

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀修复上行 关注需求复苏

— 2024 年通胀形势展望

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2023 年 12 月 25 日

内容提要:

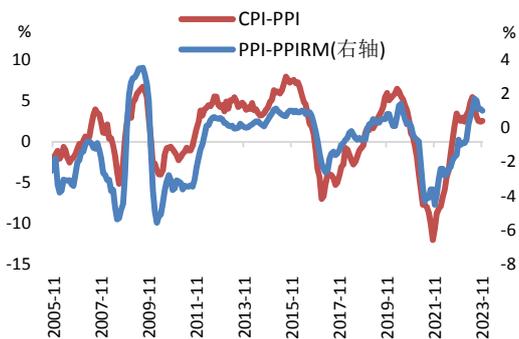
2023 年通胀整体弱于预期。一方面, CPI 受食品价格超预期回落以及终端需求温和复苏等因素影响趋于回落, 全年或比 2022 年回落 1.8 个百分点。另一方面, PPI 受全球经济复苏减弱、海外主要央行加息、2022 年高基数等因素影响总体回落, 虽然下半年有所回升但力度偏弱。物价指数总体低迷, 或拖累全年名义 GDP 低于实际 GDP 增速。

2024 年经济内生动力巩固增强, 政策端加力提效, 国内经济进一步修复, 两年平均增速较 2023 年提升, 实际增速(预计 5%左右)逐步接近 2023 年 6 月中国社科院预估的潜在增速(5.3%)。从通胀端看, 低基数效应、复苏拉动助推国内通胀回升, 虽然上半年外需或将继续回落, 对大宗商品价格的影响趋弱, 但二季度左右海外主要央行趋于降息将一定程度上拉动需求和价格。中性情况下, 预计 2024 年 CPI 同比上涨 0.8%, PPI 同比上涨 0.1%, GDP 平减指数或较 2024 年提升 1 个百分点左右。若消费需求、地产投资等超预期复苏, 两者中枢均有上移可能。

2024 年通胀温和修复, 经济复苏基础仍需进一步夯实, 叠加海外央行或二季度左右开启宽松, 货币政策仍有一定放松空间。

风险提示: 央行超预期调控, 食品价格超预期, 贸易摩擦升温, 金融市场波动加大, 经济下行压力增大, 房地产价格超预期回落, 国内外疫情超预期变化, 中美关系全面恶化, 国际经济形势急剧恶化, 海外黑天鹅事件等风险。

CPI 与 PPI 剪刀差



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《循道而为 聚力前行—2024 年国内宏观经济展望》
- 《通胀整体偏弱 后续仍将修复—10 月物价数据点评》

目录

一、2023 年通胀低于预期.....3

1、食品类超预期回落、终端需求温和复苏等因素导致 CPI 趋于回落 3

2、高利率、高基数、经济复苏放缓等因素拖累大宗商品价格与 PPI 6

二、2024 年通胀温和修复.....7

1、CPI 温和上行，关注服务业复苏与消费信心回升 8

2、PPI 延续修复势头，关注需求尤其是地产复苏进展 13

图表目录

图 1：2023 年 CPI 低位运行 3

图 2：2023 年食品项表现较弱 3

图 3：多数食品价格环比变化弱于历史均值 4

图 4：2023 年猪肉与鲜菜对 CPI 同比拖累较多 4

图 5：今年多数非食品价格（两年平均）增速低于疫情前 4

图 6：服务价格涨幅低于疫情前 4

图 7：居民服务类人均支出恢复尚需时日 5

图 8：社消同比较快修复但两年平均增速有所走弱 5

图 9：核心 CPI 低位徘徊凸显终端需求不足 5

图 10：2023 年下半年猪肉对 CPI 拖累增大 5

图 11：2023 年 PPI 负增长 6

图 12：生产资料价格持续下跌拖累 PPI 6

图 13：2023 年全球需求趋于回落 7

图 14：2023 年 CRB 小幅回落 7

图 15：2023 年南华工业品指数日均值同比上涨 3.1% 7

图 16：2023 年部分品种价格走势平稳 7

图 17：能繁母猪数环比持续下降但降幅不明显 9

图 18：生猪存栏与出栏复合增速较高 9

图 19：近 10 年来人均猪肉消费量多在 20 公斤上下 9

图 20：USDA 预计 2023/24 年中国猪肉消费量平稳 9

图 21：2023 年猪肉占 CPI 权重降至 1.4% 左右 10

图 22：近几年猪肉产量复合增速保持相对较高增长 10

图 23：2023 年多数服务业（复合）增速仍低于疫情前 11

图 24：2023 年下半年服务业新订单回落 11

图 25：2023 年二季度后服务业复苏有所放缓 11

图 26：服务业就业水平仍弱于疫情前 11

图 27：受疫情影响居民可支配收入增速放缓 12

图 28：今年前三季度居民收入增速与 GDP 之差转正 12

图 29：居民就业与收入信心仍有待恢复 13

图 30：2020 年以来居民储蓄倾向趋于上升 13

图 31：新增居民存款快速上升 13

图 32: 居民未来物价预期指数位于近年底部区域	13
图 33: 全球 PMI 趋于回落	14
图 34: 主要发达国家 OECD 领先指标低于疫情前	14
图 35: 当前市场预期美 24 年 3 月降息 (截至 12 月 23 日)	15
图 36: 当前市场预期美联储 2024 年或降息 150bp	15
图 37: 2023 年全球有色供需缺口总体收敛	17
图 38: EIA 预计 2024 年原油供需总体平衡	18
图 39: EIA 预计 2024 年原油环比新增产量下降	18
图 40: EIA 预计 2024 年全球原油需求略大于供应	18
图 41: 2023 年除俄外的非 OPEC 国家加大原油供应	18
图 42: 预计 2024 年非 OPEC 原油新增供给边际放缓	18
图 43: 中央政府加杠杆下 2024 年基建投资或稳中有升	19
图 44: 地产投资企稳尚需时日	19
图 45: 2000 年以来国内大约经历了 7 个相对完整的库存周期	20
图 46: 库存周期与 PPI 走势大体吻合	21
图 47: 剔除价格因素后的实际库存水平有所抬升	21
图 48: 央行数据显示企业当前库存水平处于低位	21
图 49: 整体制造业库存水平较低	21
图 50: 近期钢铁总体库存处于低位	21
图 51: 部分中上游工业品库存同比增速接近底部	21
图 52: 预计 2024 年 CPI 同比上涨 0.8%	22
图 53: 预计 2024 年 PPI 同比上涨 0.1%	22
表 1: IMF 与 OECD 对 2023-2024 年全球经济展望 (单位: %)	15
表 2: 世界银行: 2019-2024 年国际大宗商品价格情况(2010=100)	16
表 3: 世界银行: 2019-2024 年有色金属价格情况(单位: 美元/吨, 现价)	16
表 4: EIA 预计 2023 年原油价格回落	17

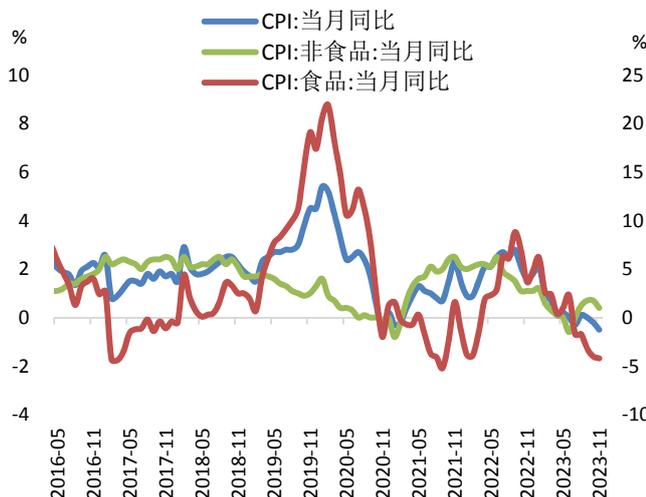
一、2023 年通胀低于预期

2023 年通胀整体弱于预期。一方面，CPI 受食品价格超预期回落以及终端需求温和复苏等因素影响趋于回落，全年或比 2022 年回落 1.8 个百分点。另一方面，PPI 受全球经济复苏减弱、海外主要央行加息、2022 年高基数等等因素影响总体回落，虽然下半年有所回升但力度偏弱。物价指数总体低迷，或拖累全年名义 GDP 低于实际 GDP 增速。

1、食品类超预期回落、终端需求温和复苏等因素导致 CPI 趋于回落

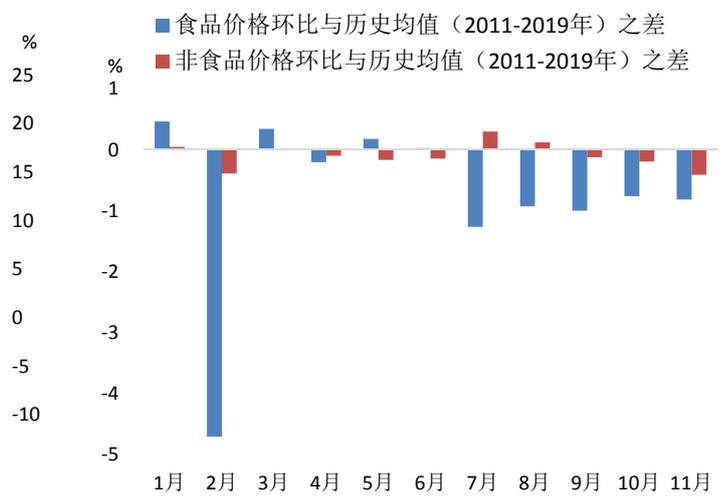
CPI 低位运行，预计全年同比上涨 0.2%。一季度，相对偏低基数及疫情防控平稳转段后短期消费快速修复支撑 CPI 同比增长 1.3%。后续基数抬升、消费复苏放缓、食品价格超预期回落等因素拖累 CPI，前 11 个月累计同比上涨 0.3%。

图 1: 2023 年 CPI 低位运行



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

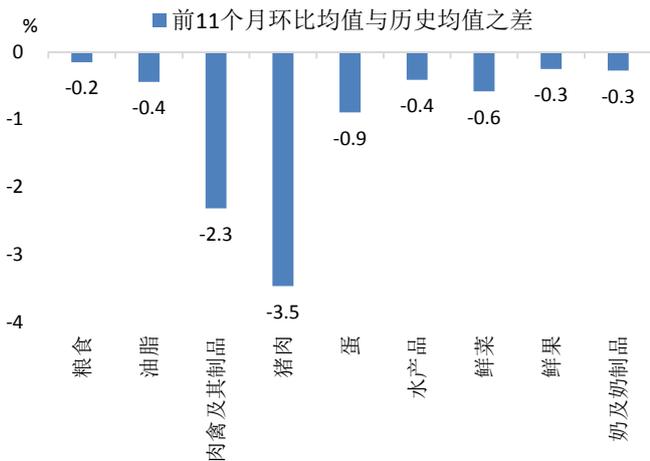
图 2: 2023 年食品项表现较弱



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

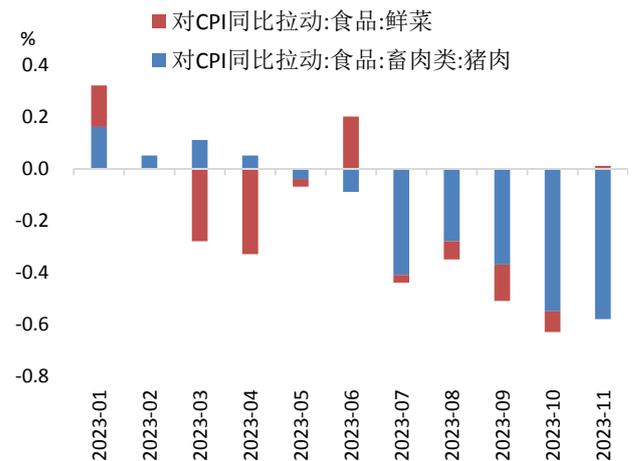
食品价格环比多次超季节性回落。主要大类中，前 11 个月环比均值均低于历史均值，低于 0.5 个百分点以上的有肉类(-2.3%，其中猪肉为-3.5%)、蛋类(-0.9%)、鲜菜(-0.6%)。究其原因，一是因为需求一季度集中快速释放后，后期有所回落，总体复苏温和；二是因为疫情防控平稳转段后，多数食品供给有所上升，加之除去年中极端天气扰动外多数时间天气状况较好，总体有利于供给端；三是猪周期并未如期启动，猪肉供给较为充裕，严重拖累食品项及 CPI；四是 PPI 先降后升，全年或同比下降 3.0%，一定程度上间接对 CPI 形成拖累。

图 3: 多数食品价格环比变化弱于历史均值



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 4: 2023 年猪肉与鲜菜对 CPI 同比拖累较多

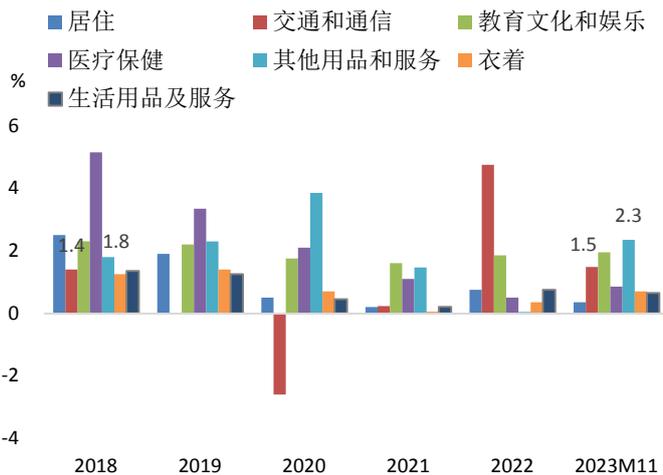


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

除去食品价格的拖累外,较弱的CPI亦受非食品项的拖累。前11个月非食品项环比超过历史均值的仅有2个月,此外从累计同比(两年平均)增速看,前11个月非食品分项中仅有交通和通信、其他用品和服务涨幅略超过疫情前水平,其他各项虽然总体略好于2022年但仍均低于疫情前,从这个角度亦印证了今年以来需求的温和复苏。

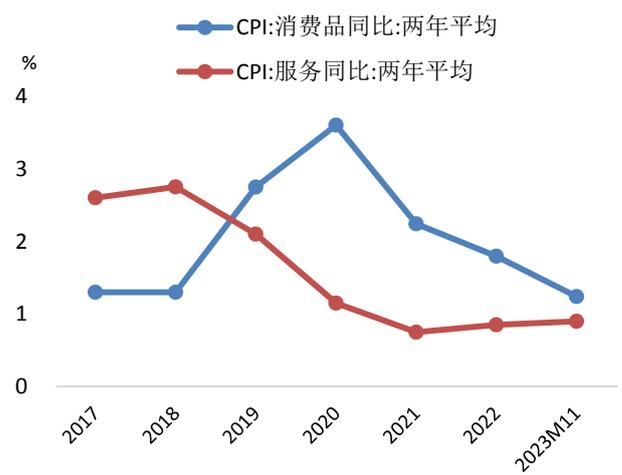
服务消费同比较快修复但两年/四年平均增速低于疫情前,服务类CPI复苏尚需时日。其中,2023年前三季度教育文化娱乐服务、其他商品和服务、交通和通信人均支出分别同比增长16.3%、18.8%、12.0%,但四年平均增速分别为2.5%、5.7%、4.6%,均低于疫情前。

图 5: 今年多数非食品价格(两年平均)增速低于疫情前



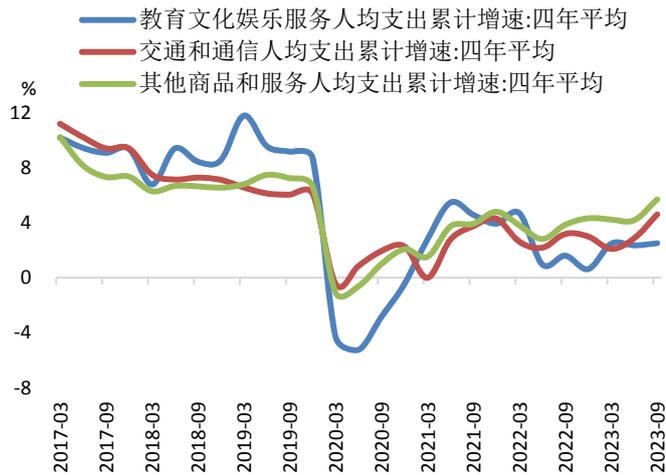
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 6: 服务价格涨幅低于疫情前



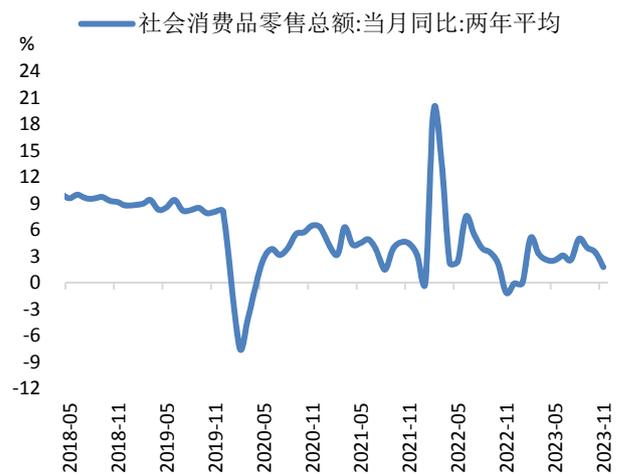
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 7: 居民服务类人均支出恢复尚需时日



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

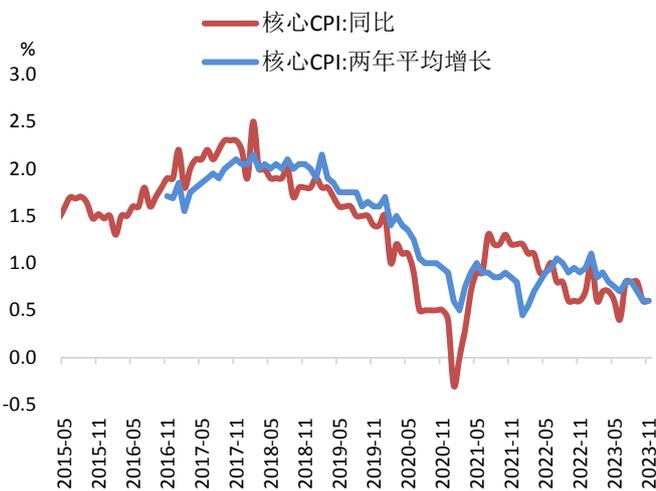
图 8: 社消同比较快修复但两年平均增速有所走弱



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

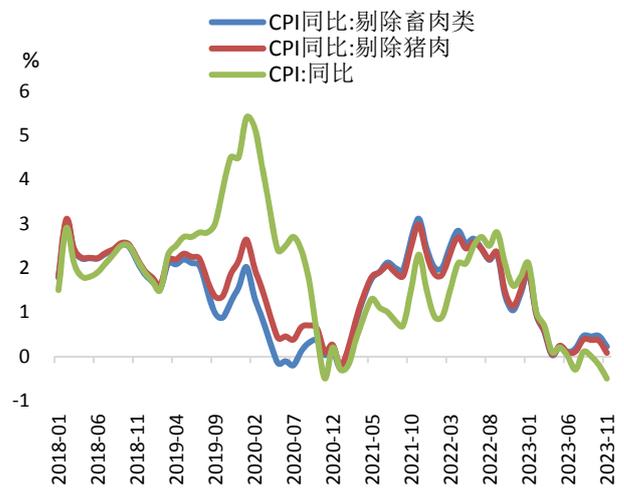
终端需求弱还反映在核心 CPI 低位徘徊。剔除食品与能源的核心 CPI 自今年初的 1% 趋势性回落, 6 月下探至 0.4%, 此后有所反弹但始终在 0.6% 左右徘徊, 而往年 (2013 年-2019 年) 大多在 1.5-2.0% 甚至更高水平。总的来看, 2023 年 CPI 整体偏弱, 食品类超预期回落、终端需求温和复苏等是主要拖累因素, 其中猪周期并未如此前市场预期般启动, 叠加油价回落的传导, CPI 总体走势低于市场预期。综合而言, 预计 2023 年 CPI 同比上涨 0.2%, 较 2022 年回落 1.8 个百分点。

图 9: 核心 CPI 低位徘徊凸显终端需求不足



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 10: 2023 年下半年猪肉对 CPI 拖累增大



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2、高利率、高基数、经济复苏放缓等因素拖累大宗商品价格与 PPI

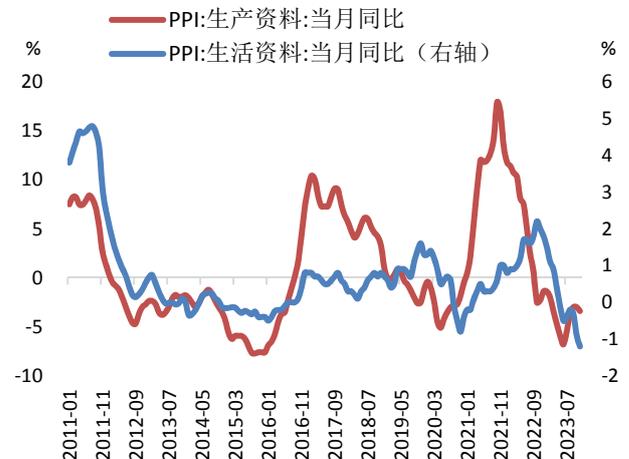
PPI 方面，受多重因素影响，前 11 个月累计同比下降 3.1%，较 2022 年同期回落 7.7 个百分点。其中，生产资料累计同比下降 3.9%，生活资料累计同比持平。分大类看，多数工业品同比趋于下跌，两年平均增速涨跌互现。其中，从同比看，化工原料类（累计同比变化为-8.5%，下同）、黑色金属材料类（-6.7%）、建筑材料类（-5.7%）、燃料动力类（-5.1%）跌幅居前；从两年平均增速看，燃料动力类（7.7%）、有色金属材料类（2.5%）等领涨，黑色金属材料类（-4.9%）、建筑材料类（-1.0%）、化工原料类（-0.8%）等下跌较多。预计 PPI 全年同比下降 3.0%。

图 11：2023 年 PPI 负增长



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 12：生产资料价格持续下跌拖累 PPI



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

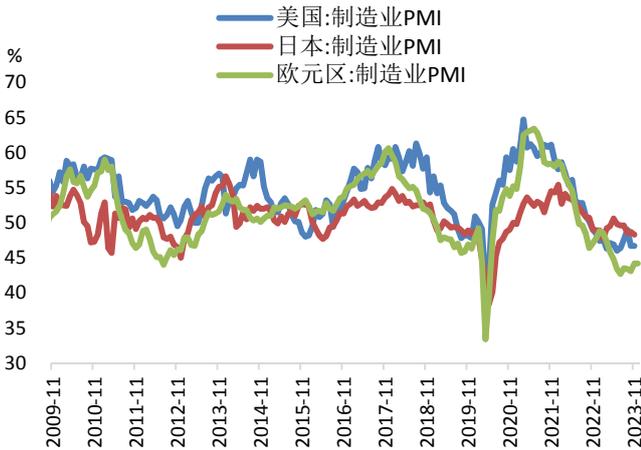
一是受高基数拖累，2021、2022 年 PPI 同比分别上涨 8.1%、4.1%，2023 年单月最大跌幅为-5.4%。

二是受持续高利率影响，全球经济增速趋于回落。此前为了应对持续高位的通胀，全球主要央行接连出手。美联储在 16 个月内将利率提高 525bp，欧洲央行在 14 个月内将利率提高 450bp。高利率对经济的负面影响逐步显现，从 PMI 看，今年三季度全球综合 PMI、制造业 PMI、服务业 PMI 均值分别较二季度下降 2.8、0.3、3.4 个百分点。从 OECD 先行指标看，G7 国家 OECD 综合领先指标自 2023 年 1 月以来持续回升，但始终在 100 之下，而且下半年环比改善幅度趋缓，其中截至 10 月德法分别连续 7 个月、24 个月回落。受需求回落影响，截至 12 月 20 日，2023 年 CRB 日均值（271.9）较 2022 年（284.8）下跌 4.5%。

三是从国内经济看，今年年初以来的经济复苏呈现波浪式修复走势，对物价的推升作用相对有限。其中，一季度疫情快速过峰后，服务消费迅

速复苏拉动经济快速修复,当季GDP同比增长4.5%,两年平均增长4.6%,均为2022年二季度以来最高。但在前期需求集中释放后,二季度工业生产、消费、出口(两年平均)增速均趋于放缓。三季度前期受异常天气因素影响,经济多项指标进一步放缓,在724政治局会议加码稳增长后有所反弹。从固定资产投资增速看,全年或同比增长3.0%,两年平均增长4.1%,均低于2022年(5.1%、5.0%),其中房地产投资(前11个月同比下降9.3%)持续下滑对PPI的拖累影响较大。

图 13: 2023 年全球需求趋于回落



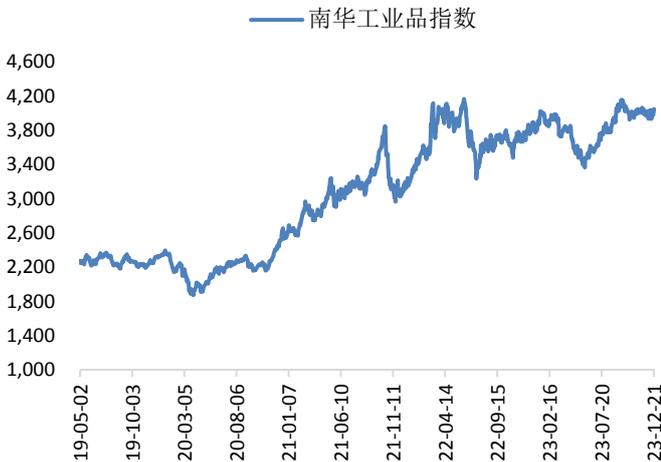
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: 2023 年 CRB 小幅回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 15: 2023 年南华工业品指数日均值同比上涨 3.1%



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 16: 2023 年部分品种价格走势平稳



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

二、2024 年通胀温和修复

展望 2024 年,经济内生动力巩固增强,政策端加力提效,国内经济进一步修复,两年平均增速(5.1%)较 2023 年提升,实际增速(预计 5%左右)逐步接近 2023 年 6 月中国社科院预估的潜在增速(5.3%)。从通胀

端看，低基数效应、复苏拉动助推国内通胀回升，虽然上半年外需或将继续回落，对大宗商品价格的影响趋弱，但二季度左右海外主要央行趋于降息将一定程度上拉动需求和价格。中性情况下，预计2024年CPI同比上涨0.8%，PPI同比上涨0.1%，GDP平减指数或较2024年提升1个百分点。若消费需求、地产投资等超预期复苏，两者中枢均有上移可能。

1、CPI温和上行，关注服务业复苏与消费信心回升

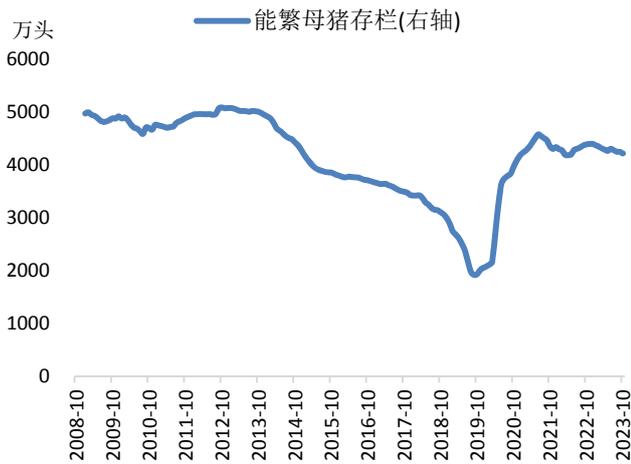
从2019-2023年CPI各分项其同比影响效应看，食品项下的肉类、鲜菜价格影响较大，尤其是猪肉价格，非食品项下则是交通和通信、居住类以及教育文化和娱乐类等服务业价格影响较大。短期看，近期寒潮影响鲜菜价格或将维持一段时间。2024年，CPI或有所上行，但反弹的力度还要看经济复苏、居民资产负债表修复情况以及信心或预期的改善状况。

(1) 2024年猪价或有所反弹

从近20年猪肉价格走势看，影响其的主要因素在于猪周期。从时间跨度看，每个完整的猪周期基本在3-4年。从近几轮的情况看，下跌时间周期拉长，上涨周期则有所缩短，呈现出快涨慢跌的特征。从此前市场预期看，2023年下半年猪肉价格或有一波较为明显的上涨，但是从猪价走势看，2023年上半年持续下行，仅在年中7-8月有所上涨（较7月中旬低点上涨17.2%，但峰值仍较年初下跌17.4%），此后再度下行，截至12月13日全国猪肉平均价较2022年末下跌25.5%。

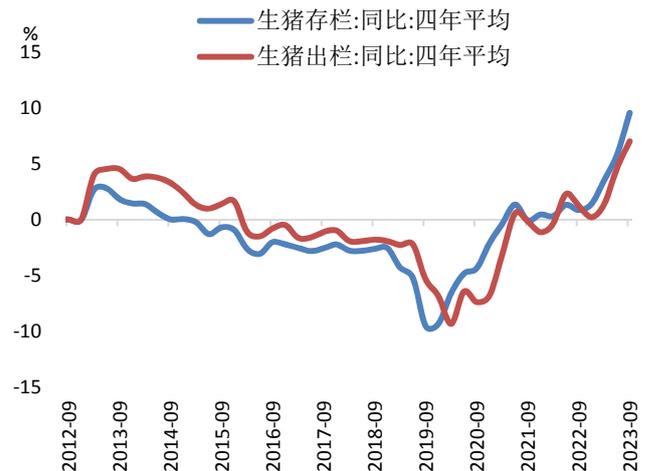
这一轮猪周期与前几轮的区别在于，供给持续改善，供给向下的弹性较此前减弱，而需求并未明显反弹，导致供需失衡。从供给端看，2015年以来新增、改扩建养殖场生猪产能持续释放，生猪生产快速恢复。2023年前三季度，全国生猪出栏数同比增长3.3%，两年平均增长4.5%，后者为2021年三季度以来最低，但仍高于2012-2019年同期均值；若按四年平均增速（7.0%）计算，则为2013年以来最高。三季度末生猪存栏同比下降0.4%，但四年平均增长13.1%，亦为有数据以来最高。农业农村部的数据显示，2023年10月末能繁母猪存栏4210万头，同比下降3.9%，但仍相当于正常保有量（4100万头左右）的102.7%。为推动生猪价格合理回升，2023年国家发改委会同有关部门共启动三批中央猪肉储备收储工作。此外，2023年猪肉进口数量同比回落0.5%，其中6-10月大幅回落19.7%。

图 17: 能繁母猪数环比持续下降但降幅不明显



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 18: 生猪存栏与出栏复合增速较高



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

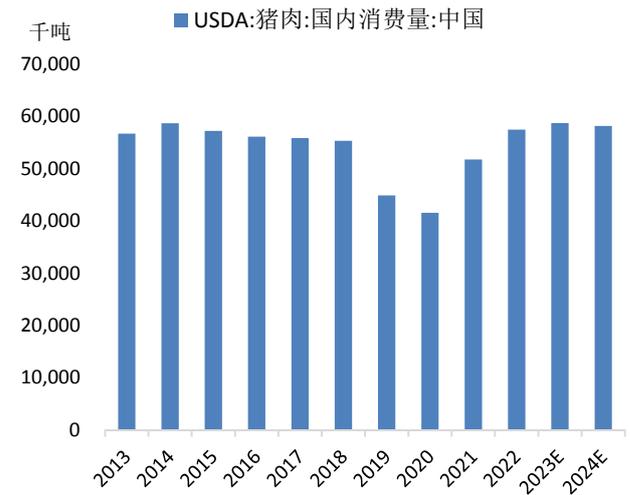
从需求端看, 疫情防控平稳转段后, 消费温和复苏, 餐饮业加快修复, 猪肉需求有所回暖。从中长期看, 根据国家统计局的数据, 2013-2019 年全国居民人均猪肉消费量总体在 20 公斤上下波动, 虽然 2021 年下半年与 2022 年猪肉价格回落至近年来低位从而推动猪肉需求上升, 但是很难持续大幅增长。从国内餐饮业疫后复苏的情况看, 2023 年前 11 个月餐饮业收入同比增长 19.4%, 增速为 2011 年以来最高, 高出 2015-2019 年均值(10.9%)8.5 个百分点; 但两年、四年平均增速分别为 6.2%、3.2%, 均弱于 2015-2019 年均值(10.9%、11.2%)。此外, 根据美国农业部(USDA) 的预测, 2023/24 年中国猪肉消费量相对平稳。

