



服务需求回暖成为最大亮点

——2022年12月通胀点评

事件

1月12日，国家统计局发布2022年12月通胀数据，12月CPI同比1.8%，前值1.6%；CPI环比持平，前值-0.2%；PPI同比-0.7%，前值-1.3%；PPI环比-0.5%，前值0.1%。

核心观点

CPI同比增速回升。12月CPI同比上涨1.8%，涨幅较前月上升0.2pct，环比由下降0.2%转为持平。具体来看，食品项同比上涨4.8%，涨幅较前月上升1.1pct；非食品项同比上涨1.1%，涨幅与前月持平。环比方面，食品项环比由前月下降0.8%转为上涨0.5%；非食品项环比由持平转为下降0.2%。扣除食品和能源的核心CPI同比上涨0.7%，涨幅较前月上升0.1pct，低于季节性水平。

猪肉供给充足猪价回落，季节性蔬果涨价带动食品项通胀回升。尽管滞后11个月的能繁母猪存栏同比持续下行指向生猪供应趋紧，生猪屠宰量同比也转入负值区间，但排除2021年四季度高基数因素的影响后屠宰量仍然处于相对高位区间，短期内猪肉供给无虞。12月城市感染率上升压制消费，承压的需求遭遇充足的供给导致12月猪肉价格进一步回落。受冬季低温影响，12月鲜菜和鲜果供应趋紧，蔬果涨价成为食品项通胀回升的主要动力。

防疫优化下出行和娱乐需求修复，非食品项通胀平稳。随着防疫优化的推进，出行及娱乐需求的恢复成为CPI非食品项主要涨价动力，飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费价格环比分别上涨7.7%、5.8%和3.8%。春节临近，家政服务价格环比上涨1.0%。往后看，防疫优化解除了出行及娱乐活动的限制，预计春节期间出行及娱乐需求快速修复，相关项目存持续涨价动力，将成为非食品项主要涨价因素。

煤价同比增速回升带动PPI同比降幅收窄，国际原油价格回落带动PPI环比转负。能源品方面，基数走低和今年寒冬影响下煤炭价格同比增速上行带动相关行业价格同比增速降幅收窄。但需要注意的是，煤价绝对水平并没有显著上升，同比增速上行主要反映的是高基数减退的影响。国际原油价格下行带动国内石油及相关行业价格环比下降，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%。

债市策略：12月CPI、PPI增速双双回升，猪油双低下通胀回暖的背后反映了服务需求的恢复较好。对债市而言，12月通胀边际回暖是对基本面好转预期的又一大确认。2022年11月以来债市对基本面的预期一直较强，尽管12月PMI指向经济探底，但12月金融数据反映的企业信贷需求高企、12月通胀数据反映的服务需求恢复较快均释放了一定的积极信号。基于较好的基本面预期，当前债市对利空较为敏感，预计短期内长债震荡走弱态势难以扭转。

风险提示

国际地缘政治危机导致大宗商品价格波动超预期；疫情演变超预期；海外衰退风险超预期。

报告作者

作者姓名	郑倩怡
资格证书	S1710521010002
电子邮箱	zhengqy@easec.com.cn
联系人	杨逸飞
电子邮箱	yangyf729@easec.com.cn

相关研究

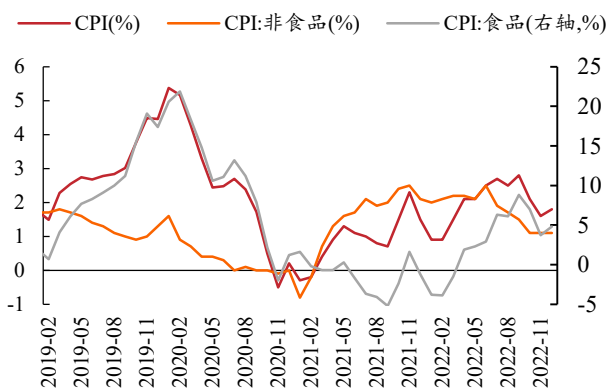
《【固收】企业中长期信贷高增有哪些因素_20230116》2023.01.16
《【固收】降准落地，持续保障流动性合理充裕_20221128》2022.11.28
《【固收】制造业徘徊荣枯线，建筑业维持高景气_20221031》2022.11.01
《【固收】基建发力稳增长成效初显，经济修复形势向好_20221026》2022.10.26
《【固收】内部通胀仍较平稳，警惕外围风险渗透_20221015》2022.10.15

1. 蔬果季节性涨价带动 CPI 同比增速回升

事件：1月12日，国家统计局发布2022年12月通胀数据，12月CPI同比1.8%，前值1.6%；CPI环比持平，前值-0.2%；PPI同比-0.7%，前值-1.3%；PPI环比-0.5%，前值0.1%。

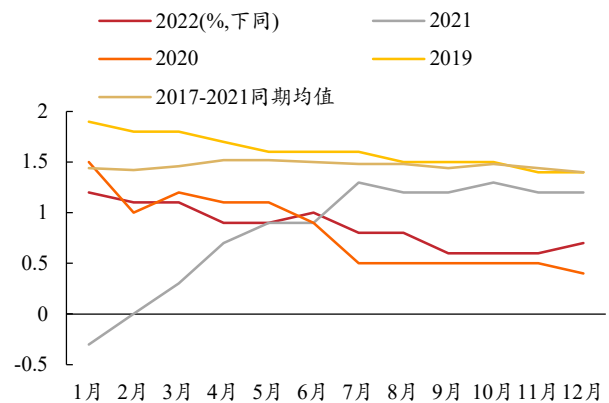
CPI 同比增速回升。12月CPI同比涨幅止降回升，环比持平。12月CPI同比上涨1.8%，涨幅较前月上升0.2pct，环比由下降0.2%转为持平。具体来看，食品项同比上涨4.8%，涨幅较前月上升1.1pct；非食品项同比上涨1.1%，涨幅与前月持平。环比方面，食品项环比由前月下降0.8%转为上涨0.5%；非食品项环比由持平转为下降0.2%。扣除食品和能源的核心CPI同比上涨0.7%，涨幅较前月上升0.1pct，低于季节性水平。

图表1. CPI 食品项涨幅回升，非食品项涨幅持平



资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所

图表2. 核心 CPI 低于季节性水平



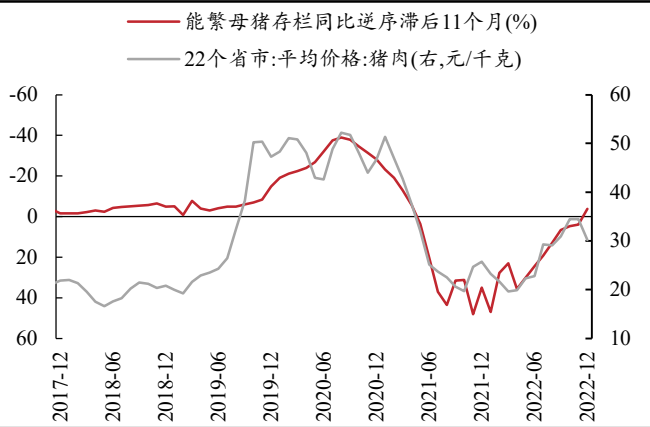
资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所

猪肉供给充足猪价回落，季节性蔬果涨价带动食品项通胀回升。12月CPI食品项同比上涨4.8%，涨幅较前月扩大1.1pct。具体来看，猪肉方面，CPI猪肉项同比上涨22.2%，涨幅缩小12.2pct，环比下降8.7%，降幅大幅扩大。尽管滞后11个月的能繁母猪存栏同比持续下行指向生猪供应趋紧，生猪屠宰量同比也转入负值区间，但排除2021年四季度高基数因素的影响后屠宰量仍然处于相对高位区间，短期内猪肉供给无虞。12月城市感染率上升压制消费，承压的需求遭遇充足的供给导致12月猪肉价格进一步回落。猪肉价格回落带动畜肉类同比增速继续放缓，环比转跌。受冬季低温影响，12月鲜菜和鲜果供应趋紧，鲜菜和鲜果价格环比分别上涨7.0%和4.7%，蔬果涨价成为食品项通胀回升的主要动力。

向后看，春节时点食品项需求有支撑，叠加城市感染达峰或早于预期，疫情对需求的压制或逐步缓解。生猪供应持续下行，猪肉价格连续两个月回落带动屠宰量稳步下行，对猪肉供给端的调控也已出现转向迹象，发改委公众号1月9日发文表示猪粮比价进入过度下跌三级预警区间，根据《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》规定，若猪粮比价连续三周位于此区间则可以开启收储，2022年9-11月中央储备肉共计

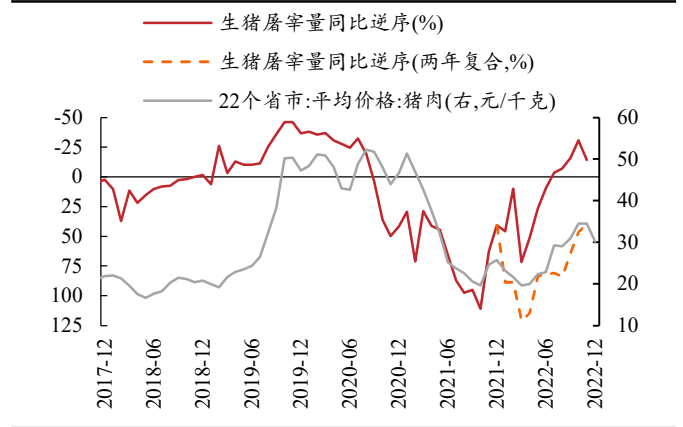
实施了7轮投放,尤其是9月单月4轮投放下猪肉价格上涨明显得到平抑,供给端的调控效果明显,若后续开启收储,则会进一步加速猪肉供给收缩,猪价可能重回上行区间,市场对一季度CPI食品项的上行动能或有所低估。

图表3. 生猪供应与猪肉价格出现背离,中长期猪肉供给或趋紧



资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所

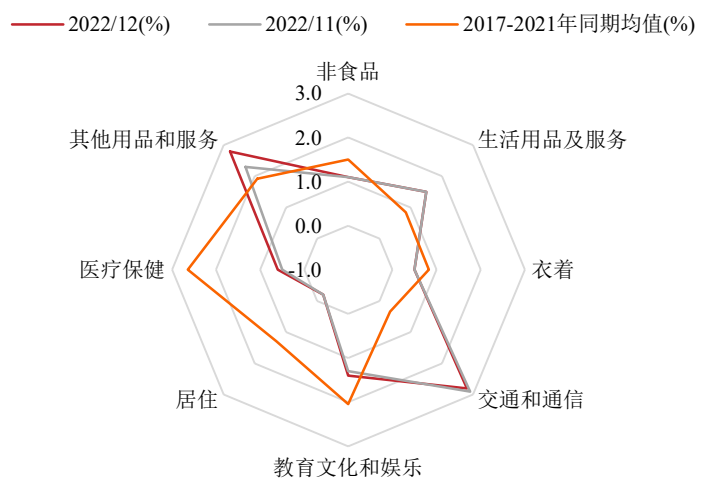
图表4. 排除高基数因素后生猪屠宰量仍处高位,短期内猪肉供给有支撑



资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所

防疫优化下出行和娱乐需求修复, 非食品项通胀平稳。12月CPI非食品项同比上涨1.1%,涨幅与前月持平。受国际油价下行影响,国内汽油和柴油价格环比分别下降6.1%和6.5%。随着防疫优化的推进,出行及娱乐需求的恢复成为CPI非食品项主要涨价动力,飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费价格环比分别上涨7.7%、5.8%和3.8%。春节临近,家政服务价格环比上涨1.0%。往后看,防疫优化解除了出行及娱乐活动的限制,预计春节期间出行及娱乐需求快速修复,相关项目存持续涨价动力,将成为非食品项主要涨价因素。

图表5. 出行和娱乐需求恢复支撑交通通信项与教育文化和娱乐项涨价对冲油价下跌影响



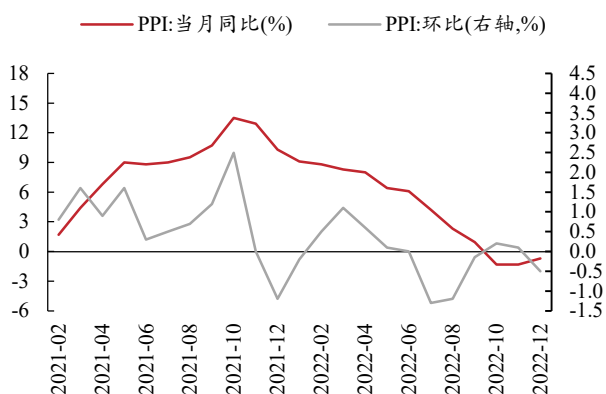
资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所

2. 高基数因素影响减退，PPI 同比降幅收窄

煤价同比增速回升带动 PPI 同比降幅收窄，国际原油价格回落带动 PPI 环比转负。12 月 PPI 同比下降 0.7%，降幅较前月缩小 0.6pct；环比由前月上涨 0.1% 转为下降 0.5%。生产资料价格同比下降 1.4%，降幅缩小 0.9pct；生活资料价格同比上涨 1.8%，涨幅缩小 0.2pct。能源品方面，基数走低和今年寒冬影响下煤炭价格同比增速上行带动相关行业价格同比增速降幅收窄，其中煤炭开采和洗选业收窄 8.8pct 至 -2.7%；黑色金属冶炼和压延加工业收窄 4pct 至 -14.7%；有色金属冶炼和压延加工业收窄 2.4pct 至 -3.6%；非金属矿物制品业收窄 1.1pct 至 -7.8%。但需要注意的是，煤价绝对水平并没有显著上升，同比增速上行主要反映的是高基数减退的影响。国际原油价格下行带动国内石油及相关行业价格环比下降，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%。

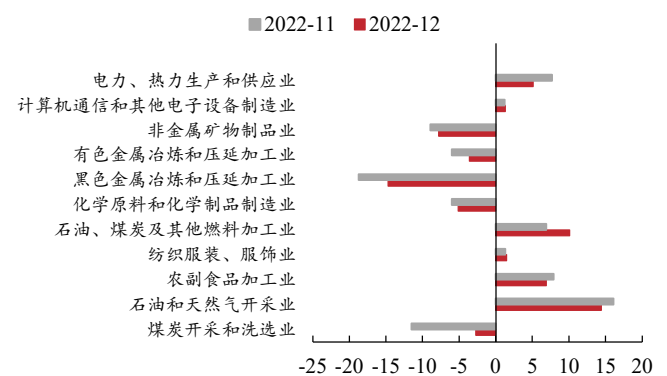
向后看，OPEC+ 减产未扭转国际原油价格下行态势，主因还是需求端疲软预期较强，美联储 12 月议息会议提高了加息终点预测值，市场对美国经济衰退风险担忧升温。欧盟对俄原油进口禁令自 12 月开始生效，构成原油供给端的另一大扰动。在当前供给水平下国际原油缺乏涨价动力，在 OPEC+ 减产计划没有增量的前提下国际油价易降难升。1 月北方主要供暖区将迎来最寒冷阶段，供暖用煤需求预计高于往年同期，对煤价有支撑。基数因素方面，2021 年底 PPI 同比增速开始下行，高基数影响逐步退去。预计 1 月 PPI 仍将呈现煤价带动同比降幅收窄甚至转正，油价带动环比下行的态势。

图表6. PPI 同比降幅收窄，环比转负



资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所

图表7. 煤价同比增速上升带动冶金产业链 PPI 同比降幅收窄 (%)



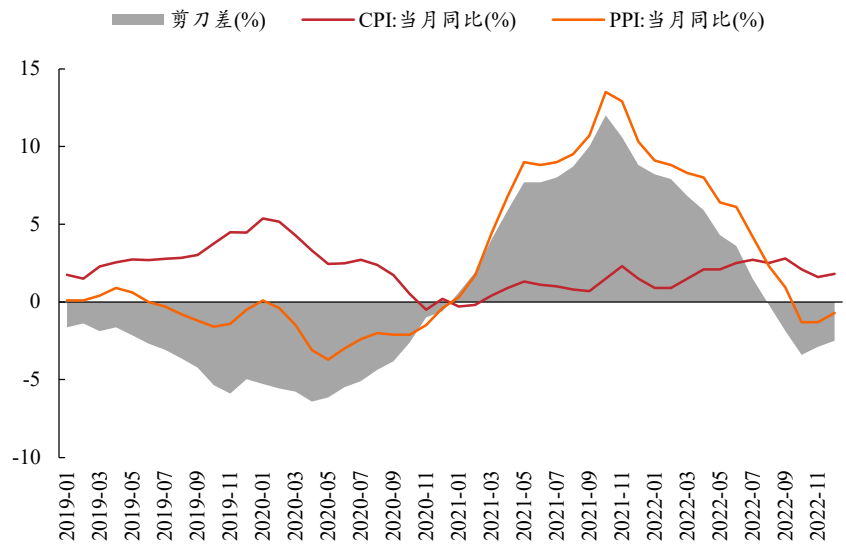
资料来源: iFinD, 东亚前海证券研究所

3. 通胀剪刀差倒挂收窄

通胀剪刀差倒挂收窄。12 月 CPI 同比增速小幅回升，PPI 同比降幅收窄，PPI-CPI 剪刀差倒挂延续收窄。PPI 方面，高基数因素减退叠加寒冬气候影响，煤价同比增速回升带动 PPI 降幅收窄，后续预计短期仍存上行动

力。CPI 方面，猪肉价格继续下跌，春节期间食品消费需求有支撑，出行和娱乐需求恢复快于预期，短期内 CPI 有上行动力，中长期来看猪肉供给端存在收缩迹象，一季度猪肉价格或止降后高位波动，食品项通胀仍有隐忧，后续通胀主要关注猪肉供给端变化能否支撑猪价止跌和国际原油供给是否有进一步收缩的可能，需警惕猪油价格再次共振上行的可能。

图表8. CPI 下行 PPI 持平，通胀剪刀差延续收窄



资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所

4. 债市策略

12 月 CPI、PPI 增速双双回升，猪油双降下通胀回暖的背后反映了服务需求的恢复较好。对债市而言，12 月通胀边际回暖是对基本面好转预期的又一大确认。2022 年 11 月以来债市对基本面的预期一直较强，尽管 12 月 PMI 指向经济探底，但 12 月金融数据反映的企业信贷需求高企、12 月通胀数据反映的服务需求恢复较快均释放了一定的积极信号。基于较好的基本面预期，当前债市对利空较为敏感，预计短期内长债震荡走弱态势难以扭转。

5. 风险提示

国际地缘政治危机导致大宗商品价格波动超预期；疫情演变超预期；海外衰退风险超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019 年加入东亚前海证券。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>