



# 张瑜：22 年通胀平稳收官，23 年物价主线何在？——12 月通胀数据点评





## 事项

12月CPI同比1.8%，前值1.6%；PPI同比-0.7%，前值-1.3%。

## 主要观点

消费价格平稳收官，全年波澜不惊

12月CPI同比1.8%，较上月回升0.2个百分点；核心CPI同比0.7%，较上月上行0.1个百分点，消费价格平稳收官。环比来看，CPI由上月下降0.2%转为持平。关注点有三个：一是食品项中的鲜菜和鲜果价格季节性涨幅较大；二是受国际油价下行影响，国内成品油价明显下跌；三是疫情防控政策优化，居民生活半径打开，服务价格有所修复。整体来看，食品价格和服务价格上涨，基本抵消了能源价格下跌的拖累。

全年来看，CPI 同比中枢为 2%，顺利完成年初设定的 3%预期目标；核心 CPI 同比中枢为 0.9%，基本与去年持平。2022 年我国消费价格运行平稳，主要有两方面的因素，一是生猪产能出清幅度有限，猪周期见底后上行斜率偏缓，稳定了食品价格的基本盘；二是疫情与经济下行压力对核心通胀的抑制，房租结节性涨幅脉冲消失，出行、娱乐和旅游价格弹性减弱，周期性服务价格走势疲软，核心通胀持续低位运行。2019-2022 年，CPI 同比中枢分别为 2.5%、1.5%、0.9%、2.0%，核心 CPI 同比中枢分别为 1.6%、0.8%、0.8%、0.9%。

### 工业品通胀年度中枢回落，但仍然偏高

受基数走低影响，去年 12 月 PPI 同比下降 0.7%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点。环比来看，PPI 环比由上月上涨 0.1%转为下降 0.5%，受国际油价下行影响，石油相关行业价格明显下跌；国内疫情防控和地产调控政策优化，经济修复预期影响下，金属和煤炭相关行业价格有所上涨。

全年来看，工业品通胀呈持续回落趋势，PPI 同比中枢较 2021 年明显回落，但仍然偏高，在过去十年，仅次于 2017 年的 6.3%和 2021 年的 8.1%。回顾全年，理解 2022 年的工业品通胀走势，有三条线索：一是俄乌冲突的供给扰动导致国际油价高企；二是在海外能源供需矛盾加剧、国内电力需求维持韧性的背景下，煤炭价格持续高位运行；三是受地产投资增速回落影响，黑色系价格持续承压。

### 2023 年国内通胀的两条主线及影响？

展望 2023 年国内通胀走势，或有两主线：一是阶段性供需失衡对服务价格的影响是否会引致核心通胀明显上行；二是 PPI 底部及上行斜率的判断。

如果疫情防控优化后，阶段性供需失衡推动服务业涨价，导致核心通胀在年中加速上行，在三季度面临破 2% 风险，或有两个影响：1) 届时以 DR007 为代表的银行间市场利率或有逐步上行且高于政策利率的可能。2007 年以来，只要核心 CPI 同比破 2%，银行间利率必然呈上行态势。2) 并不会引致央行加息。一方面，核心服务业通胀虽走高，但不是全面通胀，猪、油、工业价格并未全面共振。另一方面，是供需双侧因素共同导致的通胀，不是纯需求的通胀，央行容忍度或有提升。

我国工业企业利润增速与 PPI 同比基本同步，PPI 底部的确定以及上行斜率，关乎工业企业利润的修复节奏，进而可能影响到权益市场的风险偏好以及估值。目前我们中性预计 PPI 同比大概率在二季度初见底，彼时叠加两会后政策密集落地、美国加息步入尾声以及其余四大宏观底部（工业利润、工业库存、中美息差和资本外流）的交叉确认，今年 2-3 季度，或是权益市场的好时候。（详见《移动靶时代：边开枪，边瞄准——2023 年年度策略报告》）。

风险提示：农产品和大宗商品价格走势超预期；经济和消费修复超预期。

报告目录

一、 12月及全年通胀数据述评 .....	4
(一) 消费价格平稳收官, 全年波澜不惊 .....	4
(二) 工业通胀中枢回落但仍然偏高 .....	5
二、 今年国内通胀的两条主线及影响 .....	6

## 报告正文

—

### 12月通胀数据述评

#### (一) 消费价格平稳收官, 全年波澜不惊

去年12月, CPI同比1.8%, 较上月回升0.2个百分点; 核心CPI同比0.7%, 较上月上行0.1个百分点, 消费价格平稳收官。环比来看, CPI由上月下降0.2%转为持平。关注点有三个, 一是食品项中的鲜菜和鲜果价格季节性涨幅较大; 二是受国际油价下行影响, 国内成品油价明显下跌; 三是疫情防控政策优化, 居民生活半径打开, 服务价格有所修复。整体来看, 食品价格和服务价格上涨, 基本抵消了能源价格下跌的拖累。

食品价格环比由上月下降0.8%转为上涨0.5%, 影响CPI上涨约0.09个百分点。分类别看, 鲜菜和鲜果价格上涨, 猪肉价格下跌。受季节性因素影响, 鲜菜和鲜果价格分别上涨7.0%和4.7%; 生猪供给持续增加, 叠加疫情对猪肉消费的短期冲击, 猪肉价格下降8.7%, 降幅比上月扩大8.0个百分点; 其余项波动不大。

非食品价格环比由上月持平转为下降 0.2%，影响 CPI 下降约 0.13 个百分点。分类别看，成品油价格明显下跌；烟酒、服装和中药等非耐用品和家用器具、通讯工具等耐用品价格上涨，出行和娱乐服务、家政服务价格上涨，核心 CPI 环比上涨 0.1%，处于历史区间上沿。

1) 能源方面，国际油价下行影响国内汽油和柴油价格分别下跌 6.1% 和 6.5%。

2) 核心消费品方面，非耐用品中，服装价格上涨 0.1%，烟酒价格上涨 0.1%，新冠相关药物需求增长，中药价格上涨 0.4%；耐用品中，家用器具、通信工具价格分别上涨 0.5%、1.7%，交通工具价格下跌 0.2%。

3) 服务价格方面，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上涨 7.7%、5.8%和 3.8%；春节临近，家政服务价格上涨 1.0%。非周期性服务，如通信、教育、医疗等价格保持平稳。

2022 全年来看，CPI 同比中枢为 2%，顺利完成年初设定的 3%预期目标；核心 CPI 同比中枢为 0.9%，基本与去年持平。2022 年我国消费价

格运行平稳，上半年 CPI 同比涨幅为 0.9%，全年 CPI 同比涨幅为 2.0%。

**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\\_51229](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51229)

