

12 月通胀点评

食品和能源的波动影响较大

12 月 CPI 同比增速受食品和能源价格影响明显回落，核心 CPI 同比增速持平，维持此前观点，认为 2022 年国内通胀压力整体可控，但仍需要关注海外货币政策超预期收紧、能源价格波动和国内进口依赖度较高的农产品价格波动影响；12 月 PPI 在保供稳价政策下环比回落，特别是能源、钢铁、有色价格增速回落幅度比较明显；生活资料价格内部出现分化，关注非必须消费品价格变化趋势。

- 12 月 CPI 环比下降 0.3%，同比增长 1.5%，核心 CPI 同比增长 1.2%，服务价格同比上升 1.5%，消费品价格同比上升 1.5%。
- 从环比看，12 月食品价格环比由上月上涨 2.4% 转为下降 0.6%，影响 CPI 下降约 0.10 个百分点，非食品价格由上月持平转为下降 0.2%，影响 CPI 下降约 0.17 个百分点；从同比看，食品价格同比由上月上涨 1.6% 转为下降 1.2%，影响 CPI 下降约 0.22 个百分点，非食品价格上涨 2.1%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.69 个百分点。
- 通胀整体无忧，但波动性仍在。12 月尽管全国多地受到疫情影响，但 CPI 同比增速在食品和能源价格影响下仍出现回落，并且核心 CPI 同比增速维持稳定，一定程度上表明国内通胀形势整体可控。展望 2022 年仍需关注三方面问题：一是通胀的波动性，2022 年国际经济复苏形势仍将左右能源价格，国内食品价格波动特别是猪周期的波动性仍在，二是海外货币政策调整对经济复苏前景和供求结构变化的潜在影响，特别是美联储超预期的加息缩表可能影响全球经济复苏形势，三是我国农产品仍对海外有一定程度上的进口依赖，11 月和 12 月主粮和食用油 CPI 环比增速连续两个月略高于历史平均水平，需要关注国际贸易依赖程度较大的产品未来可能成为输入型通胀源。
- 12 月 PPI 环比下降 1.2%，同比增长 10.3%，PPIRM 同比增长 14.2%。12 月生产资料价格中，采掘业环比下降 6.8%，原材料业环比下降 1.7%，加工业环比下降 0.9%。
- 从同比看，调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 37 个，与上月相同。同比增速回落的主要行业包括煤炭、石油天然气、钢铁、有色，价格同比增速上升的主要是公共事业和食品制造。
- 关注需求端回落的迹象。12 月在保供稳价等政策影响下，工业原材料价格环比出现明显回落。我们维持此前预期，认为 2022 年 PPI 环比仍有上行空间，但同比增速将逐步回落，上半年维持高位震荡，下半年下行幅度更为明显。另外需要关注两点，一是美联储超预期鹰派的货币政策可能会影响全球经济复苏前景，进而影响国际大宗商品供求格局，导致国际大宗价格剧烈波动，二是 12 月国内生活资料环比也出现了走弱趋势，需要关注 PPI 向 CPI 传导过程中，必需消费品和非必需品价格表现可能出现明显分化。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

