

总量研究

核心通胀企稳回升，关注需求回暖后的结构性通胀

——2022 年 12 月价格数据点评

要点

事件：

国家统计局发布了 2022 年 12 月份全国 CPI 和 PPI 数据。

1) CPI 同比 1.8%，前值 1.6%，市场预期 1.9%；CPI 环比 0%，前值-0.2%；
2) 核心 CPI 同比 0.7%，前值 0.6%；3) PPI 同比-0.7%，前值-1.3%，市场预期-0.3%；PPI 环比-0.5%，前值 0.1%。

核心观点：

12 月，受猪价、油价下跌影响，CPI 同比低预期上行，但随着疫后出行需求回暖，核心通胀企稳回升；PPI 同比降幅超预期，同样受国际油价下跌拖累。

向前看，随着各地疫情过峰，消费需求回暖将带动核心通胀逐步升温。但在年内消费需求温和复苏、外部通胀压力缓和的背景下，预计通胀上行高度可控，出现服务型结构性通胀概率较大。

出行需求回暖，核心 CPI 企稳回升

12 月 CPI 同比自上月的 1.6%回升至 1.8%，略低于市场预期的 1.9%，环比自上月的-0.2%转为持平。CPI 环比回升与食品价格季节性上涨、出行服务价格回暖有关。但从绝对水平上看，低于往年季节性水平，主要受猪价、油价下跌拖累。

需要注意的是，在防疫政策优化后，出行及娱乐活动逐步恢复，12 月核心 CPI 开始企稳回升，核心 CPI 环比自上月-0.2%回升至 0.1%，同比在连续三个月维持 0.6%低位后，上行至 0.7%。其中，文娱教育、家庭服务等价格环比均明显上涨，租赁房租价格环比跌幅收窄。

PPI 环比转负，同比降幅超预期

12 月 PPI 环比转负，自上月的 0.1%回落至-0.5%，同比受基数影响，自上月的-1.3%收窄至-0.7%，低于市场预期的-0.3%。PPI 环比转负，主要受前期国际原油价格加快下跌影响，与外需持续回落背景下，石油减产预期转弱有关，中长期看，油价仍处在弱势区间。而内需主导的黑色、有色、煤炭等工业品价格则普遍上涨，指向在重大项目持续推进下，建筑业需求逐步企稳。

关注需求回暖后的服务型结构性通胀

首先，预计年内消费大概率维持温和复苏，出现报复性消费概率较低，不具备全面通胀的基础。一则，从海外经验看，除美国之外的欧洲和亚洲国家，由于缺乏大规模转移支付，疫后尚未出现报复性消费，即超额储蓄释放的情况。二则，从国内情况看，疫后中低收入群体资产负债表普遍受损，长期抗疫后的疤痕效应短期内难以完全修复，在居民收入预期尚未改善前，消费意愿提振空间有限。而对于高收入群体，虽然掌握较多的超额储蓄，但由于其消费倾向低、服务消费回补存在上限，难以持续拉动消费，同时近半成储蓄源于购房等投资性支出减少，转化为消费概率较低。

其次，今年输入性通胀减弱、猪周期见顶回落，将部分对冲 CPI 上行压力。

最后，从结构上看，随着各地疫情逐步过峰，2 月起服务消费将迎来较快修复，叠加前期服务供给收缩，或将带来服务价格持续上涨。

风险提示：海外能源危机再度发酵；国内需求恢复不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuxc@ebsecn.com

相关研报

社融增速仍将寻底，信贷结构持续优化——2022 年 12 月金融数据点评（2022-01-10）

薪资回落，预示非农将加速降温——2022 年 12 月非农数据点评兼光大宏观周报（2023-01-07）

从部委工作会议看 2023 年经济重点——经济复苏系列报告第一篇（2023-01-05）

经济加快探底，后期走势有望回暖——2022 年 12 月 PMI 点评兼光大宏观周报（2022-12-31）

底部探明，复苏在即——2022 年 11 月工业企业盈利数据点评（2022-12-27）

为什么是服务型结构性通胀？——光大宏观周报（2022-12-25）

底部已现，黄金步入上行通道——大类资产配置系列报告第一篇（2022-12-21）

收入加快，支出放缓，收支压力逐步缓和——2022 年 11 月财政数据点评（2022-12-20）

再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023 年全球宏观经济展望（2022-12-20）

本轮扩大内需战略与历史几轮有何不同？——光大宏观周报（2022-12-18）

战略全局出发，提振信心入手——2022 年 12 月中央经济工作会议精神学习（2022-12-17）

经济还在深蹲，但预期底已探明——2022 年 11 月经济数据点评（2022-12-15）

目 录

一、出行需求回暖，核心 CPI 企稳回升.....	4
二、PPI 环比转负，同比降幅超预期.....	5
三、关注需求回暖后的服务型结构性通胀	7
四、风险提示	9

图目录

图 1：12 月食品价格同比增速回升，非食品价格同比增速走平.....	4
图 2：12 月核心 CPI 环比回升，略高于季节性水平.....	4
图 3：12 月猪价环比大幅下跌，鲜菜、鲜果价格环比涨幅高于季节性.....	5
图 4：10 月下旬以来，伴随疫情大规模扩散，猪价持续下跌.....	5
图 5：12 月交通、居住、医疗价格环比走弱，其余非食品价格环比均高于季节性.....	5
图 6：12 月下旬后，一二线城市地铁客运量逐步回升.....	5
图 7：12 月 PPI 环比转负，同比跌幅收窄.....	6
图 8：12 月 PPI 生产资料、生活资料环比延续回落.....	6
图 9：12 月石油化工价格环比下跌，煤炭黑色有色价格上涨.....	6
图 10：12 月食品、衣着类生活资料环比下跌.....	6
图 11：基准情形下，预计 2023 年 CPI 同比中枢为 2.2%.....	7
图 12：日本、新加坡、中国香港居民储蓄率仍高于疫情前.....	8
图 13：除美国外，英德居民储蓄率并未低于疫情前.....	8
图 14：国内娱乐等服务类支出距离趋势值仍有较大差距.....	8
图 15：韩国、日本、中国台湾劳动参与率恢复至疫情前水平.....	8

一、出行需求回暖，核心 CPI 企稳回升

12 月 CPI 同比自上月的 1.6%回升至 1.8%，略低于市场预期的 1.9%，环比自上月的-0.2%转为持平。

CPI 环比回升与食品价格季节性上涨、出行服务价格回暖有关。但从绝对水平上看，低于往年 0.1%的季节性水平（2017-2021 年均值，下同），主要受猪价、油价下跌拖累。

食品方面，12 月食品 CPI 环比回升至 0.5%，上月为-0.8%。其中，猪肉价格明显回落，鲜菜、鲜果价格迎来季节性上涨。10 月下旬以来，受国内疫情大范围扩散影响，消费需求走弱，供过于求带动猪价持续下跌。12 月，猪肉价格环比下降 8.7%，降幅比上月扩大 8.0 个百分点。1 月初以来，猪价仍在持续下跌，预计随着后续需求转暖，猪价大概率止跌回升，但鉴于生猪产能持续恢复，价格难超前期高点。

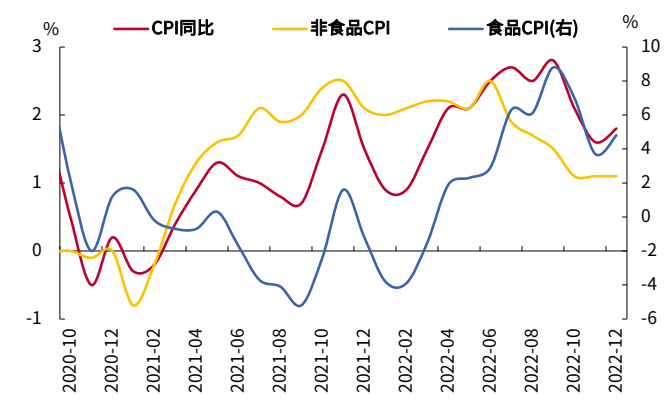
非食品方面，12 月非食品 CPI 环比由上月持平转为下降 0.2%，主要受国际油价下跌影响。12 月，国内汽油和柴油价格环比分别下降 6.1%和 6.5%，带动交通工具用燃料价格环比降至-6%，上月为 2%。

但需要注意的是，在防疫政策优化后，出行及娱乐活动逐步恢复，12 月核心 CPI 开始企稳回升。核心 CPI 环比自上月-0.2%回升至 0.1%，略高于季节性水平 0%，同比在连续三个月维持 0.6%低位后，首次上行至 0.7%。

其中，文娱教育、家庭服务等价格环比均明显上涨，租赁房房租价格环比跌幅收窄。12 月，教育文化和娱乐价格环比升至 0.1%，上月为-0.4%，略高于 0%的季节性水平；家庭服务价格环比升至 0.5%，上月为 0%，高于 0.4%的季节性水平；租赁房房租价格环比小幅回升至-0.1%，上月为-0.2%。

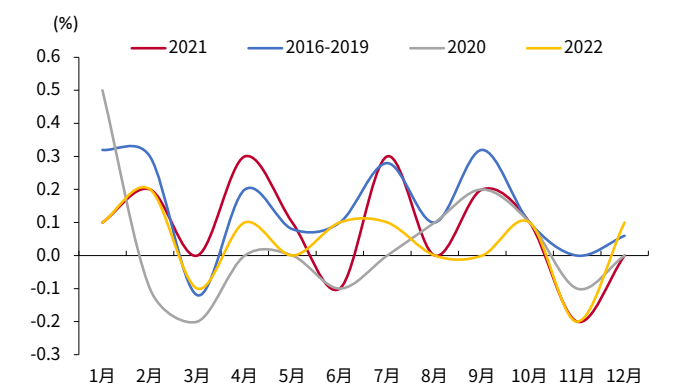
2022 年 12 月下旬之后，随着各地疫情陆续过峰，居民出行活动开始恢复，2023 年 1 月地铁客流量已有明显回升。考虑到第一波疫情感染率较高，春运前后再次出现感染高峰概率相对较低，随着 1 月国内消费需求逐步企稳，2、3 月需求或将加速修复，出行类消费价格有望持续回暖，带动核心通胀上行。

图 1：12 月食品价格同比增速回升，非食品价格同比增速走平



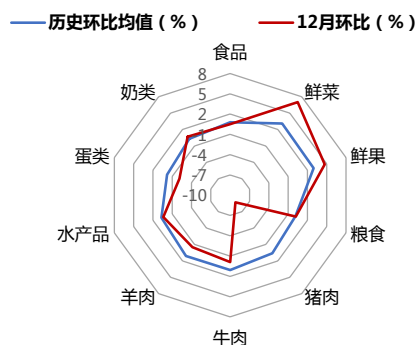
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：12 月核心 CPI 环比回升，略高于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

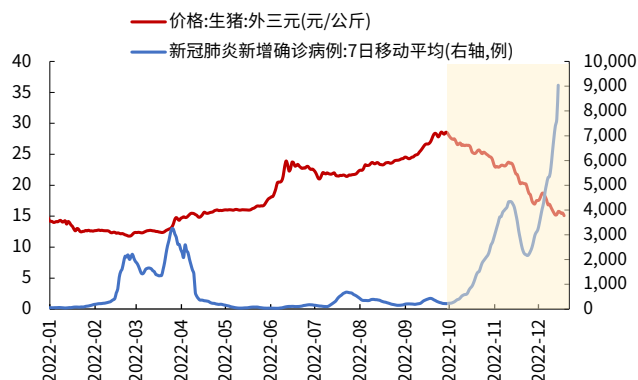
图 3：12 月猪价环比大幅下跌，鲜菜、鲜果价格环比涨幅高于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 12 月环比均值

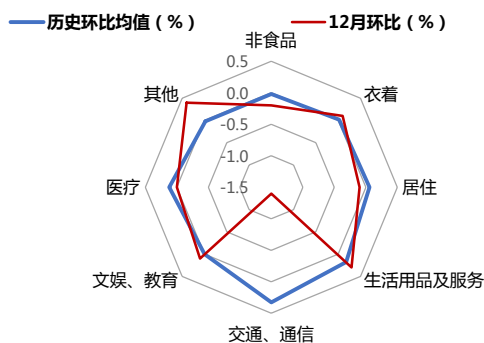
图 4：10 月下旬以来，伴随疫情大规模扩散，猪价持续下跌



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至 2023 年 1 月 12 日

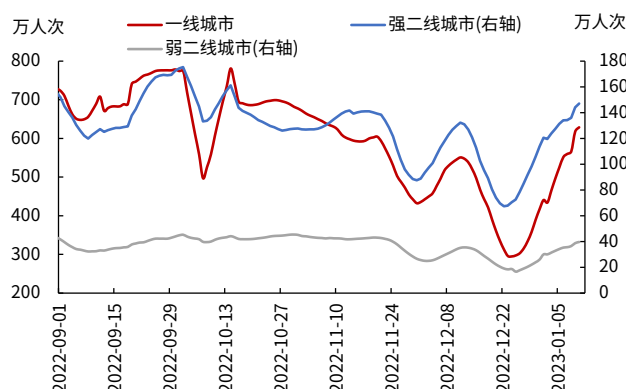
图 5：12 月交通、居住、医疗价格环比走弱，其余非食品价格环比均高于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 12 月环比均值

图 6：12 月下旬后，一二线城市地铁客运量逐步回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至 2023 年 1 月 10 日，采用地铁客运量 7 日移动平均数的算术平均值，一线城市为北京、上海、广州、深圳；强二线城市为成都、南京、武汉、西安、苏州、郑州、长沙、东莞、合肥、重庆、佛山、天津；弱二线城市为昆明、南京、石家庄、厦门、贵阳、大连、南昌、哈尔滨、兰州、常州、长春、沈阳

二、PPI 环比转负，同比降幅超预期

12 月 PPI 环比转负，自上月的 0.1% 回落至 -0.5%，同比受基数影响，自上月的 -1.3% 收窄至 -0.7%，低于市场预期的 -0.3%。

PPI 环比转负，主要受前期国际原油价格加快下跌影响，内需主导的黑色、有色、煤炭等工业品价格则普遍上涨。其中，12 月，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比下降 3.5%，上月为 0.2%；有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 1.1%，上月为 0.7%；黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.4%，上月为 -1.9%；煤炭开采和洗选业价格环比上涨 0.8%，上月为 0.9%。

国际油价下跌，主要与外需持续回落背景下，石油减产预期转弱有关，中长期看，油价仍处在弱势区间。由于欧盟对俄原油出口价格上限设定偏高，打消市场对俄石油大幅减产预期，同时 12 月初 OPEC+ 会议暂未释放进一步减产信号，供给端支撑减弱，带动油价持续下跌。12 月下旬后，受加息幅度预期放缓、美国补充战略石油储备、俄罗斯减产预期逐步兑现等因素影响，油价止跌

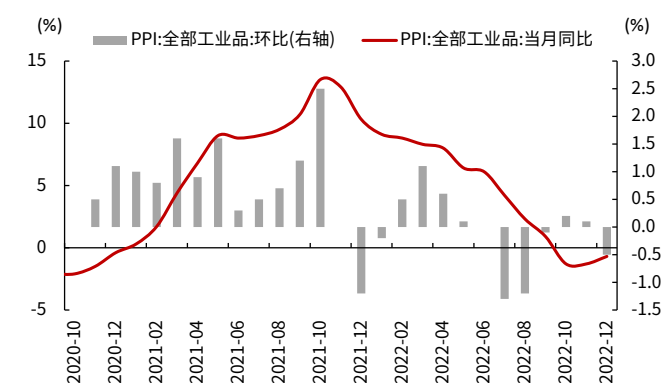
回升。但从中长期看，总需求回落背景下，油价仍处在弱势区间。一是，12月FOMC会议纪要显示2023年尚无降息预期，高利率环境将导致需求前景持续承压。二是，12月美国制造业、非制造业PMI均落入收缩区间，显示需求侧正快速降温，强化对未来美国经济衰退的担忧。我们预计在供给风险转弱、需求增长放缓的背景下，2023年油价中枢小幅回落至70-80美元/桶。（详见2022年12月20日发布的研究报告《再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023年全球宏观经济展望》）

从国内情况看，中下游工业品价格小幅回落，指向疫情冲击下，市场需求转弱；黑色、有色等原材料价格小幅上涨，指向建筑业需求逐步企稳。

一是，因疫情加速扩散，市场需求回落，人员到岗率下降、物流配送时间延长，制造业产需同步走弱。12月PMI数据显示，生产指数和新订单指数分别为44.6%和43.9%，低于上月3.2和2.5个百分点。

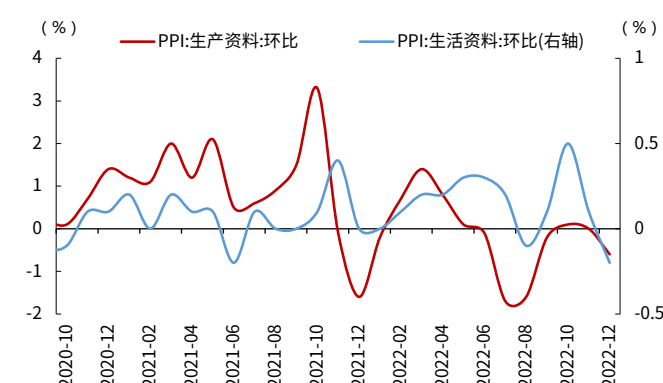
二是，重大项目建设持续推进，建筑业景气度维持在较高水平。12月，建筑业商务活动指数为54.4%，低于上月1.0个百分点，但仍高于临界点。其中，土木工程建筑业商务活动指数为57.1%，连续11个月位于较高景气区间。

图7：12月PPI环比转负，同比跌幅收窄



资料来源：Wind，光大证券研究所

图8：12月PPI生产资料、生活资料环比延续回落

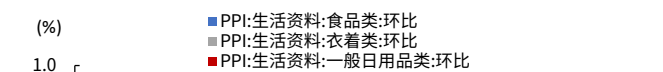


资料来源：Wind，光大证券研究所

图9：12月石油化工价格环比下跌，煤炭黑色有色价格上涨



图10：12月食品、衣着类生活资料环比下跌



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_51184

