



猪肉与能源拖累 CPI 通胀

——2022 年 12 月物价数据点评

12 月 CPI 同比增长 1.8% (市场预期 1.9%)，较前值回升 0.2pct；核心 CPI 同比增长 0.7%，较前值上行 0.1pct。PPI 同比增长-0.7% (市场预期-0.3%)，较前值上行 0.6pct。

一、CPI 通胀：内需有所修复，猪肉是主要拖累

12 月 CPI 通胀小幅低于市场预期，猪肉和燃料是主要拖累项。结构特征有四：一是猪肉价格环比大幅下跌，二是燃料项在国际油价回落带动下环比下行，三是鲜菜、鲜果项环比动能季节性走强，四是核心 CPI 环比动能小幅强于季节性。CPI 环比增速较上月回升 0.2pct 至 0。核心 CPI 同比增速 0.7%，环比增速 0.1%。

食品项通胀较前值上行 1.1pct 至 4.8%，对 CPI 通胀的拉动较前值上行 0.2pct 至 0.9pct；环比增速由负转正，较前值上行 1.3pct 至 0.5%。受政策调控影响，本轮猪周期在能繁母猪头数见底后 7 个月即开启下行，12 月猪肉分项环比下跌 8.7%。受此影响，牛肉 (-0.1%)、羊肉 (-0.5%)、蛋类 (-2.1%) 分项环比均回落；鲜菜 (7.0%)、鲜果 (4.7%) 分项环比动能大幅走强，但符合季节性特征。其他分项波动均相对温和。

非食品项通胀连续第三个月录得 1.1%，拉动 CPI 通胀 0.9pct；环比转负，较前值下行 0.2pct 至 -0.2%，能源项是主要拖累。交通工具用燃料项环比增速大幅回落 8.0pct 至 -6.0%，是本月通胀的最大拖累项；旅游 (0%)、通信工具 (1.7%)、家用器具 (0.5%)、其他用品和服务 (0.4%) 四个分项环比增速由负转正，核心通胀环比增速 (0.1%) 小幅强于季节性，指向内需已开始修复。



前瞻地看，2023 年上半年猪周期向下、内需向上，总体上 CPI 通胀或仍将低于 2%。核心 CPI 环比动能或在内需提振下小幅高于季节性。

二、PPI 通胀：原油价格大幅下行拖累

12 月 PPI 通胀-0.7%，较前值回升 0.6pct，仍在负区间。PPI 环比增速由正转负，较前值大幅回落 0.6pct 至-0.5%，主因在原油价格下行。

受基数效应影响，生产资料通胀较前值上行 0.9pct 至-1.4%，但环比增速在原油拖累下较上月下行 0.6pct 至-0.6%；生活资料通胀较上月小幅回落 0.2pct 至 1.8%，环比增速较上月回落 0.3pct 至-0.2%，拖累项在食品（-0.6%）和衣着（-0.2%），这与 CPI 对应分项数据相一致。

从产业链看，上游 PPI 同比 > 中游 > 下游，但下游 PPI 环比 > 中游 > 上游，上中下游环比增速全面转负。上中下游通胀均在基数效应主导下低位震荡，但上游环比增速回落幅度最大，主因或在原油价格大幅回落，且其他大宗商品需求仍未显著上行。

分行业看，原油 PPI 同比 > 有色 > 煤炭 > 黑色，黑色 PPI 环比 = 有色 > 煤炭 > 原油，同比格局在基数效应主导下与上月保持一致，但环比格局变化较大。黑色（1.1%）环比增速较前值上行 3.7pct，有色（1.1%）环比增速较前值上行 0.7pct，或受房地产行业预期改善影响。石油和天然气（-8.3%）环比增速较前值大幅下跌 10.5pct，主因在国际油价下跌。

前瞻地看，随着地产政策底向市场底转化，地产开工有望显著反弹，叠加基建开工持续发力，煤炭、有色、黑色分项价格仍将有所上行。随着市场对美联储后续货币政策“鸽派”预期升温，原油价格或将阶段性企稳，预计 1 月 PPI 通胀跌幅将有一定收敛。