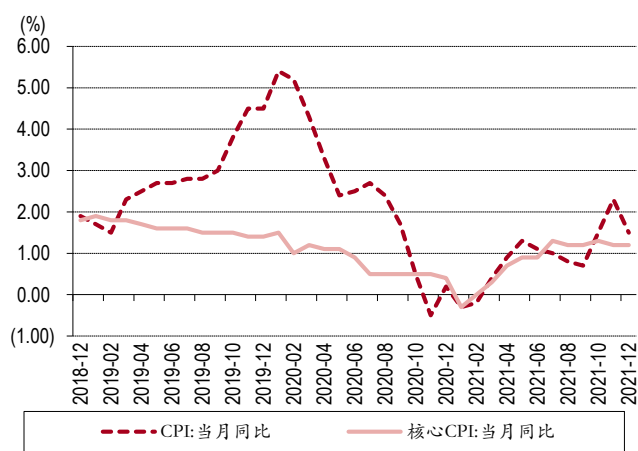
12月CPI同比增速回落。12月CPI环比下降0.3%，增速较11月下降0.7个百分点。从分项看，12月环比增速正增长的是生活用品及服务(0.3%)和衣着(0.3%)，环比增速下降的则包括交通通信(-1.3%)、食品烟酒(-0.3%)、居住(-0.1%)和其他用品及服务(-0.1%)；12月分项中较11月环比增速上升的是生活用品及服务和其他用品及服务，环比增速下降较多的是食品烟酒和交通通信。12月CPI同比增长1.5%，较11月增速下降0.8个百分点，核心CPI同比增长1.2%，较11月持平，服务价格同比上升1.5%，较11月持平，消费品价格同比上升1.5%，较11月同比增速下降1.4个百分点。从分项看，12月同比增速较高的还是交通通信(5%)，其次是教育文化娱乐(3.1%)和居住(1.6%)，食品烟酒同比增速转为下降0.1%，其他用品和服务价格同比下降0.5%，同比增速较11月上升较多的是生活用品及服务，较11月同比增速大幅下降的是交通通信和食品烟酒。

食品价格整体向下波动。从环比看，12月食品价格环比由上月上涨2.4%转为下降0.6%，影响CPI下降约0.10个百分点；从同比看，食品价格同比由上月上涨1.6%转为下降1.2%，影响CPI下降约0.22个百分点。12月国内疫情多点散发，各地区各部门统筹推进疫情防控和保供稳价，消费市场总体平稳。相较11月，鲜菜上市量增加，价格高位回落，受季节性因素影响，鲜果价格上涨，冬季腌腊进入尾声，加之生猪出栏有所加快，猪肉价格涨幅比上月大幅回落。整体来看，保供稳价等政策对平抑消费物价贡献较大。

核心CPI增速保持稳定。从环比看，12月非食品价格由上月持平转为下降0.2%，影响CPI下降约0.17个百分点；从同比看，非食品价格上涨2.1%，涨幅比上月回落0.4个百分点，影响CPI上涨约1.69个百分点。非食品中，受国际原油价格下行影响，汽油和柴油价格均较11月出现下行，因春节临近，家政服务价格上涨，但疫情影响下居民出行需求下降，宾馆住宿价格下降。核心CPI增速维持稳定，表明我国国内通胀整体趋势可控，波动主要仍是受到食品和国际能源价格波动的影响。

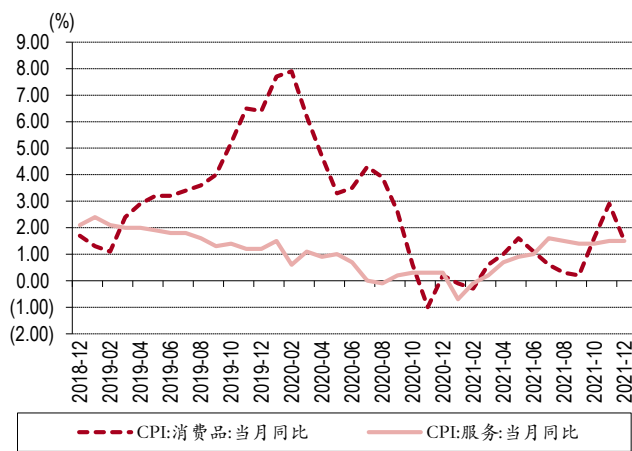
通胀整体无忧，但波动性仍在。12月尽管全国多地受到疫情影响，但CPI同比增速在食品和能源价格影响下仍出现回落，并且核心CPI同比增速维持稳定，一定程度上表明国内通胀形势整体可控。展望2022年仍需关注三方面问题：一是通胀的波动性，2022年国际经济复苏形势仍将左右能源价格，国内食品价格波动特别是猪周期的波动性仍在，二是海外货币政策调整对经济复苏前景和供求结构变化的潜在影响，特别是美联储超预期的加息缩表可能影响全球经济复苏形势，三是我国农产品仍对海外有一定程度上的进口依赖，11月和12月主粮和食用油CPI环比增速连续两个月略高于历史平均水平，需要关注国际贸易依赖程度较大的产品未来可能成为输入型通胀源。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



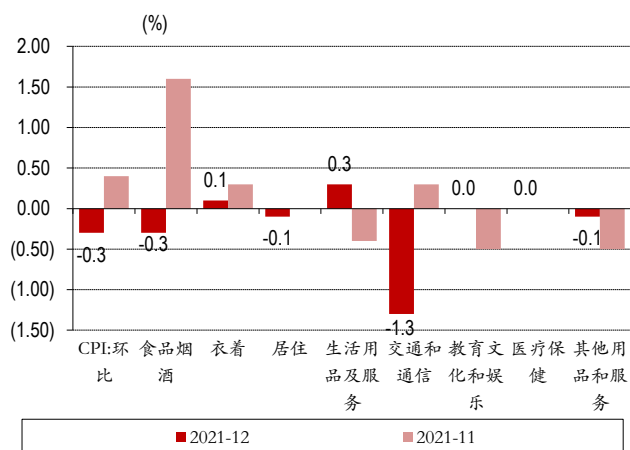
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



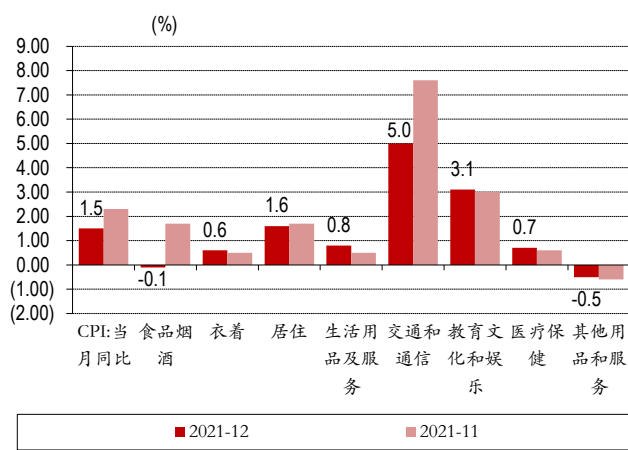
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



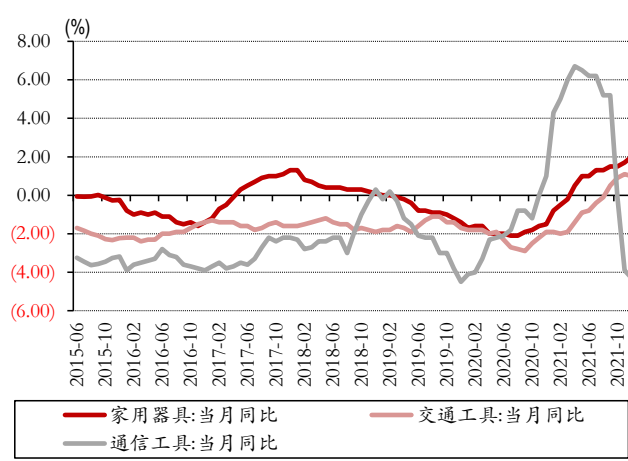
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 关注主粮价格变化趋势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 耐用消费品价格有上行趋势



资料来源: 万得, 中银证券

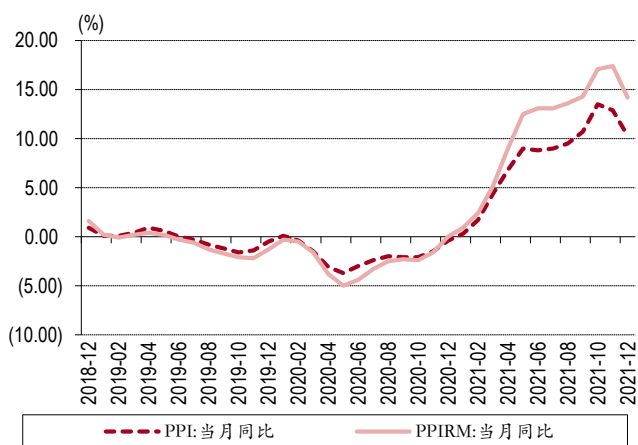
PPI

PPI 同比增速走低。12 月 PPI 环比下降 1.2%，其中生产资料环比下降 1.6%，生活资料环比持平。12 月 PPI 同比增长 10.3%，较 11 月下降 2.6 个百分点，其中生产资料同比增长 13.4%，较 11 月下降 3.6 个百分点，生活资料同比增长 1%，较 11 月持平。PPIRM 同比增长 14.2%，较 11 月下降 3.2 个百分点，从构成来看，12 月同比增速较高的产品分别是燃料动力（35.5%）、化工原料（20.5%）、有色金属（19%）、黑色金属（14%）、建筑材料（13%），相较 11 月同比增速上升的仅有木材纸浆和纺织原料，分别上升了 0.1 个百分点和 0.4 个百分点，同比增速较 11 月下降较多的是有色金属（下降 5.7 个百分点）、黑色金属（下降 5.4 个百分点）和化工原料（下降 4.6 个百分点）。

保供稳价叠加国际能源价格下跌压低 PPI。12 月生产资料价格中，采掘业环比下降 6.8%，原材料业环比下降 1.7%，加工业环比下降 0.9%。12 月份，保供稳价政策效果持续显现，叠加原油等部分国际大宗商品价格走低影响，工业品价格有所回落。从环比看，保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭价格继续回落，煤炭加工价格下降，冬季钢材、水泥等建筑材料需求偏弱，价格有所下降，国际原油、有色金属价格走低，带动国内相关行业价格下降；从同比看，调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 37 个，与上月相同，主要行业中，煤炭开采和洗选业回落 22.0 个百分点，石油和天然气开采业回落 22.9 个百分点，石油煤炭及其它燃料加工业回落 16.7 个百分点，黑色金属冶炼和压延加工业回落 9.6 个百分点，有色金属冶炼和压延加工业回落 6.5 个百分点，价格涨幅扩大的有燃气生产和供应业扩大 1.6 个百分点，电力热力生产和供应业扩大 2.4 个百分点，食品制造业扩大 0.7 个百分点。

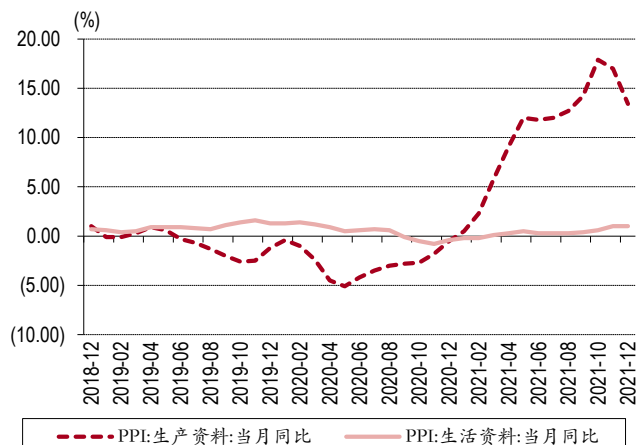
关注需求端回落的迹象。12月在保供稳价等政策影响下，工业原材料价格环比出现明显回落。我们维持此前预期，认为2022年PPI环比仍有上行空间，但同比增速将逐步回落，上半年维持高位震荡，下半年下行幅度更为明显。另外需要关注两点，一是美联储超预期鹰派的货币政策可能会影响全球经济复苏前景，进而影响国际大宗商品供求格局，导致国际大宗价格剧烈波动，二是12月国内生活资料环比也出现了走弱趋势，需要关注PPI向CPI传导过程中，必需消费品和非必需品价格表现可能出现明显分化。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



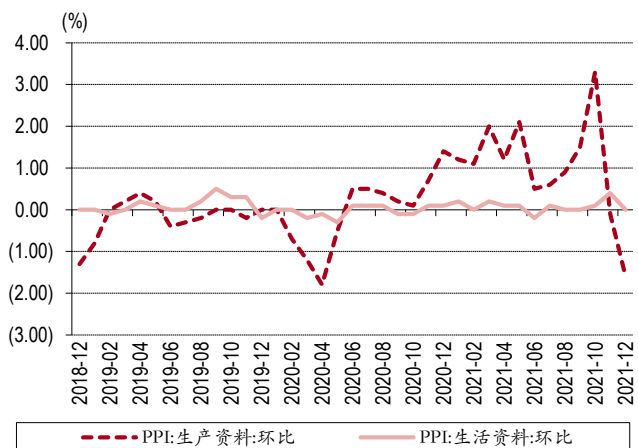
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



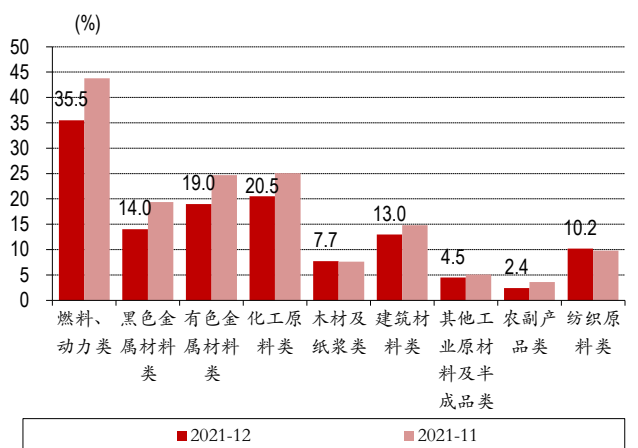
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



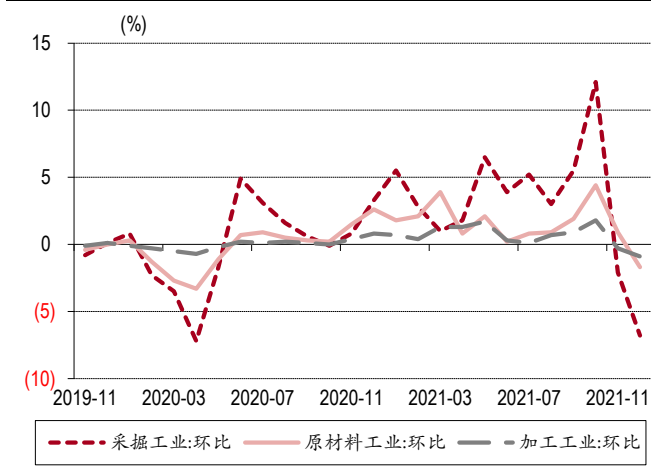
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



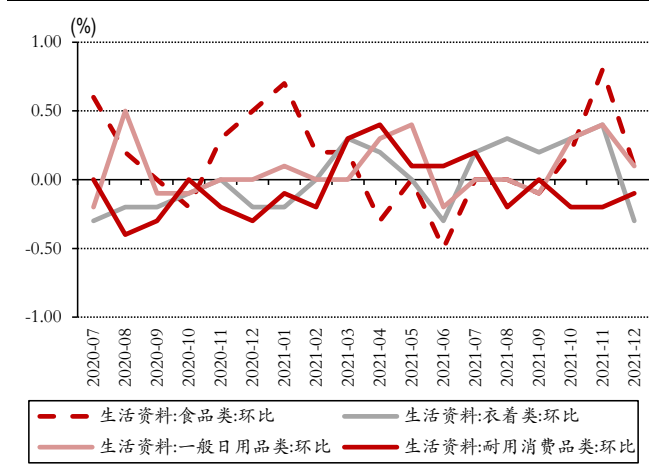
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格环比回落



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 生活资料价格环比也出现走弱趋势



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

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_35960



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn