

总量研究

CPI 整体改善，PPI 受到短期冲击

——2022 年 12 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点

要点

事件

2023 年 1 月 12 日，国家统计局发布 2022 年 12 月 CPI 和 PPI 数据：2022 年 12 月 CPI 同比上涨 1.8%（前值为 1.6%），核心 CPI 同比增长 0.7%（前值为 0.6%）；PPI 同比下降 0.7%（前值为下降 1.3%）。2022 年全年，CPI 和 PPI 同比增速分别为 2%、4.1%。

点评

CPI 同比、环比增速均有所上升，整体改善，在结构上呈现“食品回升，能源转跌，服务改善，核心通胀回暖”的特点。12 月 CPI 同比上涨 1.8%，增速比 2022 年 11 月上升 0.2 个百分点；环比为 0（前值为-0.2%），同比、环比增速均较上期有所上升。从结构来看，12 月 CPI 呈现“食品回升，能源转跌，服务改善，核心通胀回暖”的特点。目前 CPI 同比价格的波动主要来自供给端的推动，需求整体不强。后续食品价格可能仍将下降，但临近春节，CPI 持续向下的空间可能有限。

PPI 出现“同比改善而环比变差”的异常组合，反映短期受到冲击（主要来自石油及相关行业），但 PPI 仍可能处在改善企稳通道中。12 月 PPI 同比下降 0.7%，降幅收窄；但环比再次转负，为-0.5%。12 月 PPI “同比改善而环比变差”的异常组合更可能是 PPI 从底部回升过程中的暂时波动，冲击主要来自石油及相关行业价格，后续 PPI 仍可能处在改善通道中。

债市观点

近期债券收益率波动较大，但从 2022 年全年来看，大体在一个区间波动，10Y 国债收益率波动区间大致在 2.6%-2.95%。展望 2023 年，我们认为，债市的主要驱动因素仍是国内经济的需求端，2023 年需求端的演变大致延续 2022 年 5 月以来的特征，驱动利率向上和向下的因素同时存在。而 2023 年宏观政策整体预计都将以稳增长为导向，延续相对宽松的基调。我们认为，2023 年，10 年期国债收益率将整体维持区间震荡，震荡中枢在 2.75% 左右，全年利率债难以形成趋势性机会，投资者可以逢高配置。

风险提示

经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebsecn.com

联系人：秦方好

010-56513054
qinfanghao@ebsecn.com

相关研报

CPI 继续向下空间有限，PPI 处在改善企稳阶段
——2022 年 11 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点（2022-12-9）

从 3 种理论框架和 6 个特征事实看本轮全球通胀——通胀再研究系列之五（2021-08-06）

1、事件

2023 年 1 月 12 日，国家统计局发布 2022 年 12 月 CPI 和 PPI 数据：2022 年 12 月 CPI 同比上涨 1.8%（前值为 1.6%），核心 CPI 同比增长 0.7%（前值为 0.6%）；PPI 同比下降 0.7%（前值为下降 1.3%）。2022 年全年，CPI 和 PPI 同比增速分别为 2%、4.1%。

2、点评

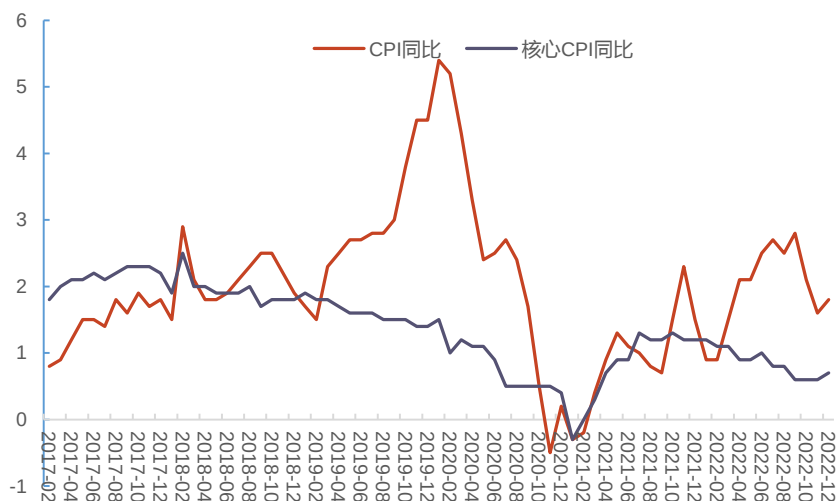
2.1、CPI 同比、环比增速均有所上升，整体改善，在结构上呈现“食品回升，能源转跌，服务改善，核心通胀回暖”的特点

