

二零二二年一月十三日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 2021年12月，中国居民消费价格指数（CPI）同比升幅回落至1.5%，这主要受到食品价格转为下降和非食品价格升幅放缓所致。可以看出，食品供应充足、能源零售价格涨幅放缓，正帮助稳定中国的总体价格水平。2021年全年来看，中国居民消费价格指数同比上涨0.9%。
- 12月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上升10.3%，升幅进一步放缓。PPI升幅下降主要得益于当局采取适当的政策措施，保证原材料的正常供应及解决能源短缺问题。2021年全年来看，PPI同比升幅达8.1%。
- 展望未来，消费及工业价格水平正出现企稳回落的迹象，有助于缓解中国经济面临的通胀压力。温和的通胀水平亦令市场原本对充裕的流动性可能推高通胀的担忧进一步消散，也为国家实施灵活的货币政策奠定基础，从而抵御经济下行风险。
- 考虑到政策制定者仍将在抑制大宗商品价格、恢复稳定的电力供应以及确保供应链弹性方面继续发力，整体价格水平预计将保持稳定，为中国的经济复苏创造有利条件。

中国 2021 年通胀保持温和走势

2021年12月，中国居民消费价格指数（CPI）同比升幅回落至1.5%，略低于市场预期的1.7%和11月的2.3%，12月CPI环比亦温和下滑0.3%，这主要由于食品价格由11月的同比上升1.6%转为下降1.2%，非食品价格的同比升幅则由11月的2.5%放缓至2.1%。可以看出，食品供应充足、能源零售价格涨幅放缓，正帮助稳定中国的总体价格水平。2021年全年来看，中国居民消费价格指数同比上涨0.9%，低于政府3%的目标。12月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上升10.3%，低于市场预期的11.3%，亦较12月12.9%的升幅进一步放缓。PPI升幅下降主要得益于当局采取适当的政策措施，保证原材料的正常供应及解决能源短缺问题。2021年全年来看，PPI同比升幅达8.1%，2020年则为同比下降1.8%。PPI录得显著升幅，主要由于能源及原材料价格出现大幅波动，特别是“石油和天然气开采业”、“黑色金属冶炼和压延加工业”和“石油、煤炭及其他燃料加工业”的价格水平，全年升幅分别达38.7%、28.5%和28.2%。展望未来，消费及工业价格水平正出现企稳回落的迹象，有助于缓解中国经济面临的通胀压力。温和的通胀水平亦令市场原本对充裕的流动性可能推高通胀的担忧进一步消散，也为国家实施灵活的货币政策奠定基础，从而抵御经济下行风险。考虑到政策制定者仍将在抑制大宗商品价格、恢复稳定的电力供应以及确保供应链弹性方面继续发力，整体价格水平预计将保持稳定，为中国的经济复苏创造有利条件。

中国 12 月消费价格水平温和放缓。12月全国消费物价水平升势放缓，主要由于食品价格水平的进一步回落，特别是猪肉价格的跌幅较11月的32.7%扩大至36.7%，蔬菜价格的升幅则从11月的30.6%回落至10.6%。非食品价格水平同样呈现出温和放缓的走势，其中能源价格升幅从11月35.7%放缓至22.5%，旅游价格升幅则从11月的6.6%微幅增长至7.5%，反映12月疫情在全国范围内零星爆发，抑制了部分经济活动的正常运作。展望未来，被压抑的服务需求将在未来数月持续推升消费品价格，劳工及能源价格的上涨，叠加低基数影响，或会令通胀压力再度回升。我们还注意到，当前的价格上涨趋势已经波及产业链的中游产品，并预计将继续影响中下游的商品价格，最终推升社会整体消费成本。虽然消费价格水平有上升趋势，但中国目前面临的通胀压力仍相对温和，充足的商品供应、当局合理适度的宏观政策支持、猪肉供给逐渐恢复正常、PPI 飙升向CPI传导的影响有限等多个经济基本面要素稳定向好发展，都将在2022年帮助稳定物价水平。

