

国际油价下行可能延缓中国价格指数回归正常之路

——热点与高频 20231210

核心要点：

一、国际油价下行可能延缓中国价格指数回归正常之路

2023年四季度国际油价下行延缓了中国PPI回归正常之路，2024年有可能还会继续。

2023Q4国际油价下行加剧了中国PPI回落。此前布伦特原油现货价从2023年6月的75美元/桶左右上升至9月的95美元/桶左右，助力了中国PPI从5月的-5.4%收窄降幅至9月的-2.5%。10月以来布伦特原油价格再次回落，截至12月上旬已经再次接近75美元/桶，对应中国PPI也在10月至11月连续回落，分别为-2.6%、-3.0%。

我们预测布伦特原油现货价预计会在2024年年末下降至75美元/桶。供给侧原因主要是美国利率回落会加速资本开支，从供给侧加速美国钻机数的恢复，这将对冲OPEC+的减产；二是需求侧美国经济处于“软着陆”过程，中国经济则处于逆周期政策叠加内生性恢复对冲房地产下行的阶段，全球需求总体缺乏上行斜率。

当前“促进物价低位回升，保持物价在合理水平”已经成为国内政策目标之一。原因是通胀率恢复正常能让货币政策摆脱“流动性陷阱”，也能增加财政收入、缓解政府债务压力，还能提升企业利润名义增速。在2024年全球原油价格可能低位运行的情况之下，需要进一步激发国内需求，特别是终端消费需求，才能促进物价低位回升。

一、高频数据：

1. 非农数据扰动海外资产。截止12月8日，受美国非农数据影响，美元指数短线上扬，12月8日录得103.9980，上涨35个bp；非农同时将美国10年期国债收益率推高至4.23%，TIPS收益率上涨至2.02%。本周黄金价格走跌，并且在12月8日再次受挫，录得2008.19美元/盎司（周一为2049美元）。人民币汇率受美元指数上升影响本周小幅下跌，12月8日录得7.1607。LEM铜价保持稳定，8日为8348美元/吨。布伦特原油价格下跌-6.66%至75.83美元/桶。8日CRB现货指数录得537.37。

2. 价格总体波动，上涨指标出现回落。价格方面，螺纹钢类价格上涨，纯碱和焦煤价格下跌。螺纹钢、热轧卷板和线材价格上涨达到3%以上；焦煤价格下跌6.0%至1990.5元/吨，与产地逐步复产密切相关；纯碱价格下跌8.69%至2332元/吨，较上周上涨后回落。房地产方面，12月3日30大中城市商品房成交面积上升18.5%至276.39万平米。航运上，12月8日BDI指数下跌22.21%至2483点，在上周达到高点后有较大幅度的回落；BDTI指数下跌3.67%至1129点。通胀方面，肉价下跌，果蔬价格保持平稳。

二、重要事件：

12月14日美联储FOMC；12月15日公布中国经济数据。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

风险提示：

- 1.国内政策时滞的风险
- 2.海外加息及经济衰退的风险
- 3.地缘政治的风险

宏观日历

日期	事件或数据
12月11日(周一)	-
12月12日(周二)	1. 欧元区12月经济景气指数 2. 美国11月小型企业信心指数、未季调CPI年率、季调后CPI月率
12月13日(周三)	1. 欧元区10月工业产出月率 2. 美国11月PPI
12月14日(周四)	1. 美联储12月FOMC 2. 欧元区至12月14日欧洲央行主要再融资利率
12月15日(周五)	1. 中国11月社会消费品零售总额年率、规模以上工业增加值年率 2. 美国12月纽约联储制造业指数 3. 欧元区12月制造业、服务业PMI
12月16日(周六)	-
12月17日(周日)	-
12月18日(周一)	1. 美国12月NAHB房地产市场指数
12月19日(周二)	1. 欧元区11月CPI年率、月率
12月20日(周三)	1. 中国至12月LPR
12月21日(周四)	1. 美国12月费城联储制造业指数、11月谘商会领先指标月率
12月22日(周五)	1. 美国11月核心PCE物价指数年率、个人支出月率 2. 美国12月密歇根大学消费者信心指数终值、一年期通胀率预期
12月23日(周六)	-
12月24日(周日)	-

