

## 总量研究

## CPI 季节性回升，PPI 仍在探底

——2023年1月CPI和PPI数据点评兼债市观点

## 要点

## 事件

2023年2月10日，国家统计局发布2023年1月CPI和PPI数据：2023年1月CPI同比上涨2.1%（前值为1.8%），核心CPI同比增长1%（前值为0.7%）；PPI同比下降0.8%（前值为下降0.7%）。

## 点评

**CPI 同比、环比增速均继续上升但具有明显的季节性特征，在结构上呈现“食品价格加速上升，能源价格继续下降，服务价格改善加快，核心通胀回暖”的特点。**1月CPI同比上涨2.1%，增速比2022年12月上升0.3个百分点；环比为0.8%（前值为0%），同比、环比增速均较上期明显上升。从季节性因素来看，2023年1月环比0.8%的增速，则大体持平于2020-2022年三年同期均值。从结构来看，1月CPI呈现“食品价格加速上升，能源价格继续下降，服务价格改善加快，核心通胀回暖”的特点。

**PPI 仍处在探底过程中。**1月PPI同比下降0.8%（2022年12月为-0.7%），降幅稍有拉大；环比为-0.4%（前值为-0.5%），虽继续为负值，但降幅稍有收窄。整体来看，目前PPI仍处在探底过程中。从结构来看，受国际原油价格波动和国内煤炭价格下行等因素影响，1月生产资料价格同比增速为-1.4%（前值为-1.4%），降幅持平；而生活资料价格同比增速为1.5%（前值为1.8%），增速稍有回落。

## 债市观点

2022年全年10Y国债收益率波动区间大致在2.6%-2.95%区间波动。对于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走势，震荡中枢在2.8%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 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（2023-01-12）

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2月10日，国家统计局发布2023年1月CPI和PPI数据：2023年1月CPI同比上涨2.1%（前值为1.8%），核心CPI同比增长1%（前值为0.7%）；PPI同比下降0.8%（前值为下降0.7%）。

## 2、点评

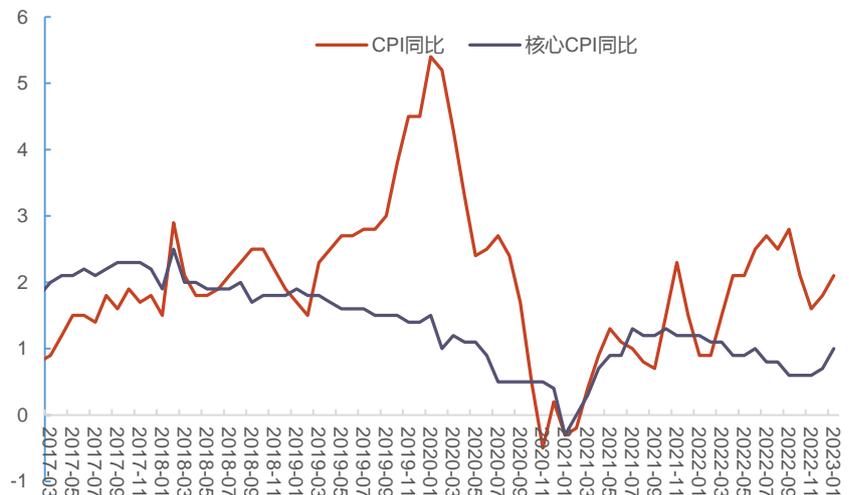
### 2.1、CPI同比、环比增速均继续上升但具有明显的季节性特征，在结构上呈现“食品价格加速上升，能源价格继续下降，服务价格改善加快，核心通胀回暖”的特点

2023年1月CPI同比上涨2.1%，增速比2022年12月上升0.3个百分点；环比为0.8%（前值为0%），同比、环比增速均较上期明显上升。当然也要看到，1月CPI同比增速回升，与2022年同期的基数相对较低有关，2022年1月CPI同比增速只有0.9%，与2022年2月并列全年最低值。

而从季节性因素来看，2023年1月环比0.8%的增速，则大体持平于2020-2022年三年同期均值（这3年12月CPI环比增速分别为1.4%、1%、0.4%，均值为0.9%），说明今年1月CPI虽有明显回升，但具有比较明显的季节性因素。

整体来看，受春节效应和疫情防控政策优化调整等因素影响，居民消费价格有所上涨。

图表 1：1月CPI和核心CPI同比均明显上升



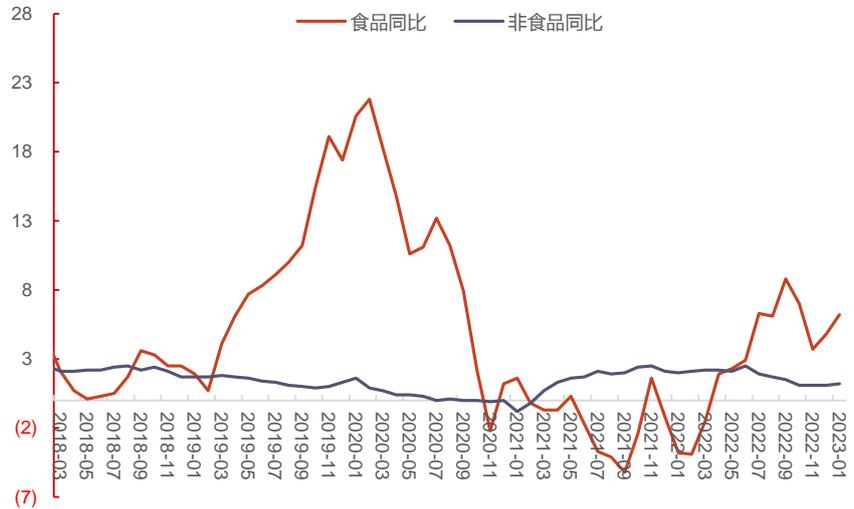
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从结构来看，1月CPI呈现“食品价格加速上升，能源价格继续下降，服务价格改善加快，核心通胀回暖”的特点。

食品价格受春节等季节性因素影响，加速上升，但猪肉价格继续回落。1月食品价格同比上涨6.2%，涨幅比2022年12月提升1.4个百分点，连续2个月上升；

环比增速则为 2.8%（2022 年 12 月环比增速为 0.5%），受春节等季节性因素影响，食品价格加速上升。但也需要注意到，食品中，受生猪供给持续增加影响，1 月猪肉价格环比下降 10.8%，降幅比 2022 年 12 月扩大 2.1 个百分点，连续 3 个月环比下降。

图表 2：1 月食品价格同比增速明显提升

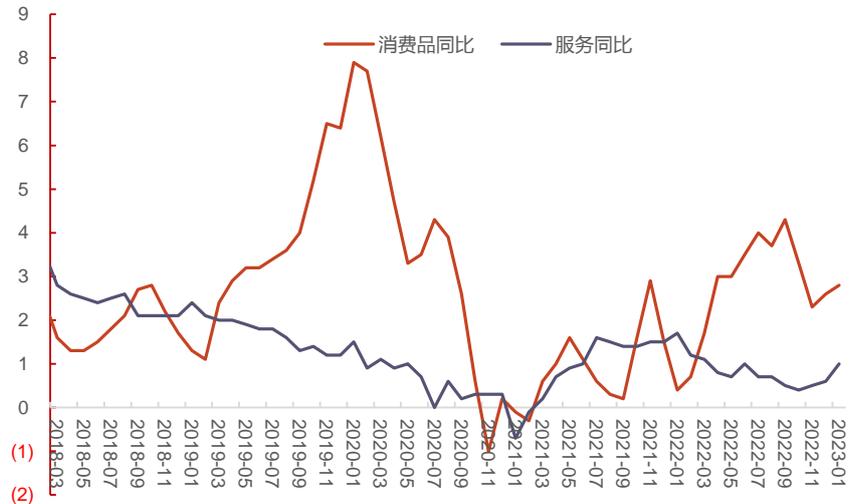


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

**能源价格仍在下降，服务价格上升速度加快。**1 月非食品价格环比上升 0.3%（2022 年 12 月为下降 0.2%）。能源价格方面，受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格 1 月环比分别下降 2.4%和 2.6%，环比仍然为负值，但降幅有所收窄（2022 年 12 月分别下降 6.1%和 6.5%）。服务价格方面，1 月服务价格环比上升 0.8%（2022 年 12 月为 0.1%），上升速度加快。其中，随着疫情防控政策优化调整以及春节因素，出行和文娱消费需求大幅增加，飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票、旅游价格环比分别上升 20.3%、13.0%、10.7%和 9.3%。

