



“二次筑底”进行时

——中国物价 2023 年 12 月数据点评

12 月 CPI 通胀见底回升，PPI 通胀低位震荡。 CPI 同比增速-0.3%，符合市场预期；环比增速 0.1%，转正。PPI 同比增速-2.7%，略低于市场预期；环比增速-0.3%，尚未止跌。

初看之下，CPI 通胀实现了见底回升，PPI 通胀亦实现了低位企稳。但仔细分析，物价数据的修复多来自于“猪价磨底”和“超跌反弹”，需求依旧不足，低通胀风险仍然客观存在。总体上看，当前通胀正在“二次筑底”，未来有望随需求修复回暖。

一、CPI 通胀：见底回升

2023 年全年 CPI 指数收跌 0.3%，需求不足和猪价下跌构成了年内物价低迷的“双重诱因”。

猪价跌幅收窄叠加部分分项季节性走强，食品价格转跌为涨，12 月环比上行 0.9%，为 2023 年 2 月以来新高。一是产能加速去化令猪价跌幅收窄，其他蛋白类分项亦随之走强。11 月能繁母猪头数下降 52 万，为年内最大单月降幅。受此影响，12 月猪价环比跌幅收窄至 1%，为四季度以来最低跌幅，牛肉、羊肉、水产品、蛋类、奶类价格环比动能均显著走强。二是年底囤货需求令部分分项季节性走强。鲜菜价格环比大涨 6.9%，鲜果价格环比上涨 1.7%。然而，环比动能的大幅改善尚不足以对冲基数效应的拖累，12 月食品价格同比仍跌。猪价同比跌幅仍高达 26.1%，食品价格随之同比下跌 3.7%。

能源价格则在国际油价主导下延续了同比、环比双双下跌的格局。12 月交通工具用燃料价格同比下跌 1.4%，环比下跌 4.5%，对总通胀的影响可忽略不计，但仍然拖累了总环比增速 0.1pct。



继连续 4 个月大幅低于季节性水平后，部分分项价格“超跌修复”，12 月核心通胀环比动能回归季节性上沿，录得 0.1%。服务价格方面，年中以来旅游价格大起大落，12 月旅游价格止跌带动了服务价格止跌；商品价格方面，家用器具价格环比上涨 0.6%，但全年累计仍跌 0.6%，通讯工具（手机）价格环比大涨 3.1%，但全年仍然累计下跌 2.3%。从同比看，核心通胀连续 3 个月录得 0.6%，较疫前三年（2017-2019）中枢下行 1.3pct，趋势回归仍然有赖需求回暖。

二、PPI 通胀：低位震荡

2023 年四季度以来，制造业 PMI 指数“供需分化”，生产指数位于荣枯线上方，新订单指数则位于荣枯线下方。供需失衡令 PPI 指数延续了同比、环比双双下跌的格局，12 月环比下跌 0.3%，同比下跌 2.7%。

能源价格“内外交困”，上游 PPI 指数跌幅走阔，环比跌幅扩大至 1.1%，上中下游剪刀差随之走阔。从国内看，制造业需求疲弱令煤炭价格“旺季不旺”，煤炭采选业价格环比止涨；从海外看，需求转弱导致油价持续下行，油气开采业价格环比大跌 6.6%。

重点行业方面，需求低迷的问题愈发凸显。电气制造业和 TMT 制造业价格均已连续 3 个月环比下跌，其中 TMT 制造业价格环比跌幅更是扩大至 0.6%，为 2023 年下半年最大跌幅。

与 CPI 指数相比，生活资料 PPI 的走势更为低迷，指向企业部门需求不足较居民部门更为严峻。12 月生活资料 PPI 同比下跌 1.2%，环比下跌 0.1%，显著弱于 CPI 指数，生活资料 PPI 各分项价格走势亦弱于 CPI 中对应分项价格走势。