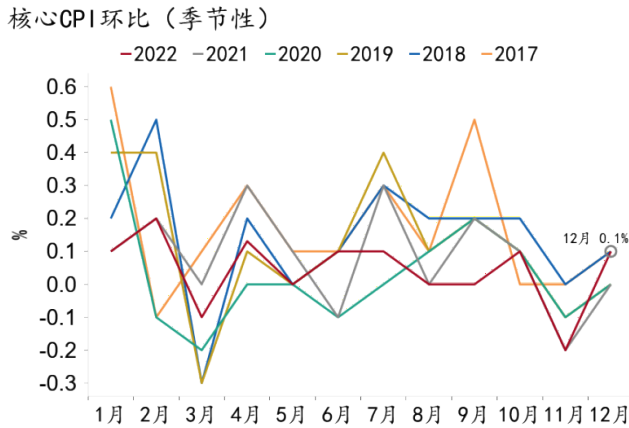
12 月 CPI-PPI 通胀剪刀差小幅收窄至 2.5pct，基数效应仍是主导因素。前瞻地看，PPI 通胀将在 3 月起受基数效应影响大幅下行，但 CPI 通胀则在需求回暖支撑下维持原位，届时 CPI-PPI 通胀剪刀差或将大幅走阔，下游利润有望得到改善。



（评论员：谭卓 王天程）

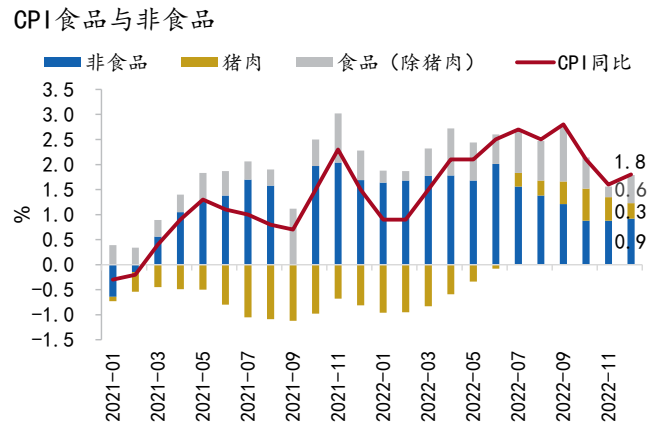
附录

图 1：12 月核心 CPI 环比动能略超季节性水平



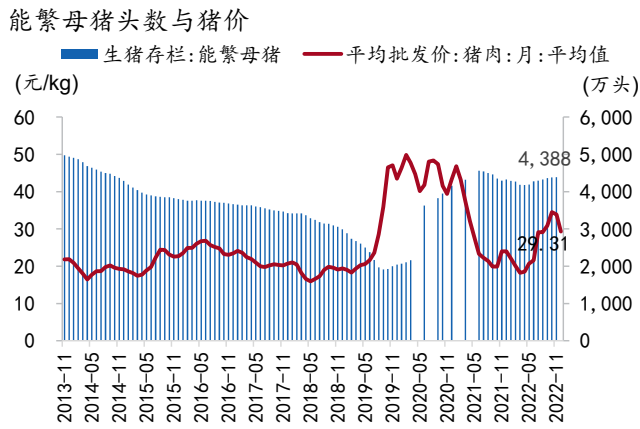
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：食品项（除猪肉）带动 CPI 通胀小幅回升



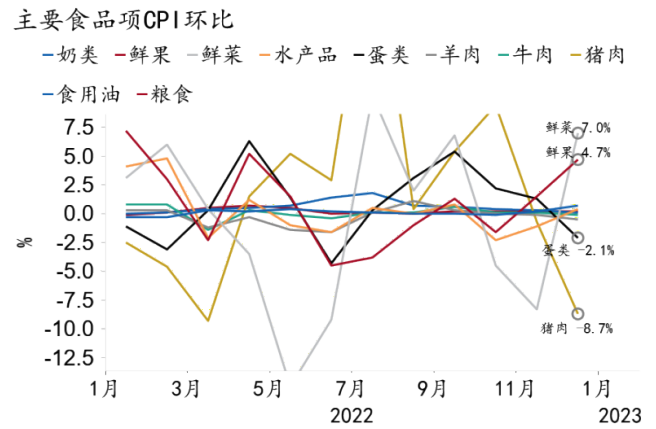
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 3：12 月猪价大幅回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：鲜菜、鲜果项环比增速季节性上行