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

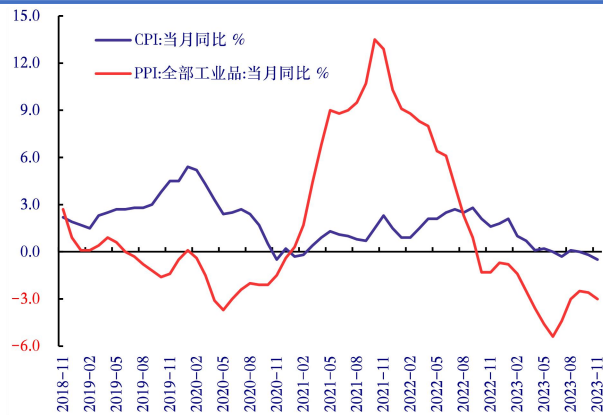
一、国际油价下行可能延缓中国价格指数回归正常之路

2023Q4 以来国际油价下行加剧了中国价格指数的负值状态。此前由于 OPEC+减产执行力度超预期、美国原油库存去化较明显等因素，布伦特原油现货价从 2023 年 6 月的 75 美元/桶左右上升至 9 月的 95 美元/桶左右，助力了中国 PPI 从 5 月的 -5.4% 收窄降幅至 9 月的 -2.5%。10 月以来布伦特原油价格再次回落，截至 12 月上旬已经再次接近 75 美元/桶，对应中国 PPI 也在 10 月至 12 月连续回落，11 月录得 -3.0%。

我们预测布伦特原油现货价预计会在 2024 年年末下降至 75 美元/桶的水平。原因一是供给侧美国钻机数的恢复（利率回落加速资本开支）将对冲 OPEC+限产协议；二是需求侧方面美国经济处于“软着陆”的过程，中国仍处于逆周期政策叠加内生性恢复对冲房地产下行的阶段，全球需求总体缺乏上行斜率，但需关注印度等新兴经济体的新增需求。

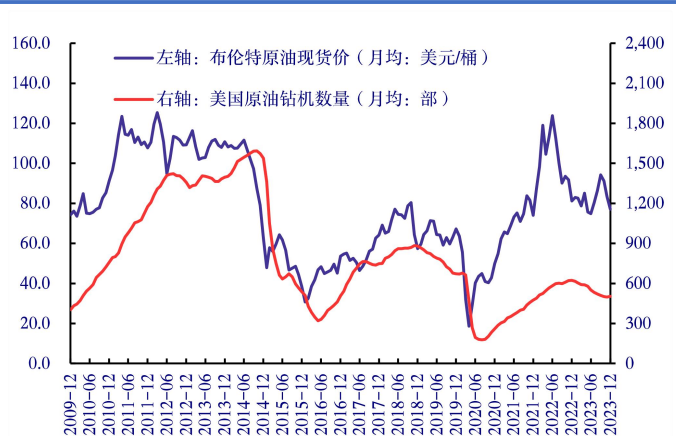
当前，“促进物价低位回升，保持物价在合理水平”已经成为国内政策目标之一。原因是通胀率恢复正常（PPI 转正）才能让货币政策摆脱“流动性陷阱”，也能增加财政收入、缓解政府债务压力，以及提升企业利润名义增速。在 2024 年全球原油价格可能低位运行的情况之下，需要进一步激发国内需求，特别是终端消费需求，才能促进物价低位回升。

图 1: 2023 年 11 月 PPI 回落至 -3.0%，CPI 下降至 -0.5%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2: 2022 年至 2023 年高利率限制了美国原有钻机数量的恢复



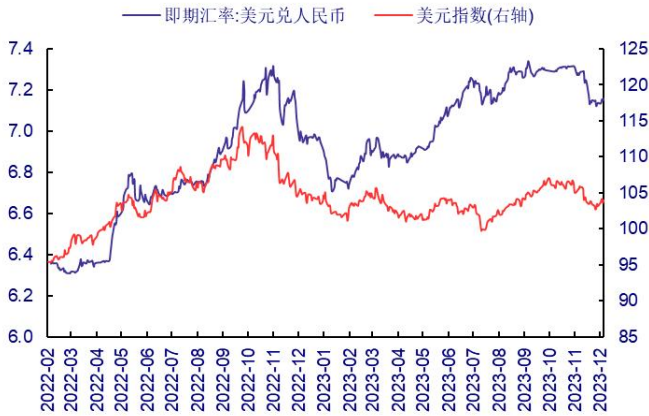
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、高频数据

(一) 海外资产

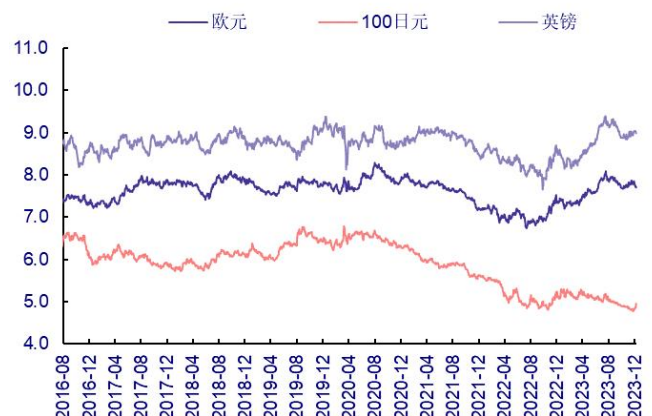
截止 12 月 10 日，受美国非农数据影响，美元指数短线上扬，12 月 8 日录得 103.9980，上涨 35 个 bp；非农同时将美国 10 年期国债收益率推高至 4.23%，TIPS 收益率上涨至 2.02%。本周黄金价格走跌，并且在 12 月 8 日再次受挫，录得 2008.19 美元/盎司（周一为 2049 美元）。人民币汇率受美元指数上升影响本周小幅下跌，12 月 8 日录得 7.1607。LEM 铜价保持稳定，8 日为 8348 美元/吨。布伦特原油价格下跌 -6.66% 至 75.83 美元/桶。8 日 CRB 现货指数录得 537.37。

图 1: 美元指数与 USDCNY



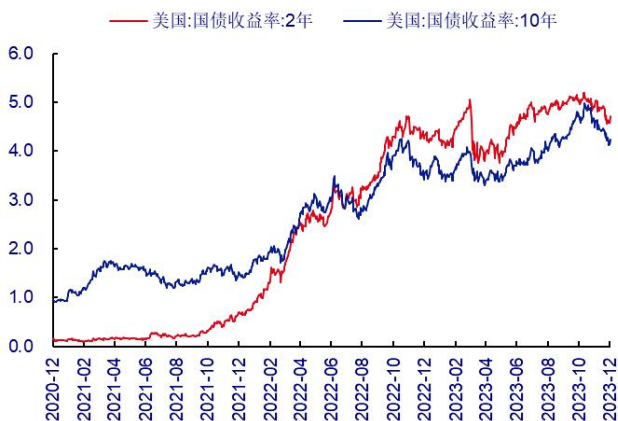
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 离岸人民币与美元指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5: 美国 10 年期、2 年期国债收益率 (%)



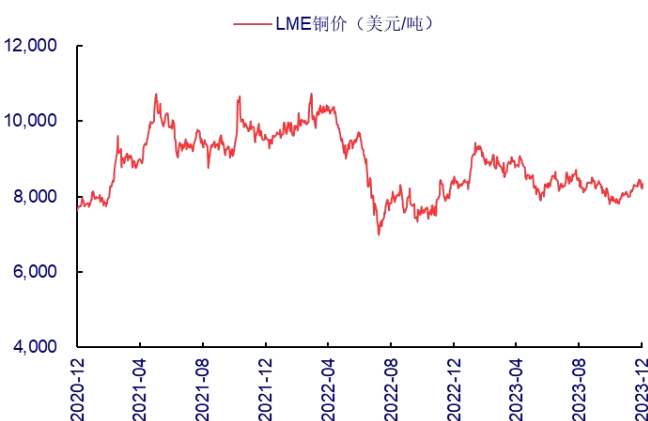
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格 (% , 美元/盎司)