2022 年 12 月 CPI 同比上涨 1.8%，增速比 2022 年 11 月上升 0.2 个百分点；环比为 0（前值为-0.2%），同比、环比增速均较上期有所上升。当然也要看到，12 月 CPI 同比增速回升，与 2021 年同期的基数相对较低有关，2021 年 12 月 CPI 同比为 1.5%（比 2021 年 11 月下降 0.8 个百分点）。

而从季节性因素来看，2022 年 12 月环比 0 的增速，则低于 2019-2021 年三年同期均值（这 3 年 12 月 CPI 环比增速分别为 0%、0.7%、-0.3%，均值为 0.13%），说明 12 月 CPI 虽有回升，但仍弱于季节性。

整体来看，物价即受到疫情防控带来的冲击，也有来自经济恢复的推力，物价运行总体平稳。

图表 1：2022 年 12 月 CPI 同比增速较 11 月提升 0.2 个百分点



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

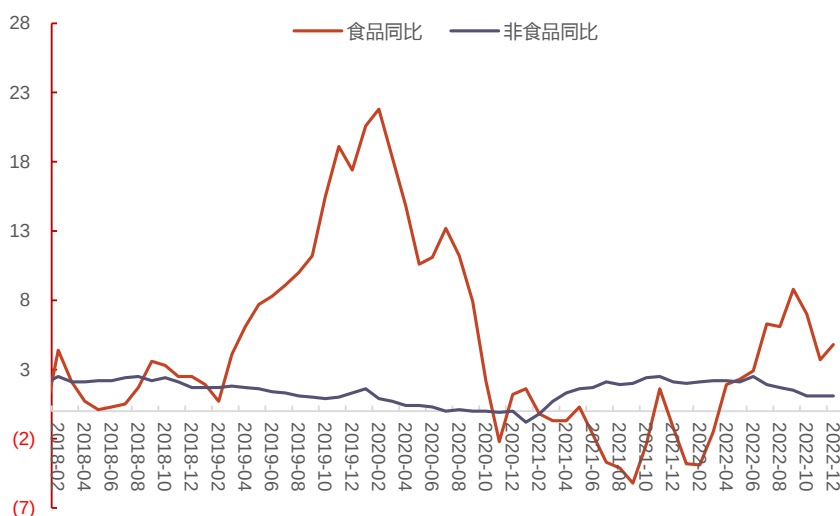
从结构来看，2022 年 12 月 CPI 呈现“食品回升，能源转跌，服务改善，核心通胀回暖”的特点。

食品价格受季节性影响，呈回升态势，但猪肉价格持续回落。12月食品价格同比上涨4.8%，涨幅比11月提升1.1个百分点，环比增速则为0.5%（11月环比增速为-0.8%），年末和临近春节，食品价格呈加速回升态势。食品中，猪肉价格环比下降8.7%（11月为下降0.7%），连续两个月价格下降。

能源价格再次转跌，服务价格整体改善。非食品中，受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格12月环比分别下降6.1%和6.5%，再次转跌。12月服务价格同比上涨0.6%，涨幅比11月提升0.1个百分点，环比增速则为0.1%（11月环比增速为-0.2%）。其中，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分别环比上涨7.7%、5.8%和3.8%；春节临近，家政服务价格环比上涨1.0%。

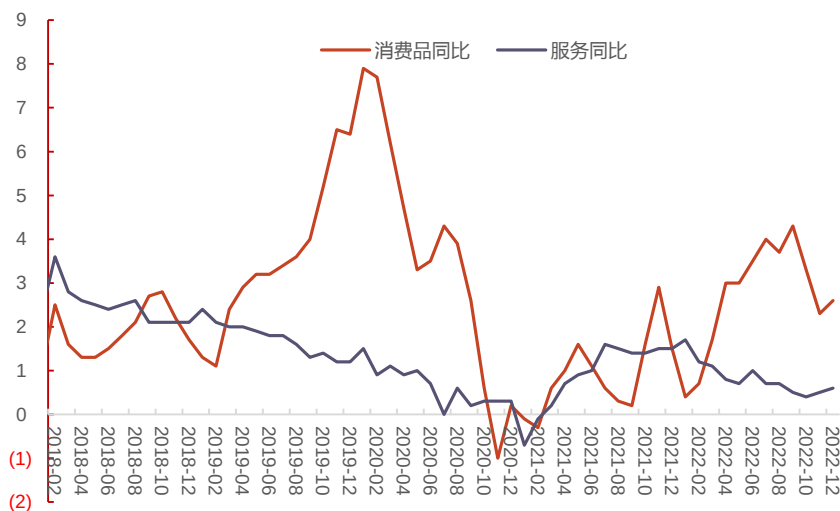
核心CPI稍有回暖，12月核心CPI同比增速为0.7%（11月为0.6%）；核心CPI环比增速为0.1%（11月为-0.2%）。

图表2：12月食品价格同比增速有所提升

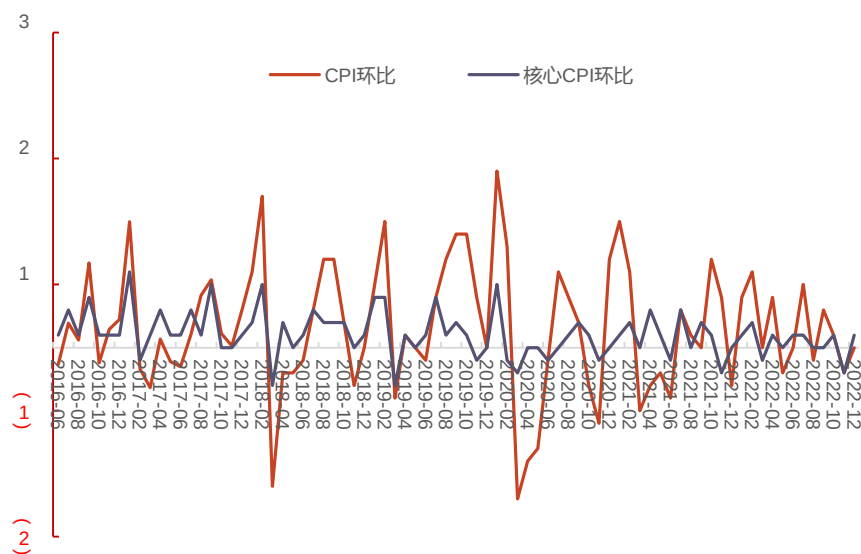


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表3：12月服务项价格同比增速连续2个月上升



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 4：12 月核心 CPI 环比增速为 0.1%，比 11 月提升 0.3 个百分点


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

结合近几个月食品、非食品、核心 CPI 以及相关指标的表现，大致可以判断：

1) 目前 CPI 同比价格的波动主要来自供给端的推动，需求整体不强。能源类价格在 11 月稍有上升，而 12 月再次转跌（后续走势并不明晰），而食品价格则波动较大。猪肉价格仍在回落通道中，后续食品价格可能仍将下降，但临近春节，CPI 持续向下的空间可能有限。

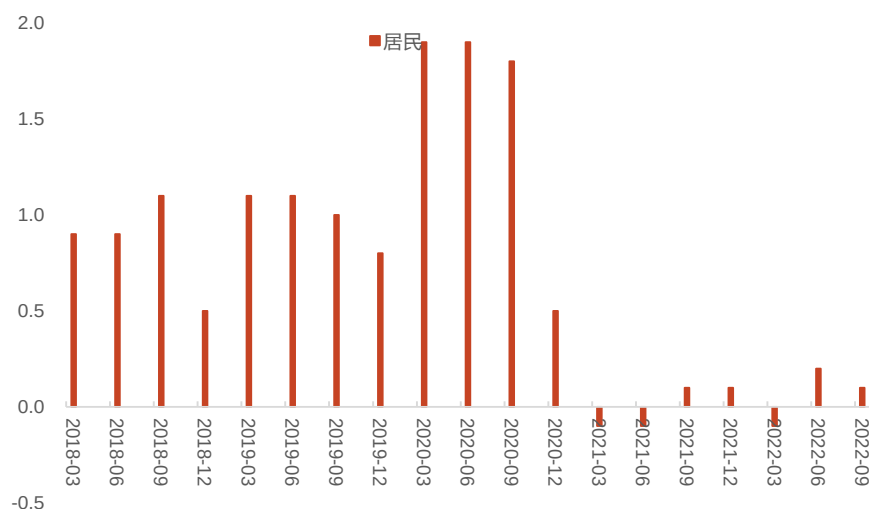
图表 5：2022 年 12 月上旬至今，猪肉价格仍在回落通道中，而蔬菜价格则持续向上


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：周均值，单位为元/每公斤 统计截至 2023 年 1 月 11 日

2) 在前期多篇报告中，我们均指出，疫情出现使得居民杠杆率持续上升，而收入增速放缓，以及房价的上涨均制约了居民资产负债表的修复。因此 CPI 尤其是核心 CPI 的疲弱，以及 2021 年以来消费修复程度持续不及预期，均是居民资产负债表修复不畅的侧面表现。2020 年居民杠杆率提升明显，2021 年以来去杠杆

不明显，表明居民资产负债表的修复并不顺畅，我们认为，这都将制约居民消费的修复高度，也使得消费品端物价难有太好的表现，因此 2023 年全年 CPI 都可能处在相对温和状态。

图表 6：2020 年居民杠杆率提升明显，2021 年以来去杠杆不明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：纵轴统计的是居民部门杠杆率季度之间变动值，单位为百分点；数据截至 2022 年 9 月

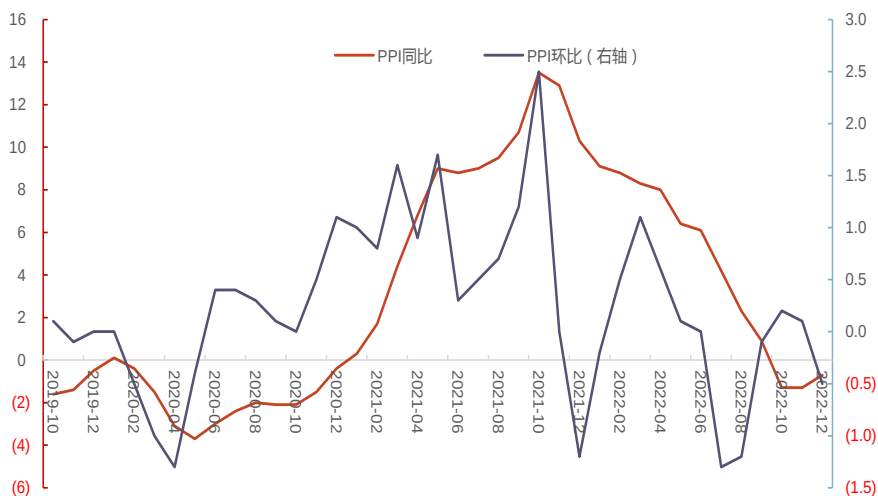
2.2、 PPI 出现“同比改善而环比变差”的异常组合，反映短期受到冲击（主要来自石油及相关行业），但 PPI 仍可能处在改善企稳通道中

12 月 PPI 同比下降 0.7%（11 月为-1.3%），降幅收窄；但环比再次转负，为-0.5%（前值为 0.1%）。从 12 月 PPI 同比、环比的分化组合再结合 2021 年 PPI 同比的高点来看，12 月 PPI 的表现更可能是 PPI 从底部回升过程中的暂时波动。2020 年 5 月至 2021 年 10 月，PPI 同比和环比组合，出现过几次 4 次同比改善而环比增速下滑（相较于上个月）的情况，但这一时期，PPI 整体是向上的。我们预计，尽管 12 月受到冲击，但后续 PPI 仍可能处在改善通道中。

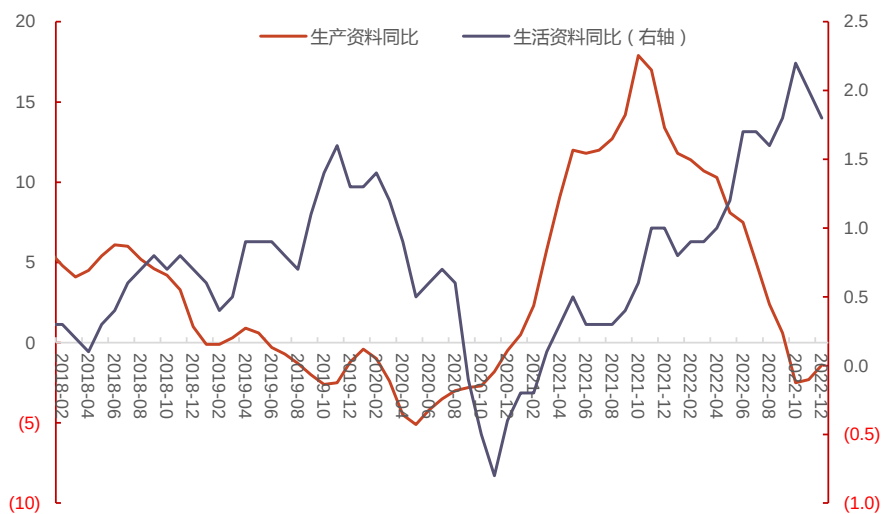
从结构来看，12 月生产资料价格同比增速为-1.4%（前值为-2.3%），降幅收窄；而生活资料价格同比增速为 1.8%（前值为 2%），增速稍有回落，整体仍可能处在 2021 年以来上升通道中。12 月生产资料和生活资料价格环比增速则分别为-0.6%和-0.2%（前值分别为 0%和 0.1%），12 月 PPI 受到了一定冲击，主要来自石油及相关行业价格下降的影响。12 月，国际原油价格下行带动国内石油及相关行业价格下降，其中石油和天然气开采业价格环比下降 8.3%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比下降 3.5%。

12 月采掘业、原材料、加工业出厂价格同比增速分别为 1.7%、1.2%和-2.7%（11 月分别为-3.9%、0.3%和-3.2%），采掘业、原材料、加工业出厂价格同比增速均出现一定程度的改善。从环比来看，生产资料的三大具体分项中，采掘业、原材料、加工业价格 12 月环比增速分别为-1.4%、-0.8%和-0.3%（11 月环比增速分别为 0.9%、-0.1%和 0%），环比增速均在下降。

图表 7：12 月 PPI 出现“同比改善而环比变差”的异常组合



图表 8：12 月生产资料增速和生活资料同比增速“一升一降”



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_51192

