

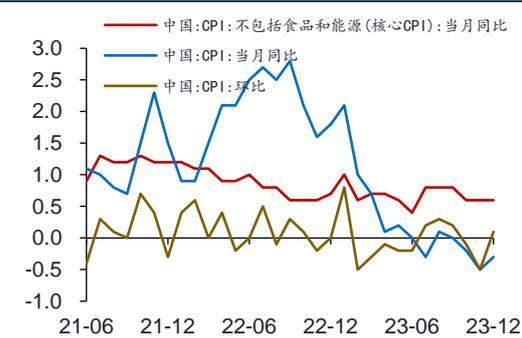
# 12月通胀点评：价格信号低迷，弱预期交易持续

YY团队 2023/01/15

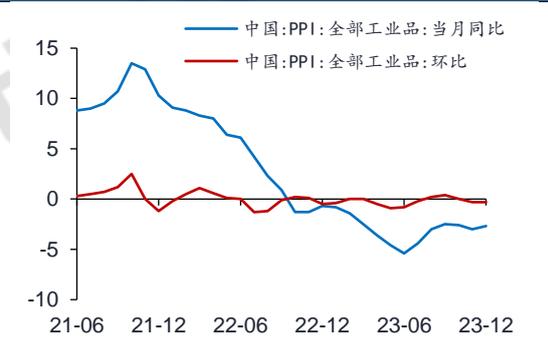
1月12日，国家统计局发布物价数据。12月CPI同比下降0.3%，前值下降0.5%，环比上升0.1%，2023年全年，全国CPI比去年上涨0.2%；12月PPI同比下降2.7%，前值下降3%，环比下降0.3%，2023年全年，全国PPI比去年下降3.0%。

12月物价数据依然偏弱，CPI同比-0.3%，连续3个月同比为负，其主要拖累项仍为猪价（同比降26.1%，拖累CPI同比降0.43%）。PPI同比-2.7%，连续15个月为负，内部因素（内需不足）和外部因素（国际油价下跌）合力驱动。低迷的价格信号驱动债市弱预期交易，可能驱动政策端后续采取一些行动。

图表1 CPI同比降0.3%，环比涨0.1%，核心CPI涨0.6%



图表2 PPI同比降2.7%，环比降0.3%



数据来源: Wind, YY评级

## 1 多因素影响CPI 有效需求不足依旧是关键问题

猪肉价格降幅缩小是12月CPI同比向好的关键。食品烟酒项同比下降2.0%，影响CPI同比下降0.57%。食品中畜肉类价格下降15.9%，影响CPI同比下降0.57%，其中猪肉同比下降26.1%，影响CPI同比下降0.43%；蛋类价格同比下降7%，影响CPI同比下降0.05%。猪肉价格环比下降1%，较上月降幅收窄2.0%。猪肉价格的下降促使生猪养殖行业开启去产能，11月能繁母猪存栏量同比下降5.2%，是在2023年3月同比上涨2.9%之后连续第8个月同比数值下降，但仍处高位，因此猪肉价格仍在下行区间，1月12日最新猪肉批发价格为19.62

元/公斤。并且由于行业规模化发展，集中度提升，猪周期延长，猪肉价格磨底阶段或被拉长。

图表 3 CPI 食品烟酒同比(%)与 CPI 猪头同比(%, 右)



图表 4 猪肉价格同比降幅缩小 (%)

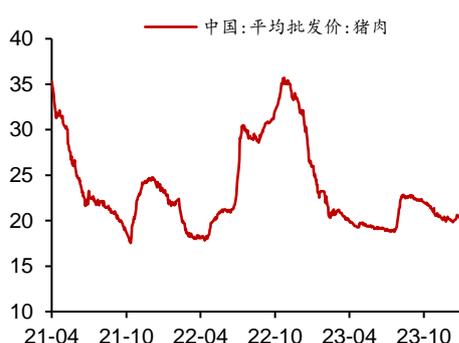


数据来源: Wind, YY 评级

图表 5 生猪养殖行业去产能进程 (%)



图表 6 猪肉价格处磨底期 (元/公斤)



数据来源: Wind, YY 评级

12 月 CPI 环比由负转正上涨 0.1%，食品为贡献项。鲜菜鲜果由于寒冷天气运输难度大和节假日出现季度性调整，价格上涨。鲜菜价格环比上涨 6.9%，影响 CPI 环比上涨约 0.14 个百分点；鲜果价格环比上涨 1.7%，影响 CPI 环比上涨约 0.03 个百分点；水产品环比价格上涨 0.9%，影响 CPI 环比上涨约 0.02 个百分点。三者合计影响 CPI 环比上涨约 0.19 个百分点。

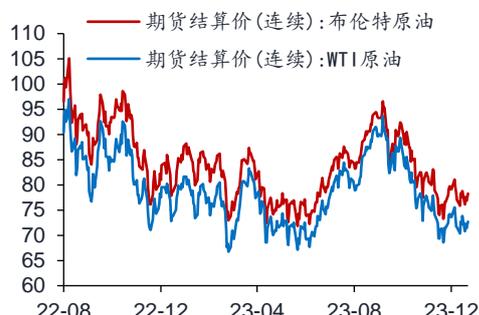
12 月非食品项 CPI 同比上涨 0.5%，环比下降 0.1%，油价下降是主因，服务项正向贡献。除去交通与通信分项，非食品七大类商品环比数据皆上涨。分项来看，国际原油价格下跌，使得交通工具用燃料分项环比下降 4.5%。服务类商品价格齐涨，交通工具使用和维修、家庭服务、旅游、医疗服务和其他用品和服务价格环比分别上涨 0.1%、0.2%、0.1%、0.2%和 0.3%。主要受到元旦假期居民消费需求回暖带动非食品项价格环比修复。耐用品价格则由于促销活动波

动较大，通信工具、家用器具价格环比分别上涨 3.1%、0.6%，交通工具价格环比下降 0.7%。服务类商品价格的超季节调整也是 CPI 指标环比转正的重要原因。

图表 5 交通用燃料环比下降 4.5%

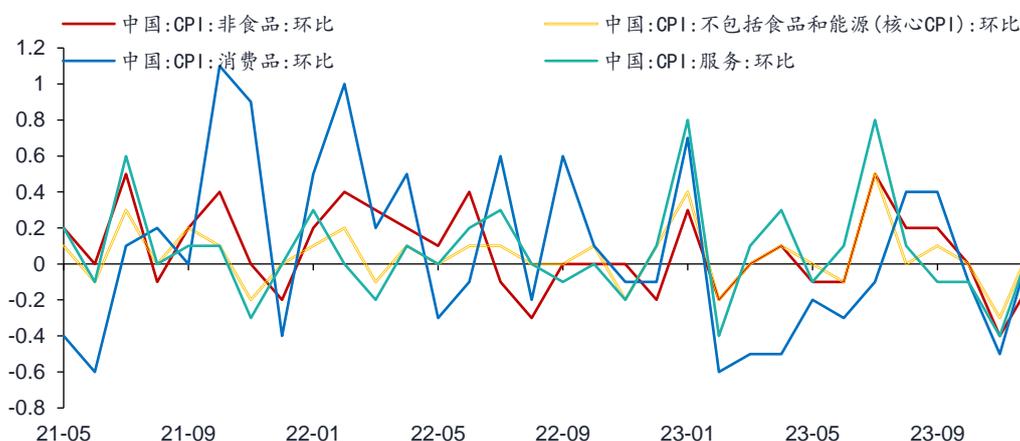


图表 6 12 月原油价格仍持续下行 (美元/桶)



数据来源: Wind, YY 评级

图表 7 元旦节前效应使居民需求增强, 服务类消费品类价格上涨 (%)



数据来源: Wind, YY 评级整理

核心 CPI 环比由负转正，主要受元旦假期脉冲影响。剔除掉食品和能源的核心 CPI 环比上涨 0.1%，同比上涨 0.6%。受年末元旦假期影响，居民需求增强为 CPI 修复提供动力，CPI 服务项和消费品项价格环比皆上升 0.1%。核心 CPI 转好，但元旦假期脉冲式影响不可持续，相比往年同期核心 CPI 平均表现（同比上涨约 1.42%），12 月 CPI 延续弱复苏格局。

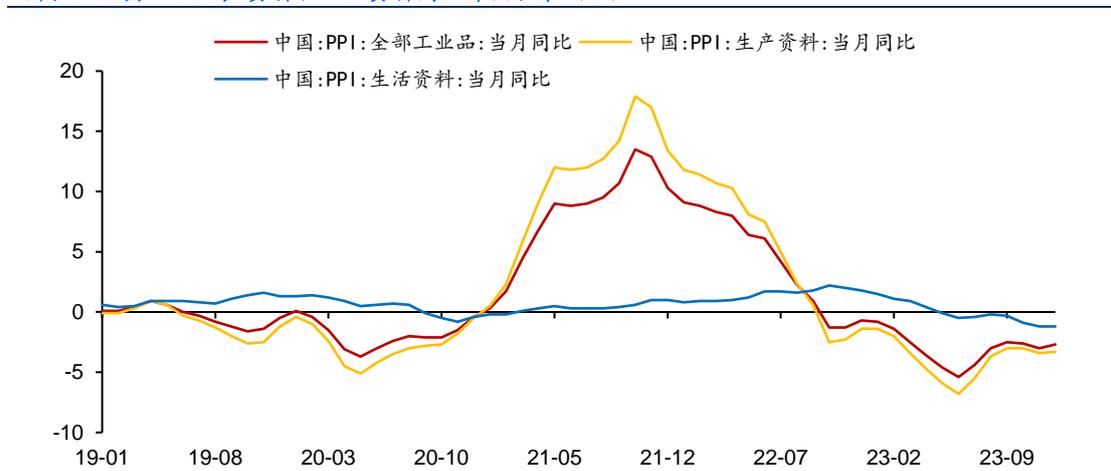
## 2 国际油价下跌，需求不足压制 PPI 环比，低基数造就同比降幅收窄

12 月 PPI 同比下降 2.7%，前值下降 3%，降幅收窄 0.3%。环比下降 0.3%，主要受国际原油价格下降和国内工业品需求不足影响，PPI 指标不及预期。

生产资料和生活资料环比分别下降 0.3% 和 0.1%，前值分别为下降 0.3% 和 0.2%。因此，PPI 同比降幅收窄主要由于低基数影响。分项来看，生产资料中

采掘工业、原材料工业和加工工业环比分别下降 1.1%、0.5%和 0.2%，前值分别下降 0.3%、0.9%和 0.1%；生活资料中食品类、衣着类、一般日用品和耐用消费品同比分别为-0.3%、-0.2%、-0.2%和 0.1%。

图表 8 12 月 PPI 生产资料和生活资料同比降幅收窄 (%)



数据来源: Wind, YY 评级整理

分行业看，受国际油价影响，石油和天然气开采业环比下降 6.6%，前值为下降 2.8%；于此同时，石油、煤炭及其他燃料加工业也受其影响环比下降 3%。年底部分基建项目加快施工进度，黑色金属产业链走强。黑色金属矿采选业价格环比上涨 3.2%，黑色金属冶炼及压延加工业环比上涨 0.8%，是上中游行业中少数保持上涨趋势的。总体来说，上游开采和原材料行业的 PPI 指数环比保持下行趋势，产业链中下游产业的 PPI 环比仍因需求不足难有起色。

图表 9 12 月 PPI 分项同比与环比增速 (%)



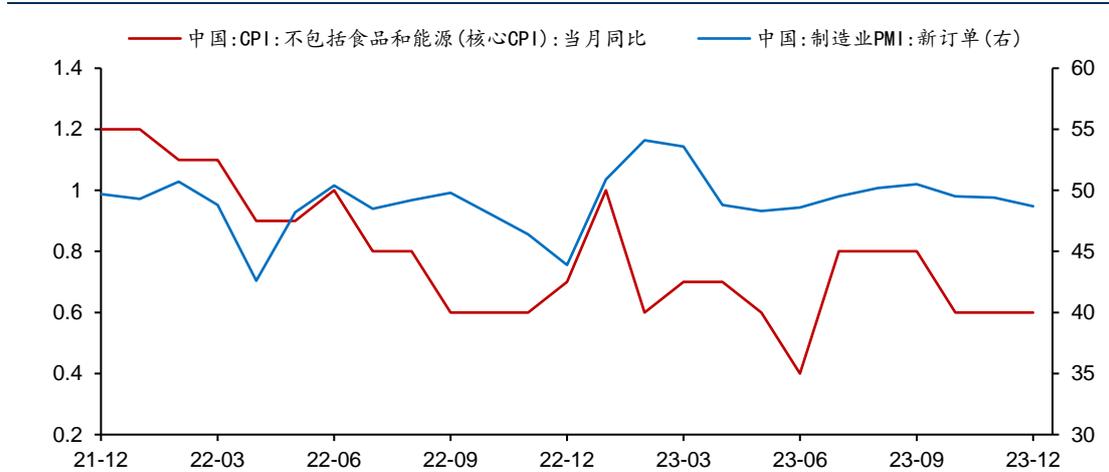
数据来源: Wind, YY 评级整理

受地缘政治影响国际油价的快速下行，对我国石化产业链产生影响，外部输入型因素拖累 PPI 指数修复。加上工业产品需求不足，“三大工程”落地开工进程慢于市场预期，使得 12 月 PPI 指数不如预期。

### 3 2023 年通胀回顾

2023 年全年，全国 CPI 比去年上涨 0.2%，全国 PPI 比去年下降 3.0%。当前中国面临着低通胀的问题，CPI 同比已经连续三个月为负值，核心 CPI 环比转负，物价水平偏弱，需求不足，疫情后弱恢复是 2023 年的关键词。

图表 9 2023 年核心 CPI 和 PMI 新订单指标 (%)

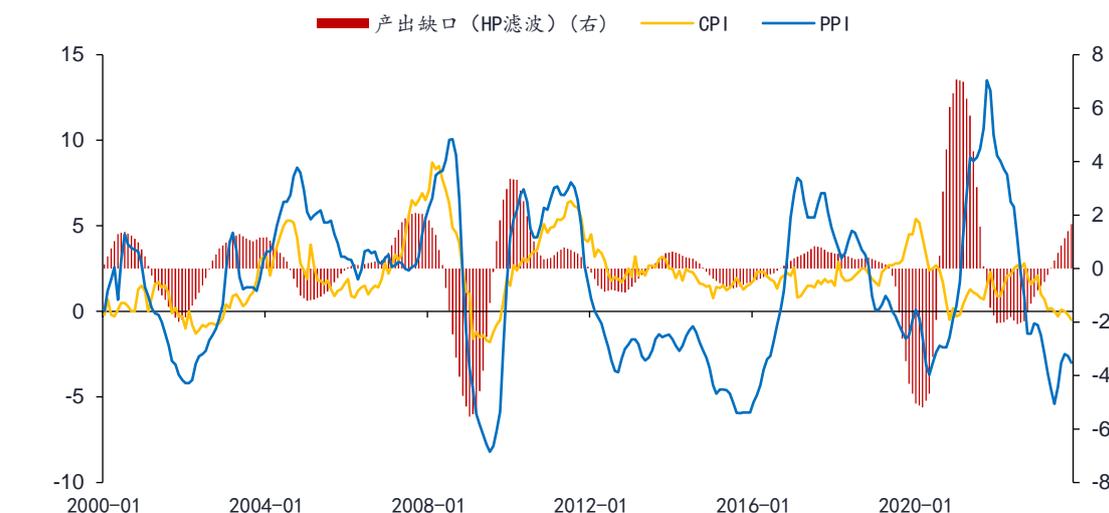


数据来源: Wind, YY 评级整理

从数据上看，2023 年核心 CPI 同比涨幅收窄，12 月核心 CPI 同比处于历史低位 (32.14%)，2023 年需求弱修复。制造业 PMI 新订单指标全年在荣枯线以下徘徊，12 月录得 48.7%。反映 2023 年经济修复过程需求不足，且近期仍在下行区间。

根据工业增加值推算的产出缺口数据可以发现，CPI 和 PPI 指标仍受前期部分产能过剩影响处于下行区间，但当下正向产出缺口也说明了在 2024 年 CPI、PPI 指标中枢有上行动力，参考历史产出缺口对物价指标的领先性，我们认为 PPI 指标由负转正大约发生在 2024 年中旬，CPI 指标会先于 PPI 指标转正。

图表 10 产出缺口、CPI、PPI 总览 (%)



数据来源：Wind, YY 评级整理

2024 年面对低通胀趋势，我们认为要重点关注以下几点。第一，财政需要发力。在《中央经济工作会议解读：加力但适度，债市不悲观》中，我们**预计 2024 年的财政组合为“可能是 3% 的赤字率+1 万亿特别国债+4 万亿专项债的组合”**。2024 年财政政策是否能达预期是能否实现“再通胀”的重点。第二，货币政策“降息降准”实施在 2024 年的时间分布。1 月 12 日多项数据公布，多数不及预期。12 月存款利率下调，缓解银行负债压力，为政策提供了空间，**我们认为 2024 年第一季度是国家“降息降准”的时间窗口**。第三，2024 年需要持续关注“三大工程”的进程。目前，保障性住房建设仍在调研规划阶段。城中村改造方面，广州、深圳、上海等城市进展较快，如广州市发布城中村改造条例（征求意见稿）。“平急两用”基础设施建设进程较快，北京、成都多地已披露其进程。

## 瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司免责声明

本报告由瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司撰写，报告中所提供的信息仅供参考。报告所引用信息和数据均来源于公开资料，瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，并尽可能保证可靠、准确和完整，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司无关。

本报告版权仅为瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

瑞霆狗（深圳）信息技术有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。