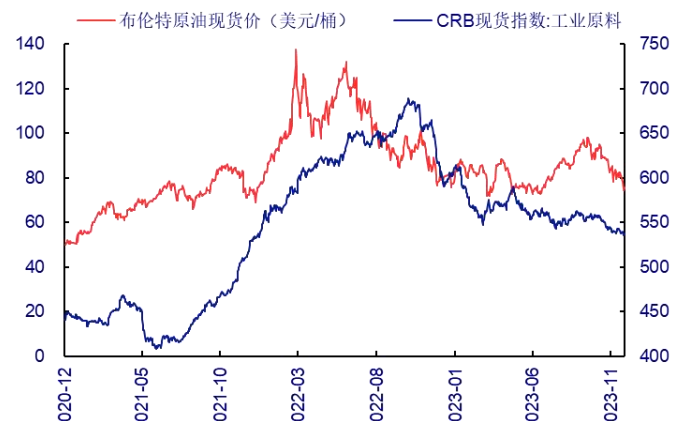
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: LME 铜价 (美元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数 (点)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 价格

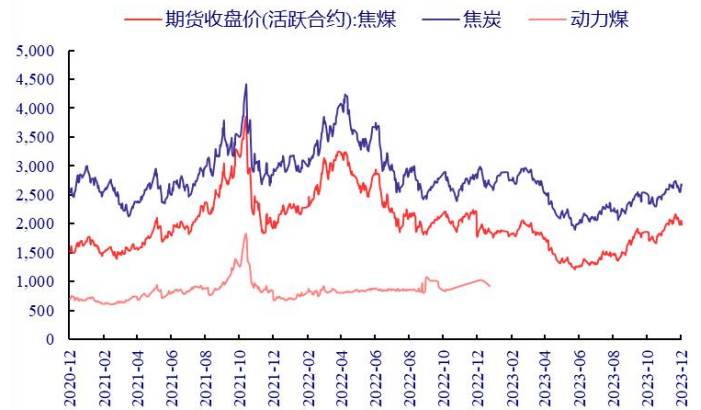
价格方面，螺纹钢类价格上涨，纯碱和焦煤价格下跌。螺纹钢、热轧卷板和线材价格上涨 3.0%、3.1%和 3.5%，分别为 4042、4149 和 4300 元/吨；硅铁价格上涨 2.5%至 6916 元/吨；玻璃价格上涨 1.72%至 1951 元/吨；焦炭、阴极铜和铝价格保持稳定，分别为 2666、68000 和 18490 元/吨；全国水泥价格指数录得 113.70；铁矿石和不锈钢价格下跌 1.2%和 2.0%，分别为 963.5 和 13420 元/吨；焦煤价格下跌 6.0%至 1990.5 元/吨，与产地逐步复产密切相关；纯碱价格下跌 8.69%至 2332 元/吨，较上周上涨后回落。

图 9：郑商所纯碱与玻璃价格（元/吨）



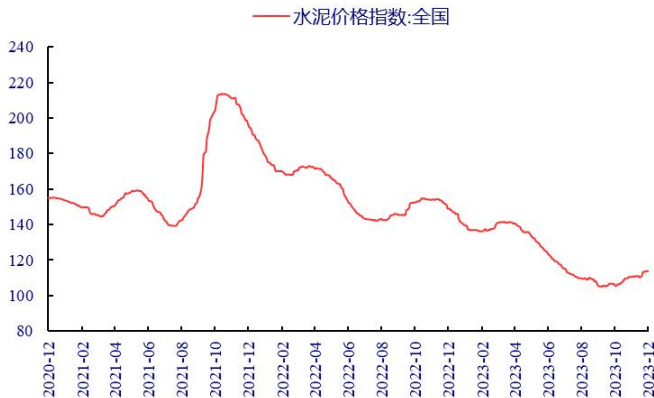
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）



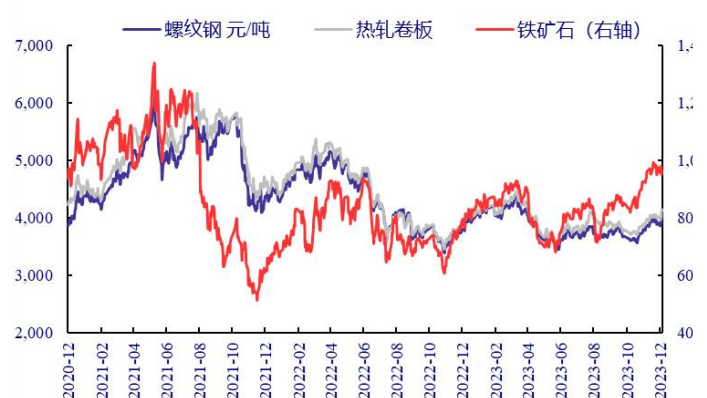
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：全国水泥价格指数（点）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：螺纹钢、热轧卷板和铁矿石价格（元/吨）



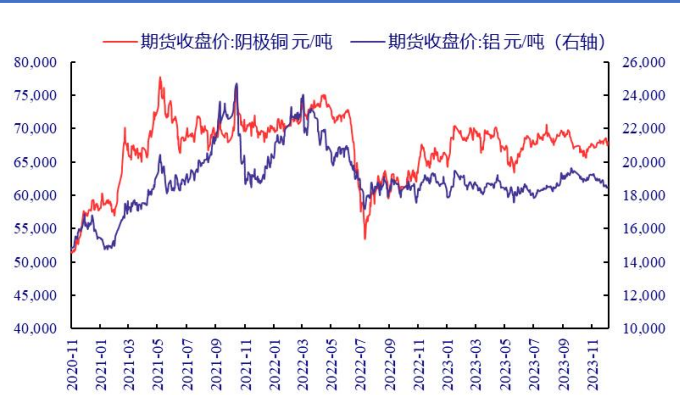
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13: 不锈钢, 硅铁和线材价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 阴极铜和铝价



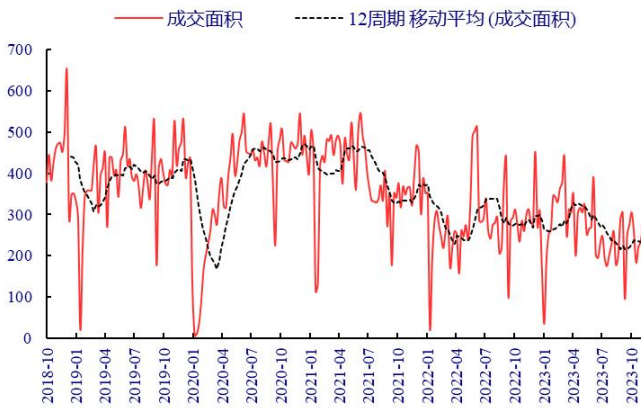
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（三）消费与生产

消费方面，房地产销售有所上涨。12 月 3 日 30 大中城市商品房成交面积上升 18.5% 至 276.39 万平方米。12 月 9 日上海商品房成交面积保持在 35425.07 平米。

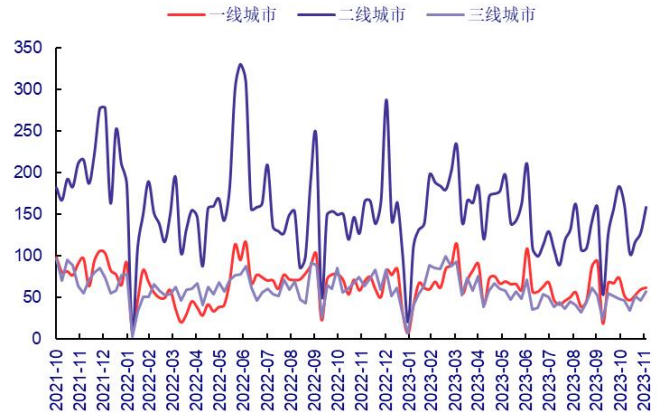
生产方面，12 月 8 日唐山高炉开工率下跌 1.87pct 至 86.91%；聚氯乙烯开工率上升 3.48pct 至 81.23%；12 月 7 日全国全钢胎和半钢胎开工率分别保持在 59.72% 和 72.42%；12 月 6 日全国石油沥青装置开工率下跌 7.34pct 至 34.10%。

图 15: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



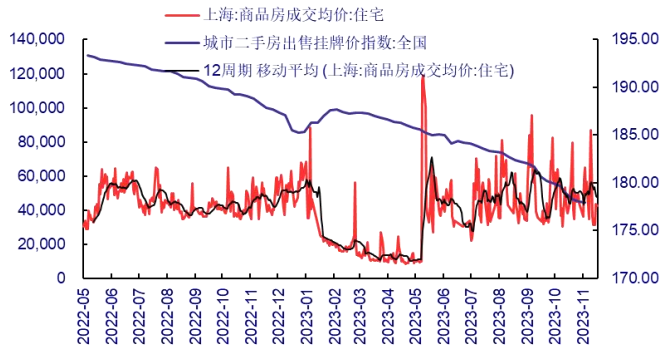
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 30 大中城市商品房成交面积:分城市 (万平方米)

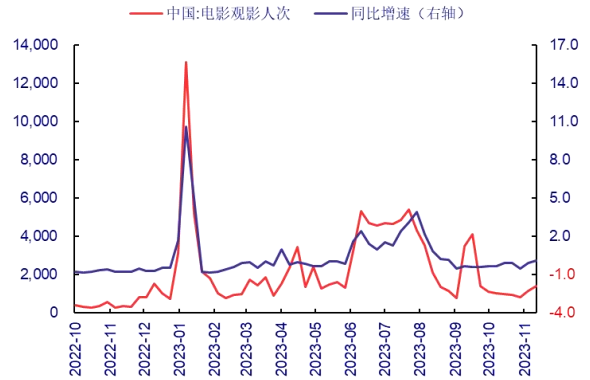


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 上海商品房成交价、全国二手房挂牌指数 (元/平米, 点) 图 18: 电影观影人次

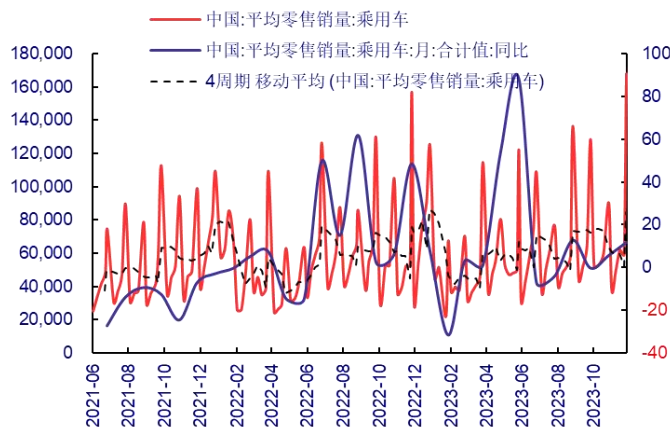


资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院



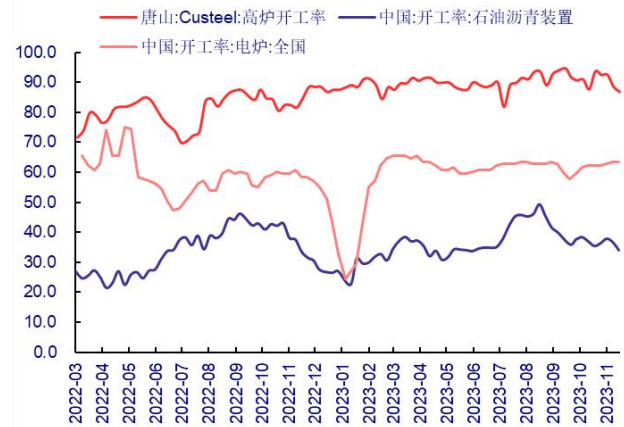
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 乘用车销售 (辆, %)



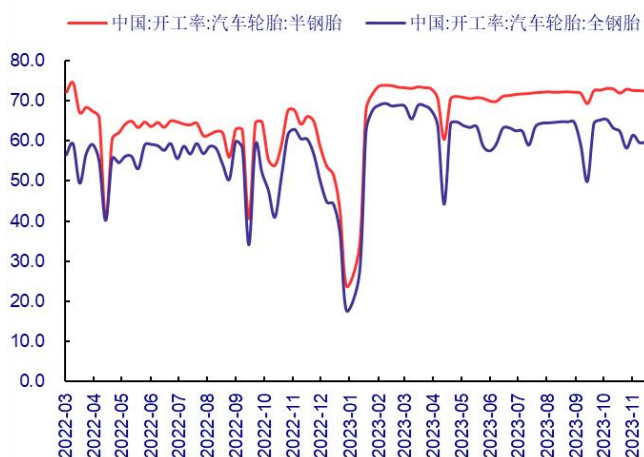
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 唐山高炉开工率、石油沥青开工率、电炉开工率 (%)



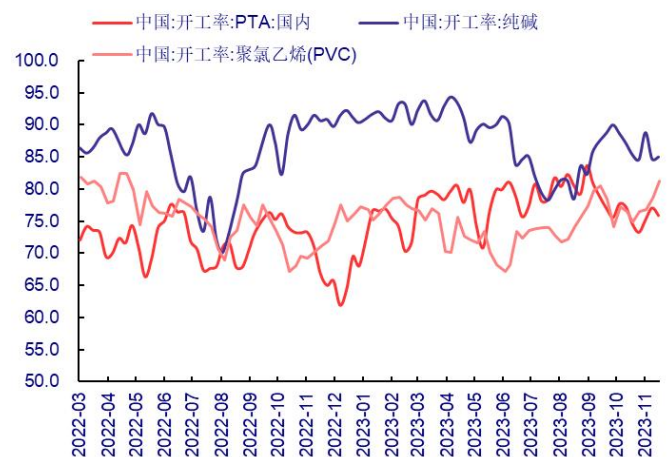
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 半钢胎、全钢胎开工率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: PTA、纯碱、PVC 开工率 (%)

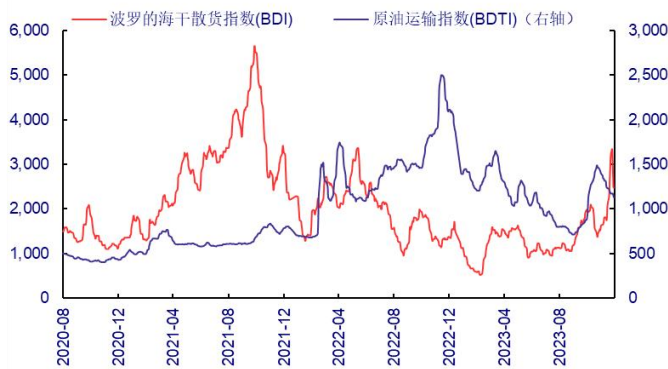


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 交通运输

航运方面，BDI 指数明显回落、BDTI 指数下跌。12 月 8 日 BDI 指数下跌 22.21%至 2483 点，在上周达到高点后有较大幅度的回落；BDTI 指数下跌 3.67%至 1129 点。12 月 8 日国内执行航班架次上涨 8.43%至 12204 架；国际执行航班架次上涨 5.78%至 1208 架。中国出口集装箱运价指数(CCFI)录得 858.40。

图 23: 波罗的海运费指数: 干散货指数(BDI)与原油指数(BDTI)



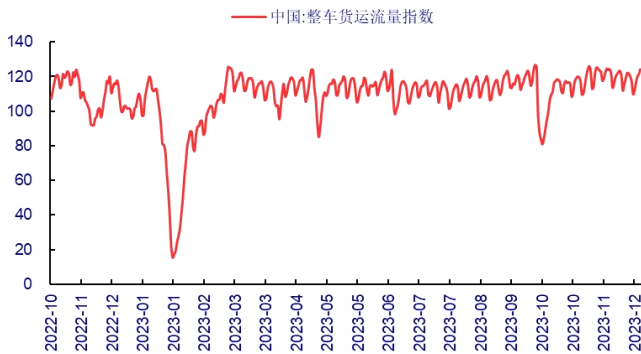
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: 执行国内航班数与国际航班数



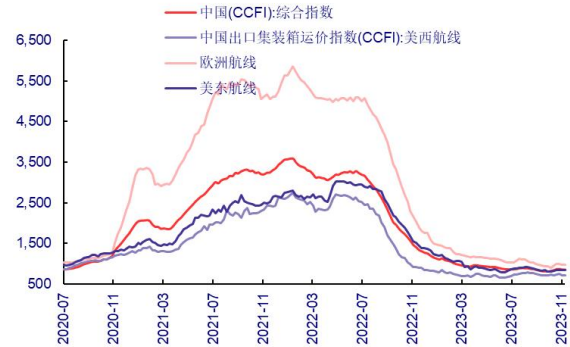
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25: 整车货运流量指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)

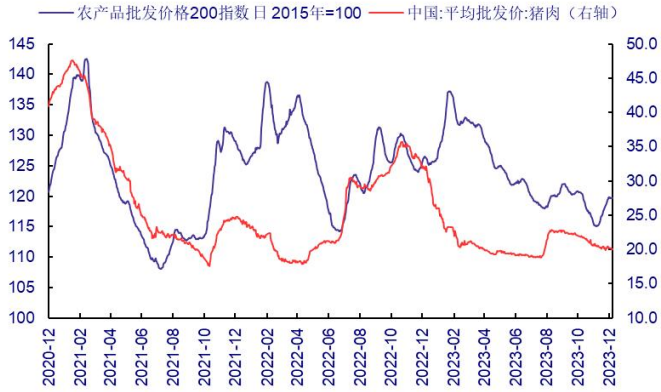


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 通胀

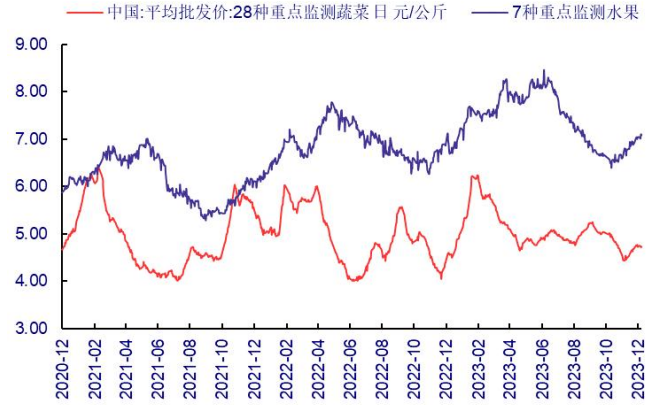
通胀方面，肉价下跌，果蔬价格保持平稳。12 月 8 日农产品批发价格 200 指数为 119.76；猪肉价格小幅下跌至 20.02 元/公斤。28 种重点蔬菜的平均批发价为 4.73 元/公斤；7 种重点监测水果的平均批发价为 7.08 元/公斤。

图 27: 农产品价格 200 指数与猪肉批发价 (元/kg)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015 至 2017 年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018 至 2022 年招商证券宏观分析师；2022 年 11 月加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn