



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

今年国内 CPI 同比呈 V 型走势

2023 年 1 月 12 日

摘要:

- 国内去年 12 月 CPI 同比为 1.8%，较 11 月上涨 0.2 个百分点；PPI 同比上涨-0.7%，较 11 月回升 0.6 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI，去年 12 月环比为 0.1%，较上月回升 0.3 个百分点；同比为 0.7%，较上月回升 0.1 个百分点。
- 去年 12 月 CPI 环比为 0.0%，其中食品环比为 0.5%，较上月大幅回升 1.3 个百分点，这与食品价格季节性波动有关，主要是受到蔬菜和鲜果价格上涨的影响。就非食品而言，环比为-0.2%，较上月回落 0.2 个百分点；其中服务价格环比为 0.1%，较上月回升 0.3 个百分点。
- 从 PPI 环比看，去年 12 月为-0.5%，较上月回落 0.6 个百分点从同比看，PPI 价格中上中下游同步回落，越是上游回升幅度越大；而从环比看，采掘价格连续 2 个月上涨后出现负值，回落幅度较大，而中游有所回升，而下游则有所回落。
- 去年 11 月美国住宅和食品饮料价格环比均创 1 年来的最低水平，加上交通运输价格的回落，是美国 CPI 同比回落的主要原因；而美国劳动力供应紧张状况已经得到基本缓解，已回归到疫情前的正常状态。
- 加之基于基数原因，今年上半年美国 CPI 同比的回落将显著超出预期，6 月将回落到 2%左右；而核心 CPI 的下滑则会更慢一些，将回落至 4%左右；但仅就 CPI 同比看，美联储也将在今年上半年停止加息，5 月和 6 月的加息具有不确定性，从这一点看美联储强硬货币政策的转向将在年内发生。
- 考虑到国内 CPI 环比的季节性波动，2001 年以来 CPI 的环比情况（包括与今年春节日期相近的年份），以及猪周期处于下行周期的事实，我们预测 2023 年国内 CPI 同比为 2.0%左右，与去年基本持平；各月呈现两头高中间低的 V 型走势；1-4 季度的 CPI 同比分别为 2.3%、1.6%、1.6%和 2.3%。

一、受食品和服务价格上涨影响去年 12 月 CPI 同比小幅回升

根据国家统计局 1 月 12 日公布的数据，去年 12 月 CPI 同比为 1.8%，较 11 月上涨 0.2 个百分点；PPI 同比上涨-0.7%，较 11 月回升 0.6 个百分点。而 12 月 PPI 与 CPI 同比之差为-2.5%，较 11 月回升 0.4 个百分点（图 1 所示）。

图 1 2022 年 12 月 PPI 与 CPI 同比之差继续收窄

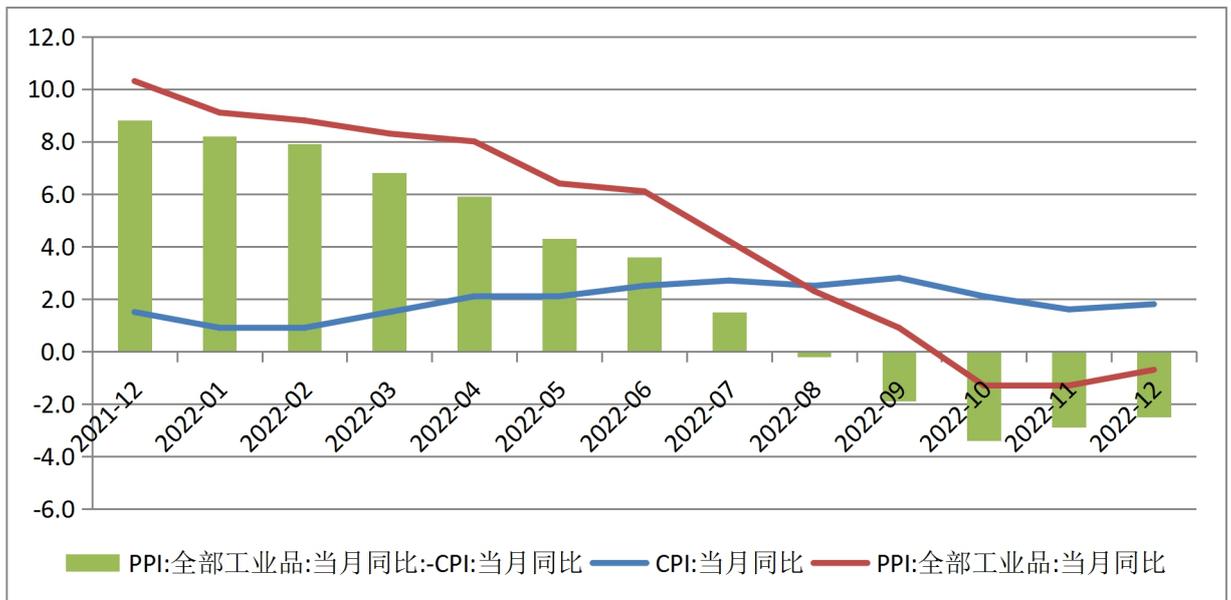
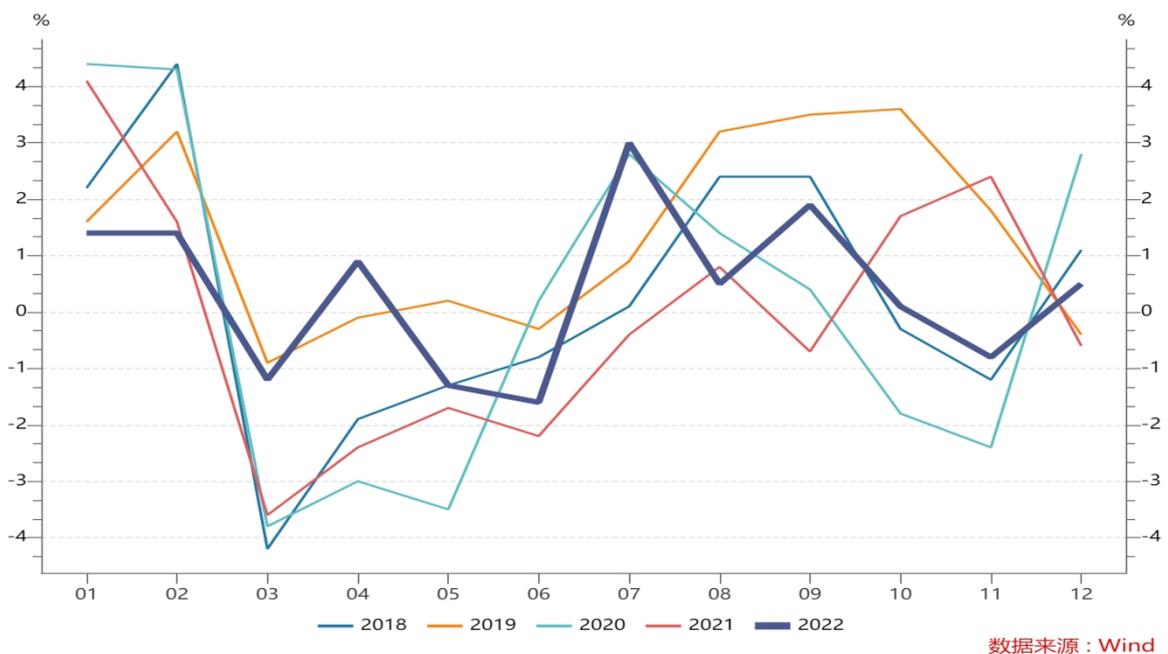


图 2 2022 年 12 月食品价格环比受蔬菜价格的影响而上涨



数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

2022 年 12 月 CPI 环比为 0.0%，其中食品环比为 0.5%，较上月大幅回升 1.3 个

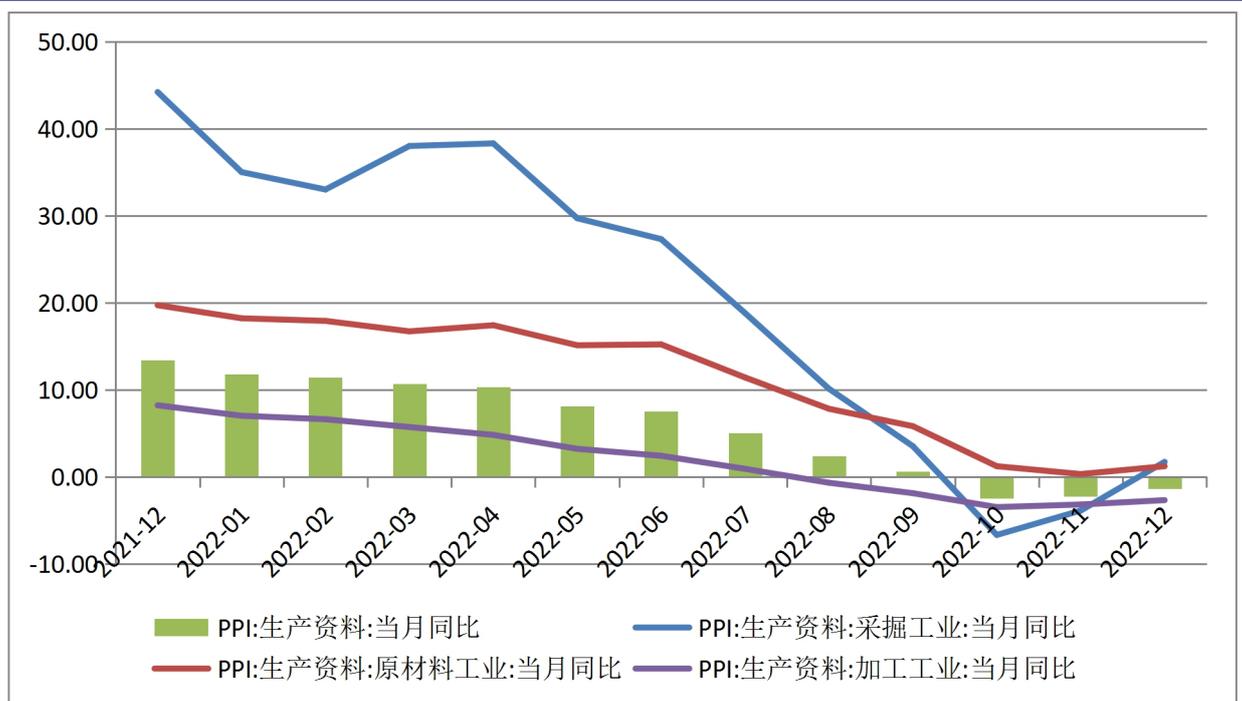
百分点，这与食品价格季节性波动有关，主要是受到蔬菜价格的影响（图 2 所示）。具体而言，随着疫情放开各地消费逐步恢复，加之今年春节较早（今年春节在 1 月 22 日），12 月蔬菜价格上涨 7%，影响 CPI 上涨 0.14 个百分点；鲜果价格上涨 4.7%，影响 CPI 上涨 0.09 个百分点；水产品价格上涨 0.4%，影响 CPI 回升 0.01 个百分点。下跌品种中，受到猪周期的影响生猪产能逐步释放，猪肉价格下跌 8.7%，影响 CPI 下跌 0.16 个百分点；蛋类价格下跌 2.1%，影响 CPI 下跌 0.02 个百分点。

而就非食品而言，去年 12 月环比为 -0.2%，较上月回落 0.2 个百分点；其中服务价格环比为 0.1%，较上月回升 0.3 个百分点。分项看，生活用品和服务类环比上涨 0.3%；其它用品及服务环比上涨 0.4%；而交通通讯类环比下跌 1.4 个百分点，其中交通燃料环比下跌 6.0 个百分点；其它涨跌幅均不大。而不包括食品和能源的核心 CPI，去年 12 月环比为 0.1%，较上月回升 0.3 个百分点；同比为 0.7%，较上月回升 0.1 个百分点。

二、12 月 PPI 中游原材料环比价格上涨幅度较大

从同比上看，去年 12 月 PPI 同比为 -0.7%，较 11 月回升 0.6 个百分点。其中，生活资料同比为 1.8%，较上月回落 0.2 个百分点；生产资料同比为 -1.4%，较上月回升 0.9 个百分点。12 月生产资料中，采掘同比为 1.7%，较上月回升 5.6 个百分点；原材料同比为 1.2%，较上月回升 0.9 个百分点；加工工业为 -2.7%，较上月回升 0.5 个百分点（图 3 所示）。

图 3 2022 年 12 月 PPI 价格中上游采掘业的回升幅度较大



资料来源：WIND 第一创业整理

从PPI环比看，去年12月为-0.5%，较上月回落0.6个百分点；其中，生产资料为-0.6%，较上月回落0.6个百分点；生活资料为-0.2%，较上月回落0.3个百分点。12月生产资料中，采掘价格环比为-1.4%，较上月回落2.3个百分点；原材料价格环比为-0.8%，较上月回升0.9个百分点；加工工业价格环比为-0.3%，较上月回落0.3个百分点。可见，从同比看，PPI价格中上中下游同步回落，越是上游回升幅度越大；而从环比看，采掘价格连续2个月上涨后出现负值，回落幅度较大，而中游有所回升，而下游则有所回落。

表1所示，12月环比跌幅为负的行业有8个，其中上游的石油和天然气开采业下跌8.3%，中游的石油、煤炭及其他燃料加工业下跌3.5%，化学纤维制造业环比下跌1.7%，化学原料及化学制品制造业环比下跌1.2%，其它5个下游行业下跌幅度较小。而涨幅居前的3个行业包括：黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业，上涨幅度均为1.1%，石油、煤炭及其它燃料加工业（石化）上涨0.9%，煤炭开采和洗选业上涨0.8%、电力、热力的生产和供应业上涨0.6%，其它行业的涨幅均较小。

表1 12月PPI中生产资料环比构成及其与11月的对比

产业链	12月	11月	代表行业	12月	11月
采掘（上游）	-1.4	0.9	石油和天然气开采业	-8.3	2.2
			煤炭开采和洗选业	0.8	0.9
			黑色金属矿采选业	1.1	-2.6
			有色金属矿采选业	1.1	0.4
原材料（中游）	-0.8	-0.1	石油、煤炭及其他燃料加工业	-3.5	0.2
			化学原料及化学制品制造业	-1.2	-1.0
			化学纤维制造业	-1.7	-2.2
			黑色金属冶炼及压延加工业	0.4	-1.9
			有色金属冶炼及压延加工业	1.1	0.7
加工（下游）	-0.3	0.0	电力、热力的生产和供应业	0.6	0.5
			橡胶和塑料制品业	-0.3	-0.1
			纺织业	-0.5	-0.4
			纺织服装、服饰业	-0.2	0.0
			汽车制造业	-0.1	0.0
			金属制品业	0.0	-0.5

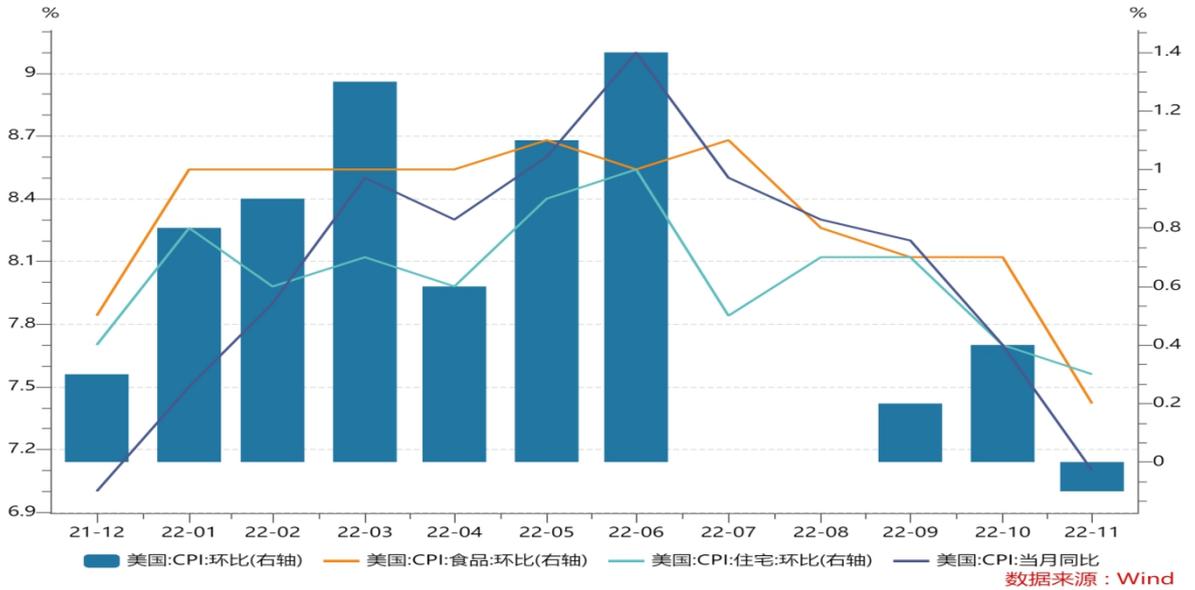
资料来源：国家统计局 第一创业整理

三、今年上半年美国通胀水平将快速回落

美国CPI各项中，住宅的权重最大，占比42%；其次是交通运输，占比为17%；再次是食品和饮料，占比15%；此三项权重合计约占75%，对美国CPI水平起决定性作用（图4所示）。11月美国CPI环比为-0.1%，较上月回落0.5个百分点；其中，住宅环比为0.3%，较

上月回落0.1个百分点；食品饮料环比为0.2%，较上月回落0.5个百分点；交通运输环比为-1.2%，较上月回落1.9个百分点。住宅和食品价格环比均创1年来的最低水平，加上交通运输价格的回落，是美国CPI环比回落的主要原因。

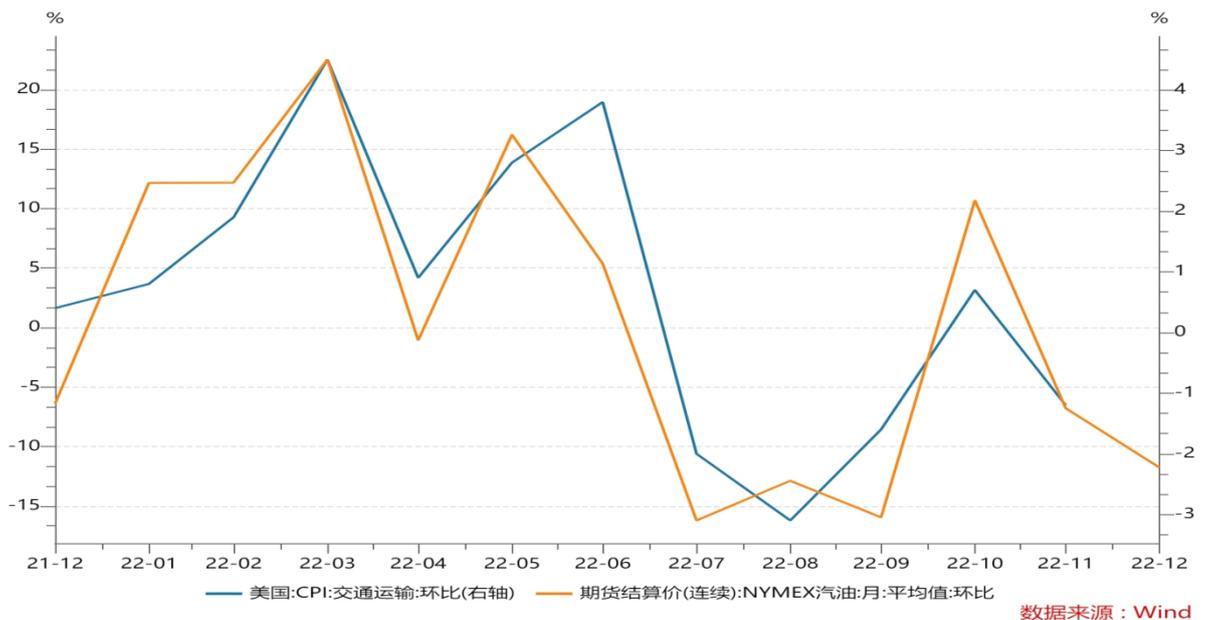
图4 美国CPI水平主要由住宅、交通运输和食品饮料价格决定



资料来源：WIND 第一创业整理

而美国CPI中交通运输的价格与国际原油价格、特别是NYMEX汽油价格高度正相关(图5所示)，NYMEX汽油价格11月环比为-6.8%，而12月环比为-11.8%，因而预计12月美国交通运输的价格将继续回落，预计在-1.5%左右。

图5 美国CPI中交通运输的价格与NYMEX汽油价格高度正相关



资料来源：WIND 第一创业整理

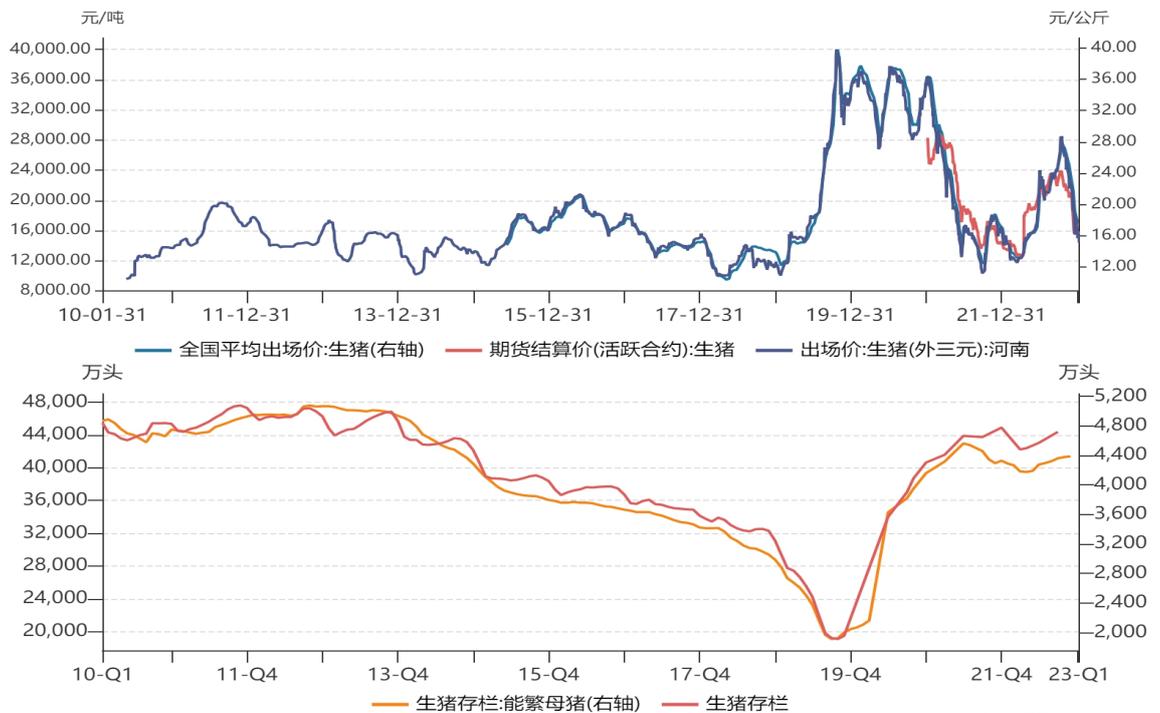
从美国劳动力成本看，12月美国私人非农平均周薪环比为0.3%，较上月回落0.1个百分点，是1年以来的次低；而同比为4.6%，较11月回落0.2个百分点，是1年以来的最低水平。12月美国非农就业22.3万人，失业率为3.5%，已回到疫情前（2020年1月）的水平。由此可见，虽然5月美国劳动参与率为62.3%，仍较疫情前低1个百分点；但美国劳动力供应紧张状况已经得到基本缓解，已回归到正常状态。

从基数上看，从2021年12月到2022年6月，美国CPI环比之和为6.4%，核心CPI环比之和为4.0%；从2022年7月到11月，美国CPI环比均值为0.1%，核心CPI环比均值为0.3%。以此进行预测，到今年6月美国CPI同比将下滑至1.4%，核心CPI将下滑至4.1%。由此可见，今年上半年美国CPI同比的回落将显著超出预期，虽然核心CPI的下滑会是一个缓慢的过程，不会一蹴而就；但仅就CPI同比看，美联储也将在今年上半年停止加息，5月和6月的加息具有不确定性，从这一点看美联储强硬货币政策的转向将在年内发生。

四、今年国内通胀水平的预测

考虑到国内CPI环比的季节性波动，与今年春节日期相近的年份为：01年（1月24日）、04年（1月22日）、09年（1月26日）、12年（1月23日）和20年（1月25日），综合考虑上述年份平均值，我们预测1月CPI环比为1.2%，2月CPI环比为0.1%，3月CPI环比为-0.3%。考虑到2001年以来CPI的环比情况，以及猪周期处于下行周期的事实（图6所示）。

图6 对国内CPI有重大影响的猪周期处于下行周期中



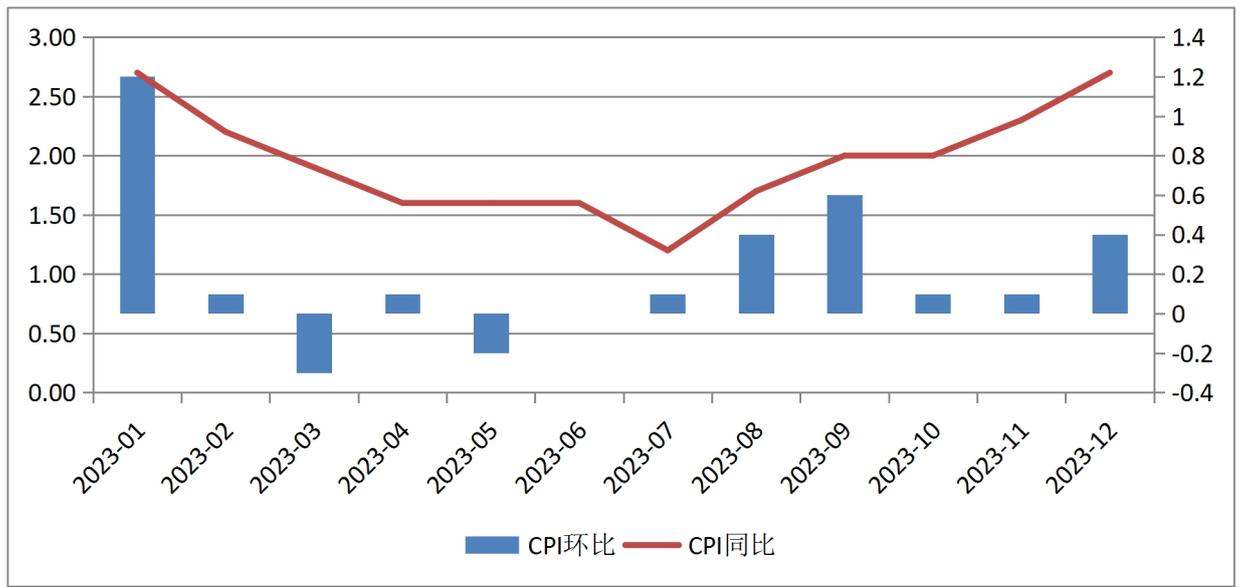
数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

22年11月底能繁母猪存栏量为4388万头，9月底生猪存栏量为4.4亿头，均已回到2014年的水平，虽然目前猪粮比为5.5%，生猪养殖已陷入亏损，但离21年10月初的4.1%的最低点仍有相当距离。考虑到养猪规模化趋势的形成，以及去年生猪养殖规模的快速扩大，生猪存栏的下降，仍需要相当长一段时间。

综上所述，我们预测2023年国内CPI同比为2.0%，与去年持平；其中，各月呈现两头高中间低的V型走势；1-4季度的CPI同比分别为2.3%、1.6%、1.6%和2.3%（如图7所示）。

图7 2023年国内CPI同比与环比的预测



资料来源：WIND 第一创业整理

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼

TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718

P. R. China:518048 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P. R. China:100140

上海市浦东新区世纪大道1229弄1号楼1603——A室

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P. R. China:200135