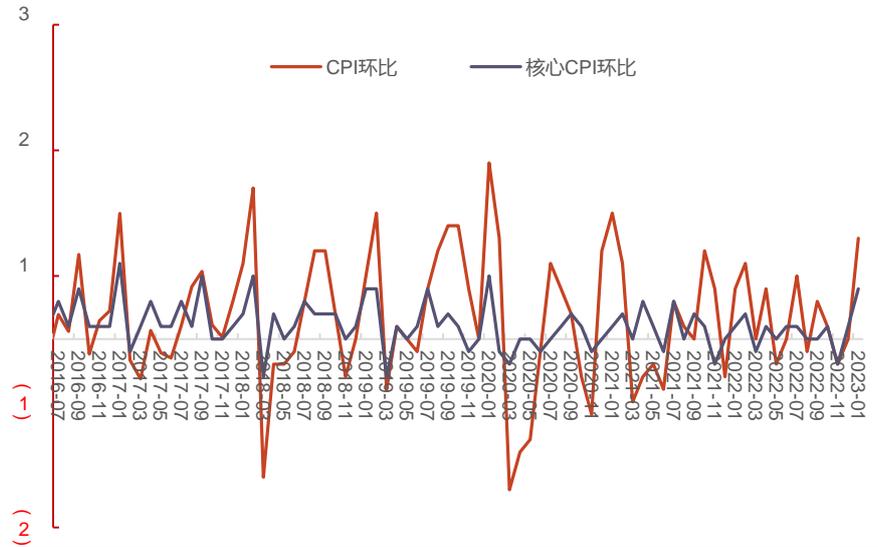
**核心 CPI 继续回暖。**1 月核心 CPI 同比增速为 1%（2022 年 12 月为 0.7%）；核心 CPI 环比增速为 0.4%（2022 年 12 月 0.1%），预示需求有所回暖。

图表 3：1 月服务项价格同比增速连续 3 个月上升



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 4：1 月 CPI 和核心 CPI 环比增速亦明显提升



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，需求仍在恢复。能源类价格在持续下降，而食品价格则波动较大。猪肉价格仍可能在回落通道中，整体来看，后续 CPI 可能将继续回升。

图表 5：2022 年 12 月上旬至今猪肉价格仍在回落通道中

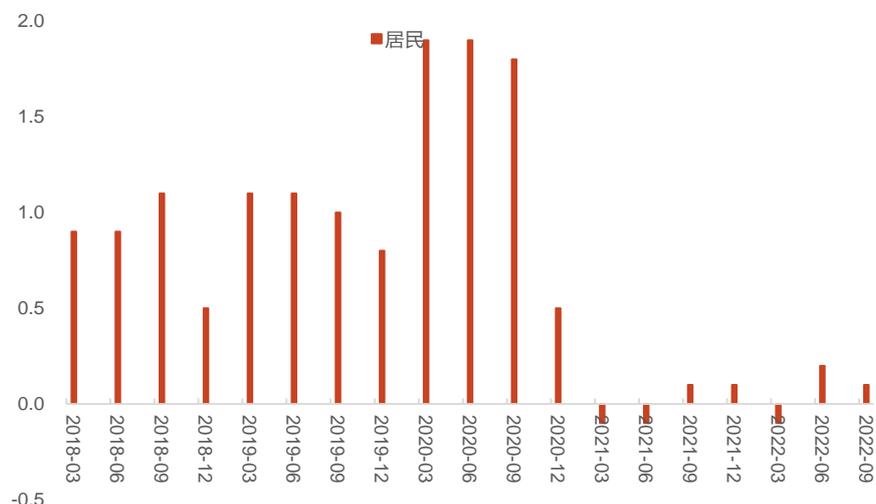


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：周均值，单位为元/每公斤 统计截至 2023 年 2 月 9 日

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

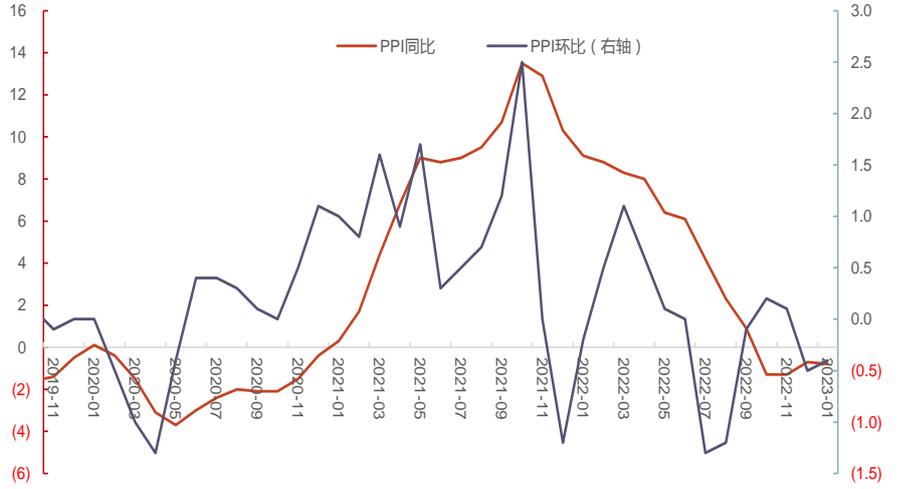
## 2.2、PPI 仍处在探底过程中

1 月 PPI 同比下降 0.8%（2022 年 12 月为-0.7%），降幅稍有拉大；环比为-0.4%（前值为-0.5%），虽继续为负值，但降幅稍有收窄。整体来看，目前 PPI 仍处在探底过程中。

从结构来看，受国际原油价格波动和国内煤炭价格下行等因素影响，1 月生产资料价格同比增速为-1.4%（前值为-1.4%），降幅持平；而生活资料价格同比增速为 1.5%（前值为 1.8%），增速稍有回落。1 月生产资料和生活资料价格环比增速则分别为-0.5%和-0.3%（前值分别为-0.6%和-0.2%）。具体到原油和煤炭价格方面，1 月石油和天然气开采业价格环比下降 5.5%（前值为下降 8.3%），石油煤炭及其他燃料加工业价格环比下降 3.2%（前值为下降 3.5%），价格仍在下降，但下降速度稍有收敛。

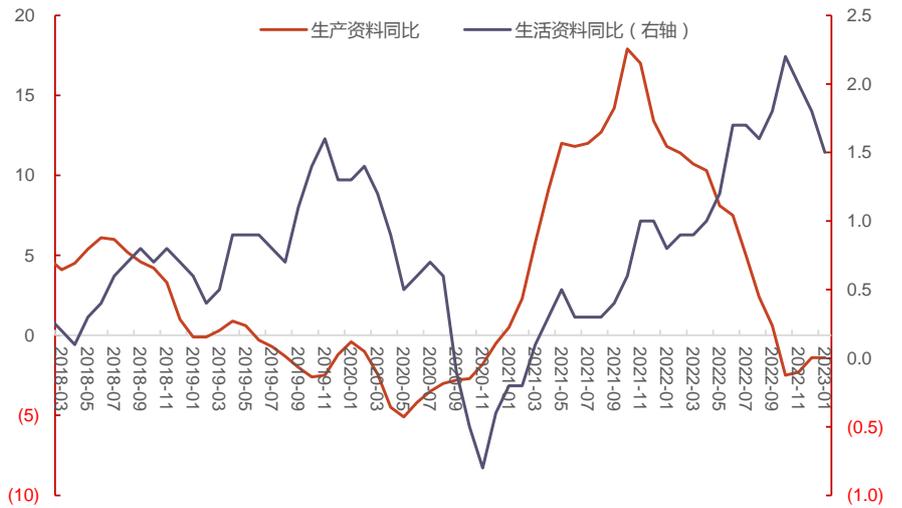
1 月采掘业、原材料、加工业出厂价格同比增速分别为 2%、-0.1%、-2.3%（前值分别为 1.7%、1.2%和-2.7%），采掘业同比增速上升，原材料价格同比增速明显下降，而加工业同比降幅收窄。从环比来看，生产资料的三大具体分项中，采掘业、原材料、加工业价格 1 月环比增速分别为-1%、-0.7%和-0.4%（2022 年 12 月环比增速分别为-1.4%、-0.8%和-0.3%），加工业环比降幅稍有拉大。

图表 7：1 月 PPI 环比下降速度稍有收窄



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 8：1 月生活资料同比增速稍有下降，生产资料则持平



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

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\\_52189](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52189)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn