

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

通胀或迎来小阶段上升，但压力不大

2023年1月13日

- **年末 CPI 触底回升的幅度有限。**12月CPI触底回升，但上升幅度有限，2022年全年CPI中枢为1.96%，处于温和区间。即使在春节消费需求带动下，年初通胀或进入上行阶段，但距离3%有较大距离，不必过分担忧。第一，生猪供给持续增加，猪价与同比增速继续回调。自10月份起，猪价同比涨幅高位回落。年底处于肥猪出栏的时期，受非理性压栏惜售和二次育肥的余波影响，生猪供给持续增加。第二，年末鲜果、鲜菜带来的价格压力多为季节性因素带来的上涨。进入12月后，重点监测果蔬的平均批发价波动上升，这背后主要是因为春节临近，居民对果蔬的需求增加导致价格回升。第三，国内成品油价格继续调降，交通通信项再受拖累。12月布伦特原油价格中枢继续回落，国内成品油价格继续下调，交通通信项表现再受拖累。
- **国际油价下行，PPI 环比由涨转跌。**12月，受国际油价波动和基数效应的影响，PPI同比降幅收窄，环比由涨转向跌。一是受基数影响，PPI同比增速降幅有所收窄。结构上看，生产资料与生活资料表现继续分化。二是上游原油价格回落引起原油相关产业链的价格下降，生产资料价格普遍下行。其中，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业等价格环比下降。三是建筑业景气度仍在高位运行，推升黑色金属和有色金属加工业价格。流动性边际宽松叠加地产政策提振继续支撑铜价中枢，伴随新年及春节假期临近，叠加疫后新冠感染人数有所增长，下游开工企业陆续停工放假，对铜铝供给端形成约束，继续支撑金属价格。
- **通胀或迎来小阶段上升，但压力不大。**2023年开年通胀或将温和上行，但我们认为压力较小。一是今年生猪价格波动幅度或变小，需关注中央收储和投储进度。目前，受生猪供应阶段性增加等因素影响，2023年初国内生猪价格延续回落态势。1月初猪粮比已经低于6:1，进入了下跌的三级预警，但国家发改委指出，预计2023年生猪价格波动幅度会比2022年小一些。二是国际油价反弹幅度有限，短期内消费回暖压力可能不会太大。1月初国际油价整体仍延续下行态势，全球经济低迷或将从需求端导致油价上行动力不足。此外，市场一直预期疫后修复或将给我国通胀带来压力，但我们认为短期内消费回暖带来的物价压力可能不会太大。
- **风险因素：**国内疫情形势超预期，国际油价变化超预期等。

目录

一、年末 CPI 触底回升的幅度有限.....	3
二、国际油价下行，PPI 环比由涨转跌.....	6
三、通胀或迎来小阶段上升，但压力不大.....	8
风险因素.....	8

图目录

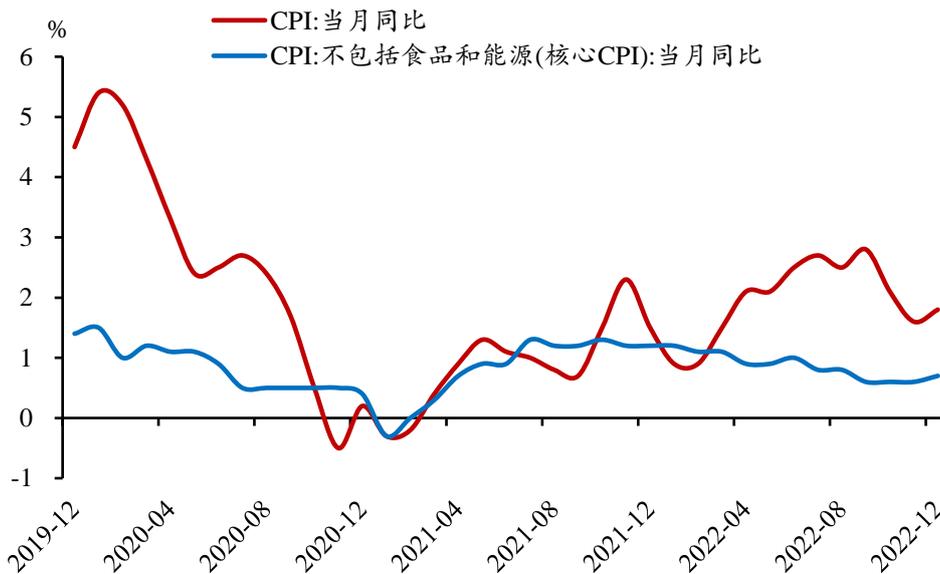
图 1：CPI 同比涨幅触底回升.....	3
图 2：12 月猪肉价格继续回落.....	3
图 3：12 月果蔬贡献对冲猪价贡献.....	4
图 4：12 月 CPI 涨幅回升主要受食品烟酒项的影响.....	4
图 5：国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落.....	5
图 6：12 月交通和通信项环比远低于季节性.....	5
图 7：12 月消费品和服务 CPI 均止跌回升.....	6
图 8：12 月生活和生产资料 PPI 同比增速的分化仍在继续.....	7
图 9：12 月生产资料 PPI 环比变化普遍下降.....	7
图 10：原油相关行业价格下降.....	8

一、年末 CPI 触底回升的幅度有限

年末 CPI 触底回升，但幅度有限。12 月 CPI 同比增速为 1.8%，CPI 环比增速由上月下降 0.2% 转为持平。2022 年全年 CPI 中枢为 1.96%，与我们在《通胀阶段性低点可能已经过去》中的预期基本一致。12 月 CPI 开始触底回升，在春节带动下即使年初通胀或将进入上行阶段，但距离 3% 有较大距离，不必过分担忧。

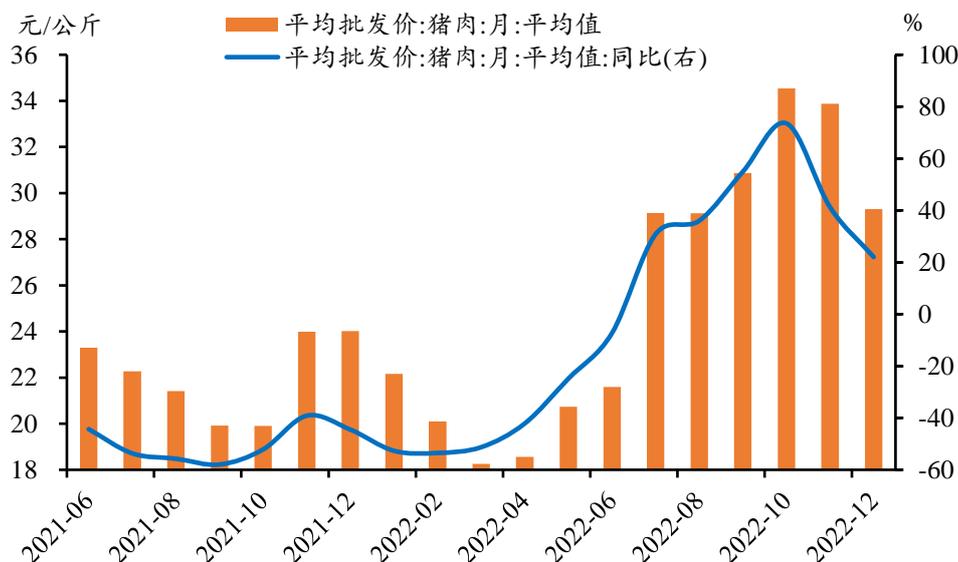
第一，生猪供给持续增加，猪价与同比增速继续回调。2022 年 3 季度以来，猪肉价格处于较高水平。自 10 月份起，猪价同比涨幅高位回落。年底处于肥猪出栏的时期，受前期非理性压栏惜售和二次育肥的余波影响，生猪供给持续增加。12 月猪肉价格回落至 29.31 元/公斤，猪肉批发价同比增速为 22.02%。

图 1：CPI 同比涨幅触底回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：12 月猪肉价格继续回落

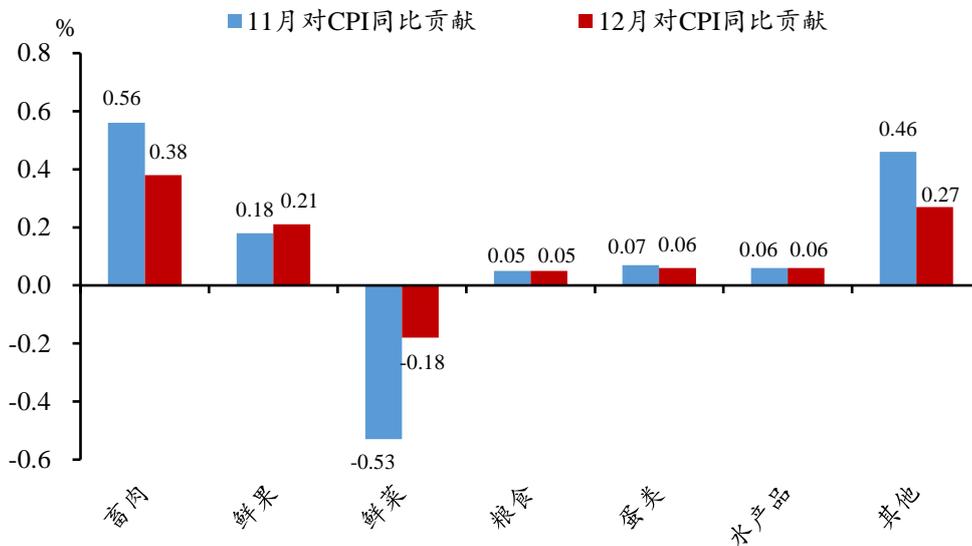


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，年末鲜果、鲜菜带来的价格压力多为季节性因素带来的上涨。在食品烟酒项中，果蔬与猪肉的表现分化。进入 12 月后，28 种重点监测蔬菜的平均批发价波动上升，12 月鲜菜项 CPI 环比上涨 7.0%。7 种重点监测水果的

平均批发价格也是波动上升，12月鲜果项CPI环比上涨4.7%。这两者背后主要是因为春节临近，居民对果蔬的需求增加导致价格回升。同比上看，蔬菜价格对食品烟酒项CPI的拖累程度有所好转，较11月改善了0.35个百分点。

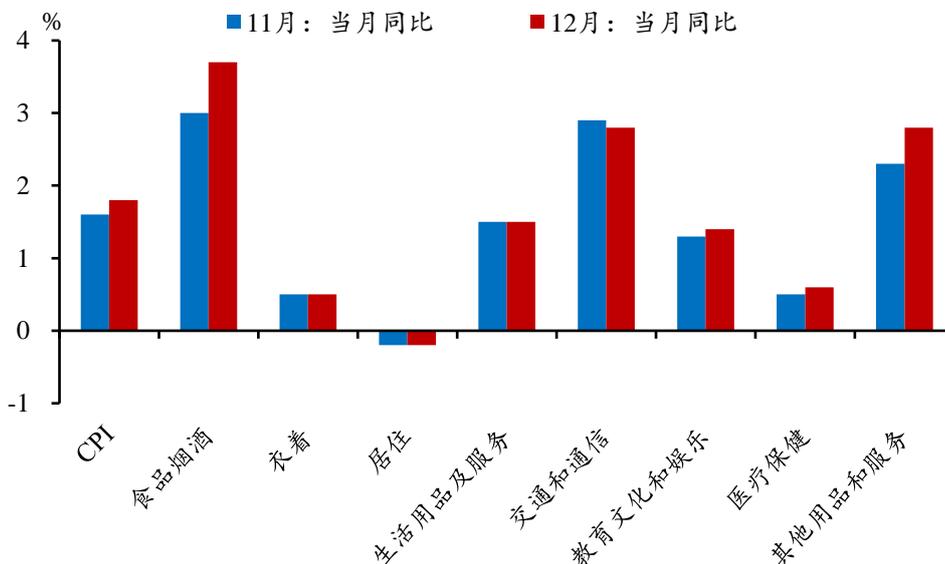
图 3：12月果蔬贡献对冲猪价贡献



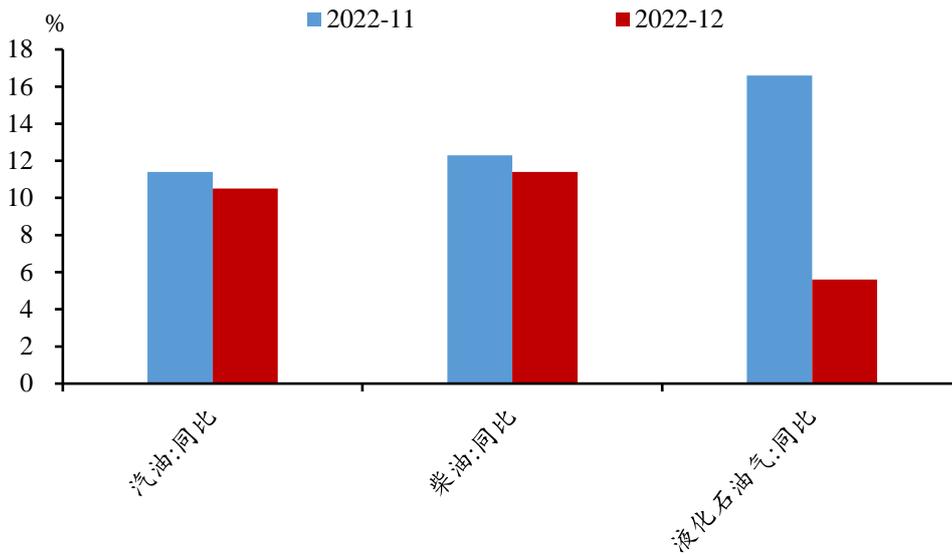
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

第三，国内成品油价格继续调降，交通通信项再受拖累。12月布伦特原油价格中枢继续回落，跌破90美元/桶的关口，为81.23美元/桶，同比涨幅回落至9.65%。国内成品油价格分别在12月5日和12月19日开启调价窗口，下调汽、柴油价格。此次下调是国内成品油第10次下调价格，以“三连跌”收官。因此，国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落，交通通信项CPI再受拖累，从11月的2.9%小幅下降至2.8%。

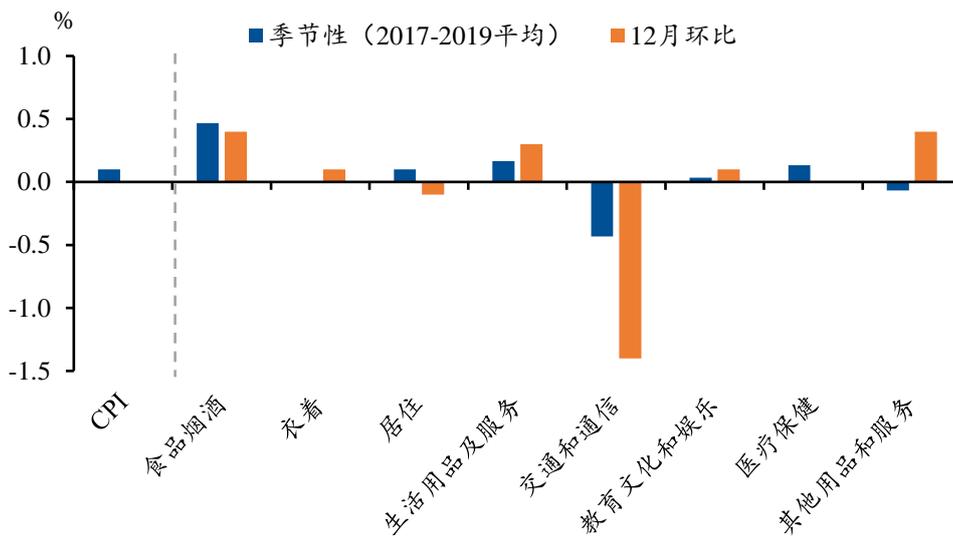
图 4：12月CPI涨幅回升主要受食品烟酒项的影响



资料来源：Wind，信达证券研发中心

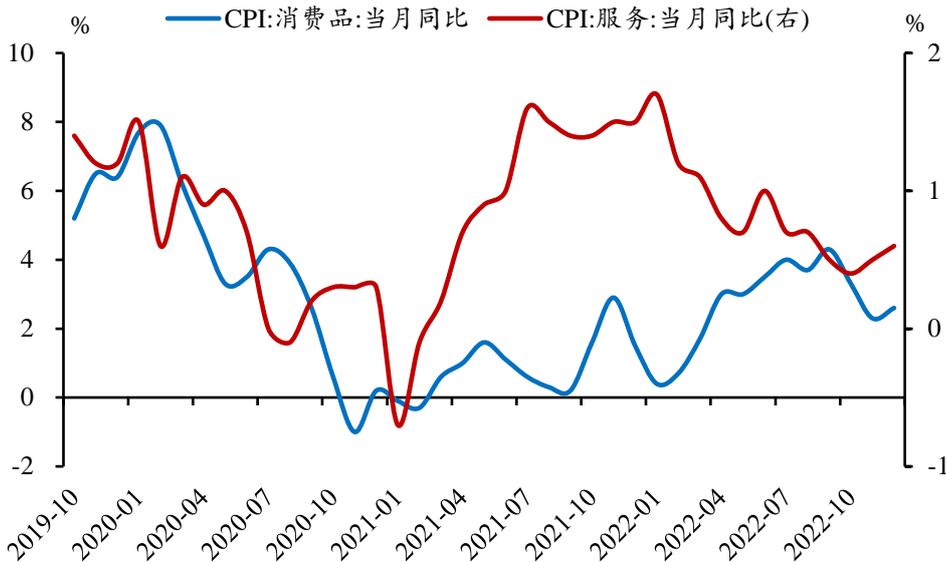
图 5：国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：12月交通和通信项环比远低于季节性


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总体来看,在疫情防控政策优化调整后,12月消费品和服务CPI均出现回升。12月消费品CPI同比上升至2.6%,服务CPI同比上升至0.6%。从环比上看,消费品CPI环比变化与11月相同,环比变化为-0.1%,但与2017-2019年的季节性表现相反;而服务CPI环比回升,略强于季节性。随着疫情防控政策优化调整,出行及娱乐活动逐步恢复,飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费价格较11月分别环比上涨7.7%、5.8%和3.8%;在春节临近的影响下,家政服务价格也环比上涨1.0%。

图 7：12 月消费品和服务 CPI 均止跌回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、国际油价下行，PPI 环比由涨转跌

12 月，受国际油价波动和基数效应的影响，PPI 同比降幅收窄，环比由涨转向跌。

一是受基数影响，PPI 同比降幅继续收窄。受 2021 年同期基数走低的影响，12 月 PPI 同比降幅有所收窄。12 月工业生产者出厂价格同比增速为-0.7%，降幅比 11 月收窄 0.6 个百分点。12 月 PPI 环比由 11 月的 0.1% 转为-0.5%。结构上看，生产资料与生活资料表现继续分化，生产资料价格同比下降 1.4%，生活资料价格同比上涨 1.8%。全年来看，2022 年工业生产者出厂价格比 2021 年上涨 4.1%，工业生产者购进价格上涨 6.1%。

二是上游原油价格回落引起原油相关产业链的价格下降。12 月国际原油价格大幅下跌，环比下降 11.53%。国际油价下跌拖累国内油价，12 月国内一揽子原油价格环比下降 2.57%。国际原油价格下行带动国内石油及相关行业价格下降，生产资料价格普遍下行。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%，化学纤维制造业环比下降 1.7%，橡胶和塑料制品业环比下降 0.3%。

三是建筑业景气度仍在高位运行，推升黑色金属和有色金属加工业价格。12 月建筑业 PMI 录得 54.4%，维持在扩张区间，全国螺纹钢价格环比上涨，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.4%。另外，下游房地产政策利好不断释放，流动性边际宽松叠加地产政策提振继续支撑铜价中枢，有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 1.1%。伴随新年及春节假期临近，叠加疫后新冠感染人数有所增长，下游开工企业陆续停工放假，对铜铝供给端

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51176