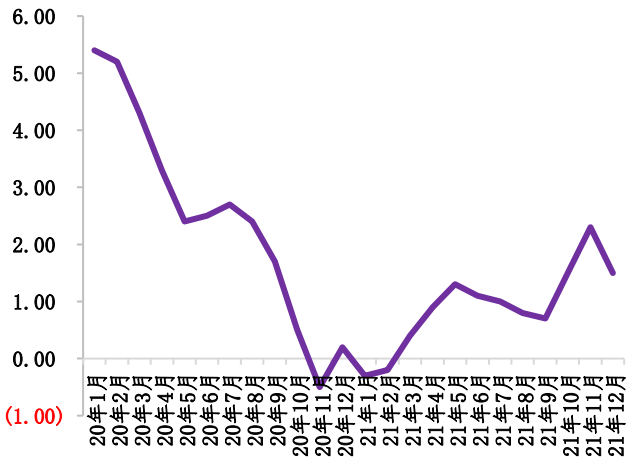
当局严控大宗商品价格及解决电力危机，中国 12 月工业品出厂价格降温。中国 12 月工业品出厂价格增速放缓，反映当局在稳定大

林樵基
研究部主管
Banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

大宗商品供应及价格水平方面初见成效，市场供需关系得到改善。总体而言，12月工业通胀水平在部分行业价格走高的情况下继续上升，其中“石油和天然气开采业”、“石油、煤炭及其他燃料加工业”、“化学原料和化学制品制造业”、“黑色金属冶炼和压延加工业”、“有色金属冶炼和压延加工业”的工业品出厂价格分别同比上涨45.6%、36.4%、23.8%、21.4%和20%。我们认为，随着全球经济活动逐步回暖，大宗商品库存消耗速度难以追平补给速度，工业品出厂价格正持续上涨。不过，在工厂产能逐步提升、航运业面临的供应链瓶颈将得到缓解的预期之下，工业通胀的上行压力也将进一步舒缓。展望未来，考虑到工厂产能正稳步提升，中国的制造业活动将保持适度扩张，固定资产投资和工业生产亦会保持增长，2022年的工业通胀水平预计将呈现健康向上的走势。

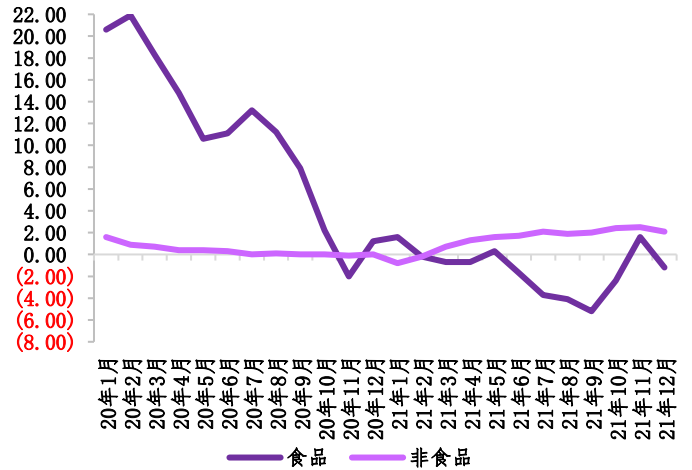
审慎的流动性管理将在今年延续，以稳定价格走势。全球经济已经迈入后疫情时代更广泛的复苏格局，通胀压力上涨的问题愈演愈烈。全球主要央行对于货币政策恢复正常化的路径也变得飘忽不定。对于中国而言，中国人民银行表态会继续坚持“稳”字当头的政策主基调，通过多元的货币政策工具，将流动性维持在合理充裕的水平，确保货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。当前，中国正面临复杂多变的全球经济环境，人行预计会不遗余力地在防范信贷风险和引导资金流入实体经济以提振经济增速这两者之间保持平衡。展望未来，人行或将避免过早收紧政策，以抵御经济下行带来的风险。因此，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，同时处理好经济复苏和稳定物价水平之间的关系。在我们看来，为了提振实体经济发展，优化商业银行及金融市场的流动性结构，降低融资成本，支持小微企业和民营企业发展，以及鼓励市场创新变革，人行仍会将稳健中性的货币政策摆在重要位置，既不偏宽松，也不偏紧缩，保持流动性合理充裕，满足企业运营的资本需求，稳定物价水平，从而支撑2022年经济的进一步复苏。

图.1: 中国 CPI 同比走势 (%)



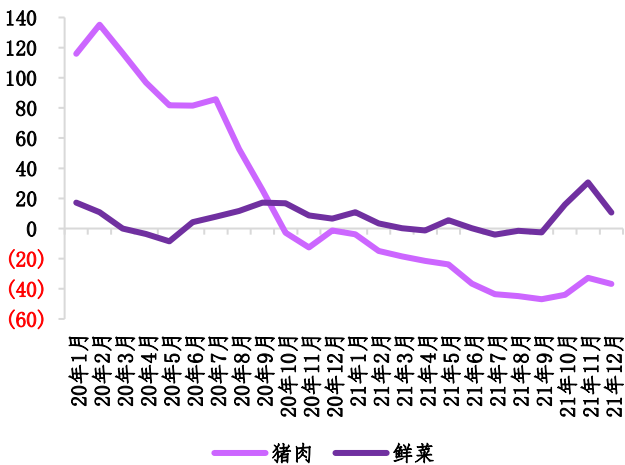
来源: 彭博

图.2: 食品及非食品消费价格同比走势 (%)



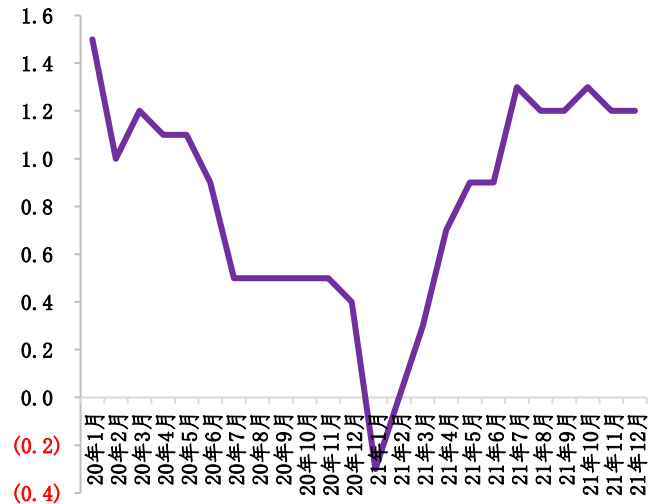
来源: 彭博

图.3: 猪肉及鲜菜消费价格同比走势 (%)



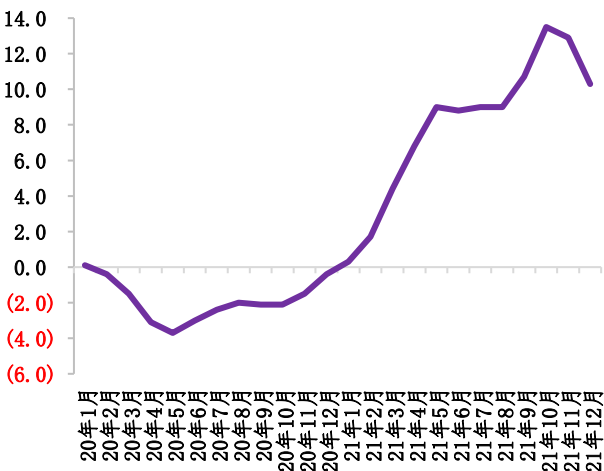
来源: 彭博

图.4: 中国核心 CPI 同比走势 (%)



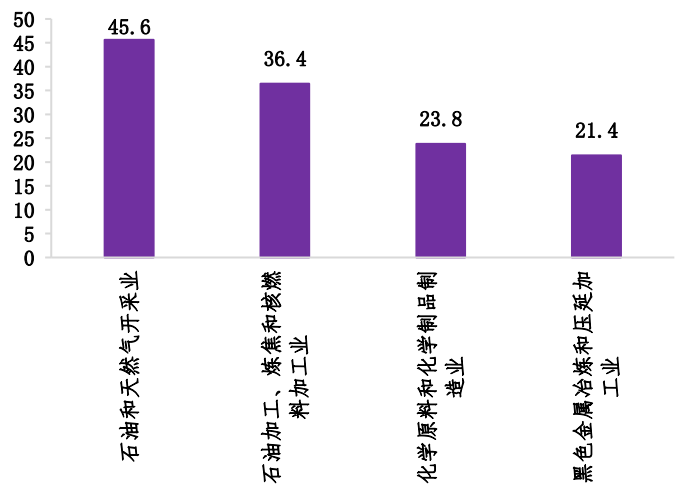
来源: 彭博

图.5: 中国 PPI 同比走势 (%)



来源: 彭博

图.6: 12月 PPI 同比涨幅 (%) 最大的行业



来源: 彭博

中国经济数据

	2018	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	-	-
制造业 PMI (%)	49.4	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3
非制造业 PMI (%)	53.2	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7
出口(人民币/同比%)	7.1	5.0	4.0	38.7	20.0	14.5	-	-
进口(人民币/同比%)	12.9	1.7	(0.2)	19.3	32.3	16.1	-	-
贸易余额 (人民币/十亿)	2324.7	2912.0	3634.2	711.7	874.0	1170.1	-	-
出口增长 (美元/同比%)	9.9	0.5	3.6	48.8	30.7	24.3	-	-
进口增长 (美元/同比%)	15.8	(2.7)	(0.6)	29.4	44.1	25.9	-	-
贸易余额 (美元/十亿)	351.0	421.1	524.0	109.0	135.1	181.4	-	-
消费物价指数 (同比%)	2.1	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9
生产者物价指数 (同比%)	3.5	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.9	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	-	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.5	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	-	-
工业增加值 (同比%)	6.2	5.7	2.8	24.5	9.0	4.9	-	-
零售额 (同比%)	9.0	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	-	-
新增贷款 (人民币/十亿)	12579.4	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3229.4	19943.3
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0
总社会融资 (人民币/十亿)	22492.0	25673.5	34791.8	10288.7	7510.2	6966.1	6591.4	31356.4

	12/20	1/21	2/21	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21
实际国民生产总值 (同比%)	6.5	-	-	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	-
制造业 PMI (%)	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3
非制造业 PMI (%)	55.7	52.4	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7
出口(人民币/同比%)	10.9	16.5	139.2	20.6	22.1	18.0	20.1	8.0	15.7	19.9	20.4	16.6	-
进口(人民币/同比%)	(0.2)	20.2	11.8	28.7	33.1	40.4	24.7	16.2	23.0	10.0	14.5	26.0	-
贸易余额(人民币/十亿)	509.2	405.0	231.2	75.5	265.0	283.7	325.3	359.2	377.4	433.4	545.9	460.7	-
出口增长(美元/同比%)	18.1	24.6	154.6	30.5	32.2	27.8	32.1	19.3	25.6	28.1	27.1	22.0	-
进口增长(美元/同比%)	6.5	28.7	18.9	39.2	44.0	52.0	37.3	28.3	33.0	17.5	20.6	31.7	-
贸易余额(美元/十亿)	75.8	61.8	35.4	11.9	41.1	43.7	50.4	56.1	58.5	66.8	84.5	71.7	-
消费物价指数(同比%)	0.2	(0.3)	(0.2)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5
生产者物价指数(同比%)	(0.4)	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3
固定资产投资 (年初至今/同比%)	2.9	-	35.0	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	7.0	-	38.3	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	-
工业增加值(同比%)	7.3	-	35.1	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	-
零售额(同比%)	4.6	-	33.8	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	-
新增贷款(人民币/十亿)	1255.2	3578.3	1359.4	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1130.0
广义货币供应量(同比%)	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0
总社会融资(人民币/十亿)	1647.6	5187.8	1724.3	3376.6	1856.9	1952.2	3701.1	1075.2	2974.4	2916.5	1607.3	2614.1	2370.0
全国城镇调查失业率(%)	5.2	5.4	5.5	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	-
31个大城市 城镇调查失业率(%)	5.2	5.1	-	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	-

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	36,290.32	20.12	(0.32)
标准普尔 500 指数	4,726.35	25.98	0.55
纳斯达克综合指数	15,188.39	127.79	0.58
欧洲			
富时 100 指数	7,551.72	18.11	0.46
德国 DAX 30 指数	16,010.32	15.46	(1.61)
法国 CAC 40 指数	7,237.19	21.94	(1.89)
斯托克 600 价格指数	486.20	20.69	(1.65)
亚洲			
香港恒生指数	24,402.17	9.75	6.53
恒生中国企业指数	8,612.85	7.63	7.45
上海深圳沪深 300 指数	4,845.58	17.52	(0.46)
上海证券交易所综合指数	3,597.43	15.39	0.06
深证综合指数	2,475.82	37.47	(0.32)
日经 225 指数	28,765.66	16.38	(1.83)
韩国 KOSPI 指数	2,972.48	13.79	0.63
台湾证交所加权股价指数	18,375.40	14.99	(0.67)
标普/澳证 200 指数	7,438.90	23.22	(1.68)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	3,214.19	18.54	0.35
MSCI ACWI 指数	753.61	17.76	0.72
MSCI 新兴市场指数	1,267.34	13.45	3.65
MSCI 美国指数	4,539.72	20.05	0.57
MSCI 英国指数	2,135.00	17.60	0.66
MSCI 法国指数	205.93	22.51	(1.91)
MSCI 德国指数	172.57	15.45	(1.33)
MSCI 中国指数	86.65	14.86	7.27
MSCI 香港指数	14,864.03	21.32	2.00
MSCI 日本指数	1,248.74	15.33	(0.72)

*所有市场根据 2022/01/12 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	0.25	0.00
美国最佳利率	3.25	0.00
联储贴现率	0.25	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	0.0304	(0.01)
美国综合国债 1 年收益率	0.4450	0.054
美国综合国债 5 年收益率	1.5189	0.09
美国综合国债 10 年收益率	1.7428	0.038
美国综合国债 30 年收益率	2.0861	(0.009)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.1130	0.009
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.2444	0.028
日本综合国债 1 年收益率	(0.099)	(0.006)
日本综合国债 10 年收益率	0.131	0.045
德国综合国债 1 年收益率	(0.652)	0.002
德国综合国债 10 年收益率	(0.059)	0.026
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.80	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.160	(0.025)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.559	(0.033)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.794	(0.012)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.972	0.195
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.428	(0.001)
香港基本利率(贴现率)	0.5	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0932	0.043
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.1354	(0.001)
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.9470	1.069
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.1143	(0.144)
公司债(穆迪)		
Aaa	2.86	0.04
Baa	3.51	0.01

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	82.64	6.15
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	84.67	4.79
天然气期货	美元/百万英	4.86	25.12
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,971.01	1.98
铜期货	美元/磅	457.65	3.69
LME 钢筋期货	美元/吨	708.00	0.43
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,360.25	2.20
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,817.49	(0.05)
黄金期货	美元/盎司	1,827.30	0.12
现货银	美元/盎司	22.73	(1.39)
现货铂	美元/盎司	973.48	(0.94)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	599.00	(0.54)
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	757.75	(0.39)
11 号糖(全球)	美元/磅	18.34	0.00
大豆期货	美元/蒲式耳	1,399.25	0.32

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	94.92	(1.31)
欧元/美元	1.1357	0.43
英镑/美元	1.3627	0.69
澳大利亚元/美元	0.7210	(0.55)
美元/加拿大元	1.2537	(1.43)
美元/日元	115.46	(0.27)
美元/瑞士法郎	0.9236	0.91
人民币中间价指数	6.3658	(0.19)
美元/人民币	6.3584	(0.09)
美元/人民币-交割远期	6.5069	(0.20)
美元/中国境外即期汇率	6.3722	(0.01)
美元/港币	7.7944	0.01
人民币/港币	1.2258	0.07
中国境外即期汇率/港币	1.2232	0.02
美元/韩元	1,190.55	(0.53)
美元/新台币	27.66	0.17
美元/新加坡元	1.3514	(0.37)
美元/印度卢比	73.92	(0.60)

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600