三、前瞻：通胀有望筑底回升

前瞻地看，CPI 和 PPI 通胀有望筑底回升。CPI 方面，2023 年 11 月能繁母猪头数已经低于上一轮周期触底时的位置，且截至 2024 年 1

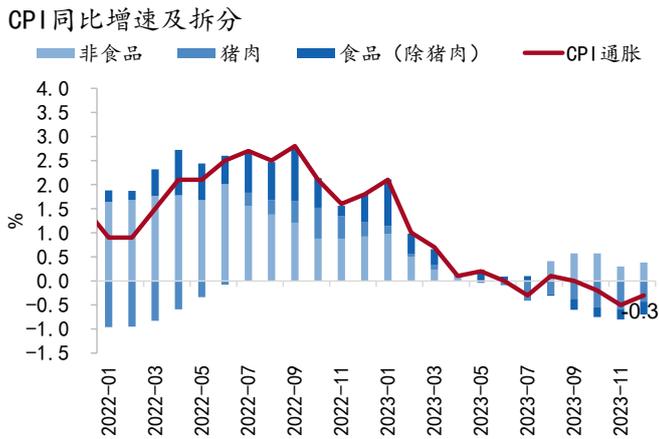


月猪价仍在下行，“去产能”进程正加速收尾，周期反转将驱动 CPI 通胀读数的见底回升。PPI 方面，油价企稳将构成短期读数的边际支撑。

(作者：谭卓 王天程)

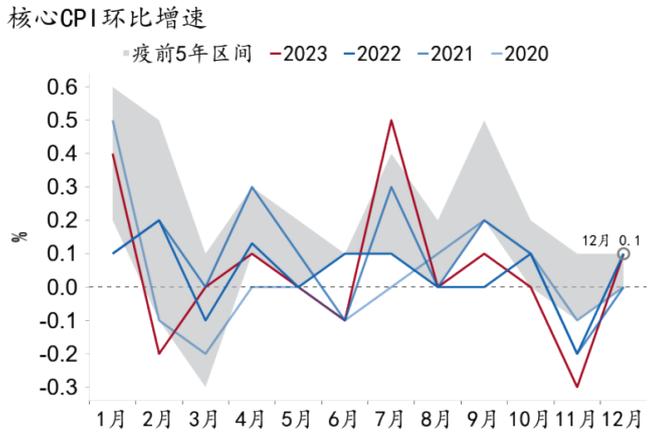
附录

图 1: CPI 通胀持续低位运行



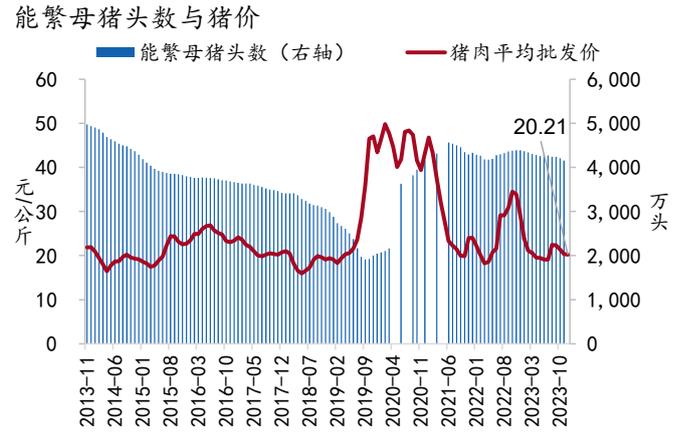
资料来源: Wind、招商银行研究院

图 3: 核心 CPI 环比动能大幅走强



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 生猪产能加速去化



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 4: PPI 指数延续低迷表现



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

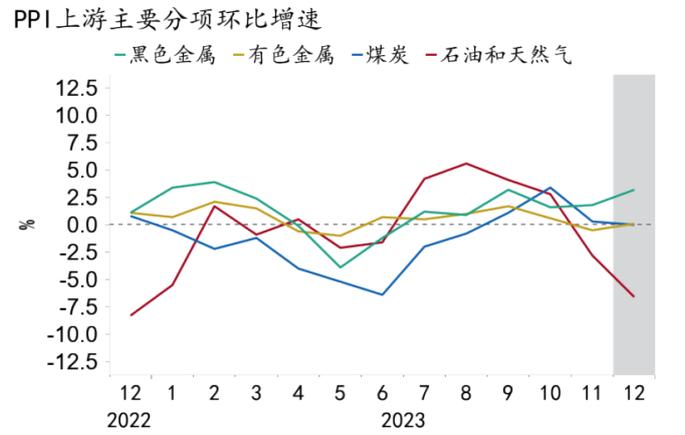


图 5: PPI 各分项同比普跌



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 油气开采业价格加速下跌



资料来源: Macrobond、招商银行研究院