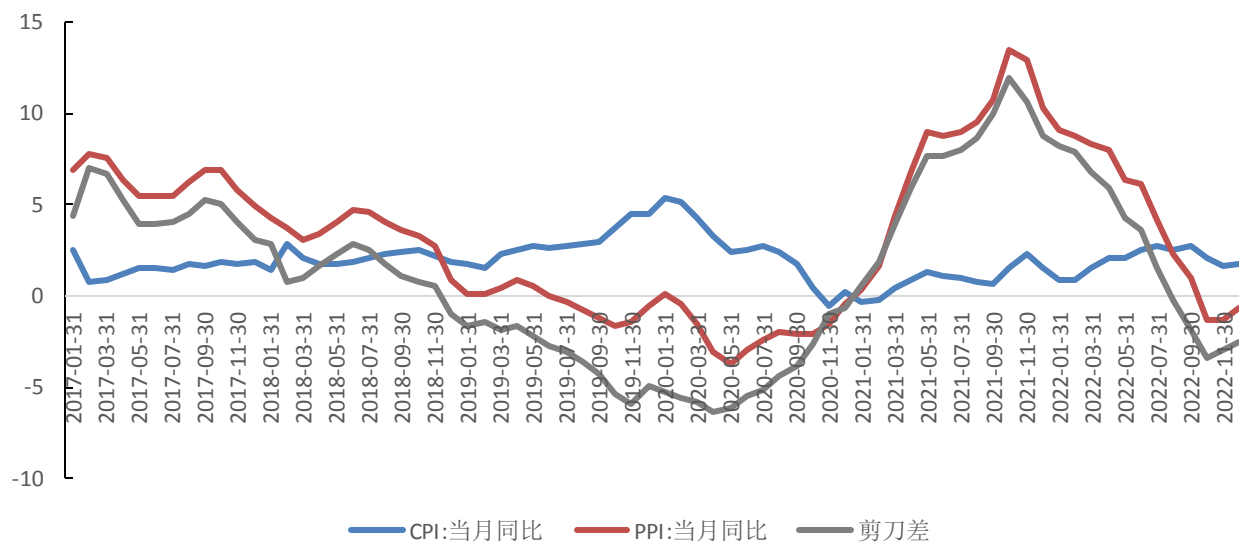
一、猪肉以及能源项下跌拖累CPI不及预期，核心CPI小幅上行但表现仍弱

12月CPI同比上行0.2%至1.8%，环比上行0.2%至0%。核心CPI同比0.7%，比上月上行0.1%。（1）CPI食品项同比上行1.1%至4.8%，环比0.5%，环比涨幅比上月扩大1.3%，其中猪肉价格环比-8.7%，蔬菜价格环比7.0%，鲜果价格环比4.7%。（2）CPI非食品项同比1.1%，环比为-0.2%，环比前值为0，其中汽油价格环比-6.1%，柴油价格环比-6.5%，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%。整体而言，CPI主要受到猪肉以及能源价格下跌的拖累，而蔬菜鲜果以及飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费则对CPI形成一定支撑，主要反映的是季节性影响以及防疫政策优化下居民线下活动一定程度上的修复。而由于地产销售未有起色以及消费修复程度有限的影响12月核心CPI虽有小幅上行但表现仍弱，预计后续上行空间仍有限。

二、PPI表现不及市场预期，后续PPI同比或仍处低位

11月PPI同比从上月的-1.3%升至-0.7%，环比由上月0.1%降为-0.5%，同比降幅收窄，环比由涨转跌。其中生产资料价格环比-0.6%，前值为0%，主因国际油价下跌带动国内相关行业价格下行，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%。而生活资料价格环比-0.2%，前值为0%，其中食品类和衣着类PPI环比由正转负，食品类PPI主要受猪价下跌影响，衣着类PPI则主要受到上游油价、化纤原料价格走弱的拖累。预计短期内PPI在国内经济慢修复叠加全球经济下行以及2022年高基数的影响下大概率仍处低位。

图 1：2022 年 12 月 PPI 及 CPI 表现均不及市场预期



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

风险提示：经济基本面超预期

分析师简介

分析师：贾清琳

金融本硕，2019年7月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究，侧重宏观利率及转债方向。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526