资料来源：Macrobond、招商银行研究院



图 5: 燃料项是非食品项的主要拖累

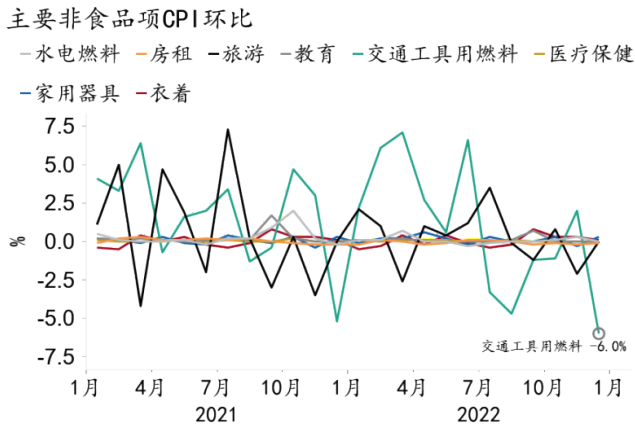


图 6: PPI 通胀小幅上行

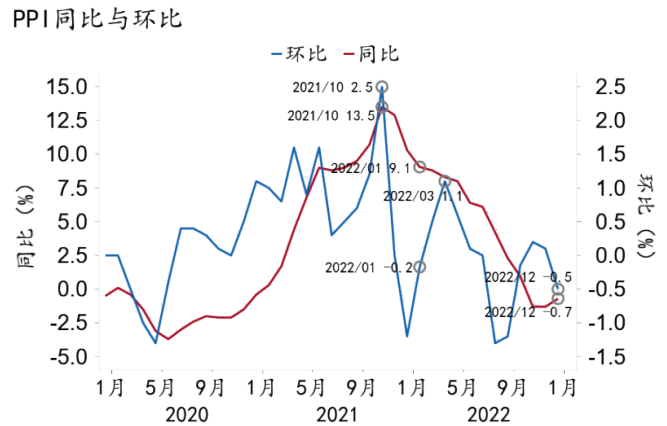


图 7: 上游 PPI 通胀显著反弹

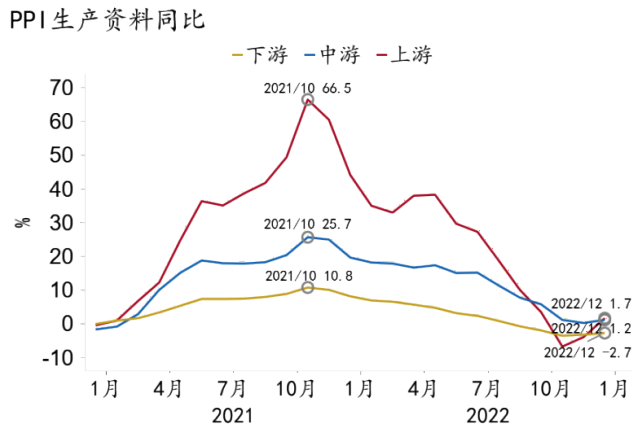


图 8: 主要分项同比增速仍受基数效应主导

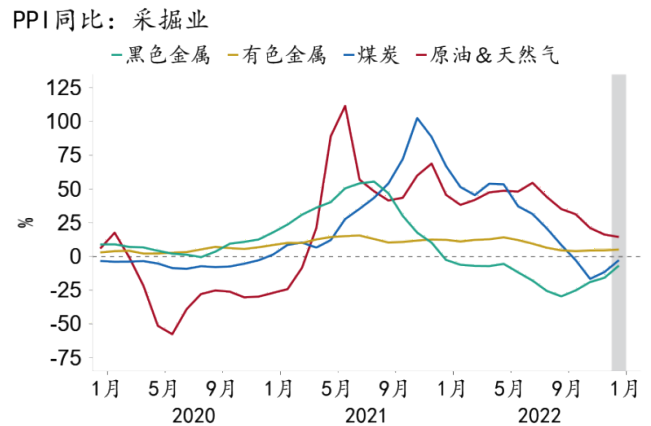


图 9: 原油价格环比大幅回落

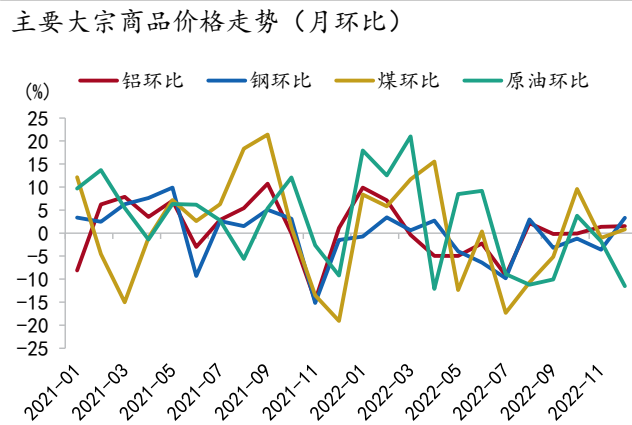


图 10: CPI-PPI 通胀剪刀差小幅收窄