图 19: 近 10 年来人均猪肉消费量多在 20 公斤上下



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 20: USDA 预计 2023/24 年中国猪肉消费量平稳

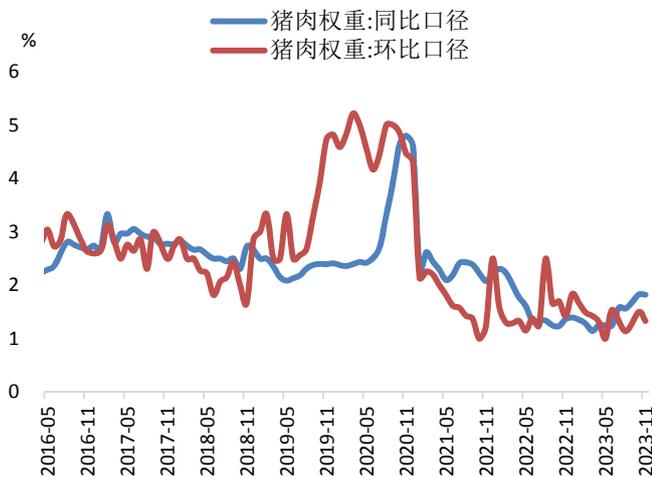


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

从 CPI 中猪肉权重看，受前期价格高位、消费替代、疫情冲击等多重因素影响，猪肉消费支出会出现波动，其在 CPI 中的权重也会有相应变化。无论是同比口径还是环比口径，2016 年-2019 年均 2% 上下波动，2020 年上升至 4%-5%，2021 年-2023 年趋于下行，2023 年全年两者均值分别为 1.46%、1.38%，一定程度上减轻了对 CPI 的拖累。若未来猪肉价格反弹，其支出权重提升，则有助于推动 CPI 企稳反弹。

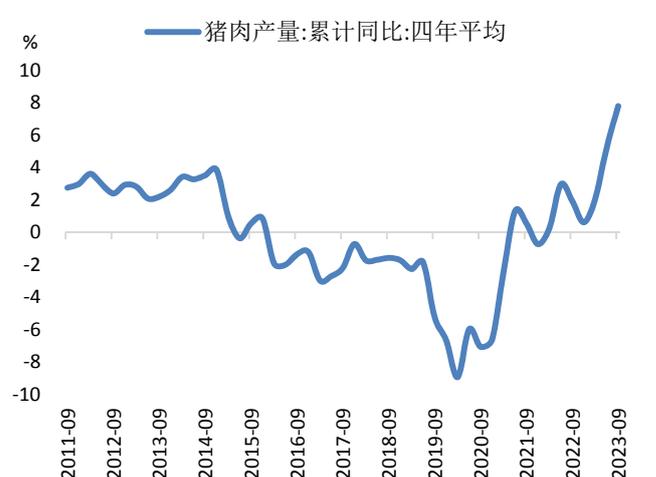
综合而言，2024 年猪肉需求或保持稳定，供给或高位趋稳甚至小幅下降，考虑到能繁母猪存栏数领先猪价约 4 个季度左右而且前者在 2023 年前 10 个月中有 9 个月环比缩减，2024 年猪肉仍有反弹可能。但鉴于本轮出清程度不如此前几轮，能繁母猪、生猪存栏数等仍在高位，预计反弹力度有限。

图 21：2023 年猪肉占 CPI 权重降至 1.4% 左右



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 22：近几年猪肉产量复合增速保持相对较高增长

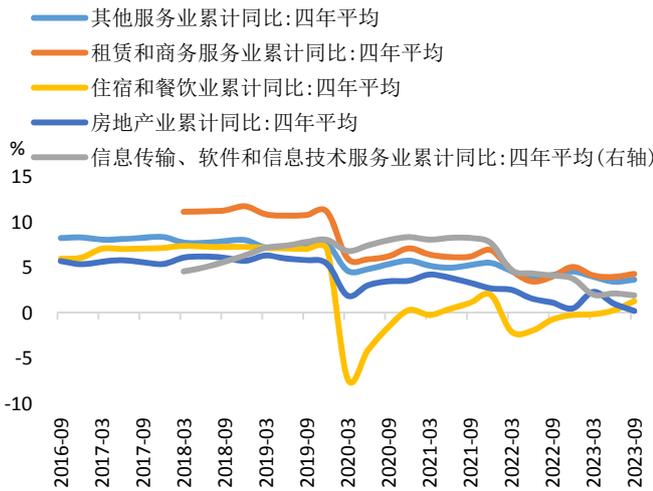


资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

(2) 关注服务业复苏对 CPI 的拉动

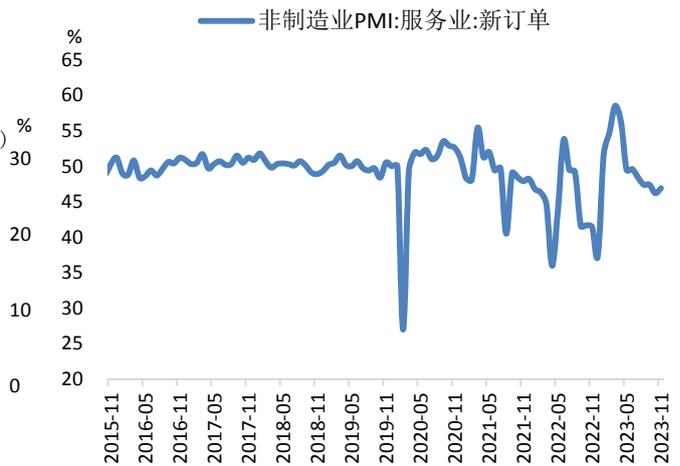
2021-2022 年服务业复苏不及预期，拖累 CPI 以及 GDP 上行。低基数和内生动力修复等因素推动 2023 年上半年（尤其是一季度）服务业快速修复，下半年服务业复苏则有所放缓，多项指标回落并再度低于疫情前水平。从四年平均增长情况看，2023 年前三季度服务业中仅有信息传输、软件和信息技术服务业（14.3%）累计增速继续保持较快增长，但即便如此仍低于 2019 年同期近 7 个百分点；租赁和商务服务业（4.3%）、其他服务业（3.7%）增速均不及疫情前的一半；住宿和餐饮业同比增速（14.4%）修复较快，两年平均增速（6.6%）亦高于疫情前，但四年平均增速仅为 1.3%，大幅弱于疫情前，说明疫情三年的冲击较大；房地产业无论是同比（-0.9%）、两年（-2.6%）还是四年平均增速（0.2%）均在 0 左右，对 GDP 与 CPI 的拖累较此前加大。

图 23: 2023 年多数服务业 (复合) 增速仍低于疫情前



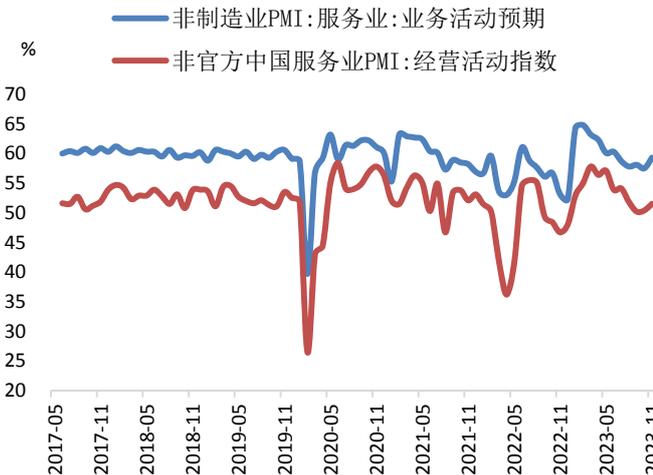
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 24: 2023 年下半年服务业新订单回落



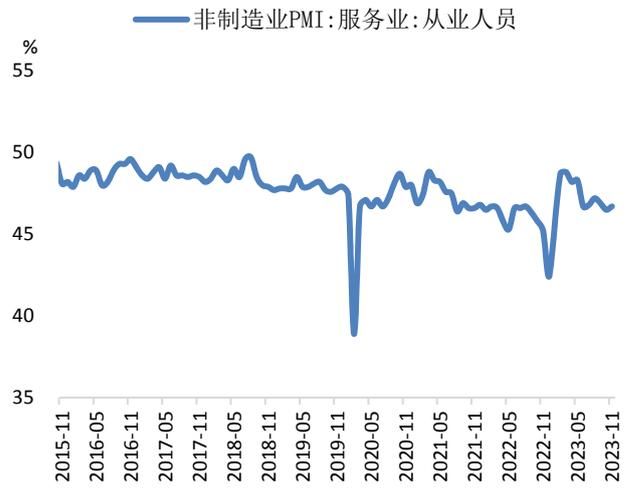
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 25: 2023 年二季度后服务业复苏有所放缓



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 26: 服务业就业水平仍弱于疫情前



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

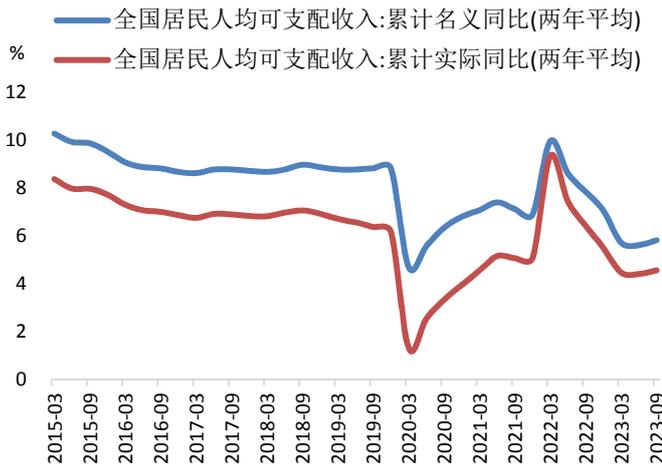
伴随着经济持续复苏、居民收入增速回升以及消费需求不断释放，服务消费有望继续修复，从而拉动服务 CPI 回升。2023 年前三季度服务零售额同比增长 18.9%，好于整体消费增速（7.2%）；全国居民人均服务性消费支出同比增长 14.2%，好于整体消费支出增速（8.8%）。但同时，居民资产负债表修复并非短时期内能完成，消费复苏也并非一蹴而就，后续仍需观察服务业复苏对 CPI 的拉动效果。

(3) 关注居民消费信心回升对 CPI 的拉动

在三年疫情冲击下居民收入增速放缓，导致居民预防动机与谨慎动机偏高。2015 年-2019 年，我国居民人均可支配收入名义、实际年均增速分别为 8.8%、6.7%，2020 年-2022 年则分别降至 6.3%、4.4%，虽然今年前

三季度两者累计增速回升至 6.3%、5.9%但仍低于疫情之前平均水平。从居民收入（暂且忽略人口变化）与 GDP 的关系看，2014 年-2019 年居民人均可支配收入实际增速与 GDP 之差的均值为 0.06%，但受疫情冲击下的 2020 年-2022 年降至-0.19%，名义增速之差则从 2014 年-2019 年的 0.13%降至-0.88%，受疫情影响居民收入增速总体低于 GDP 增速。虽然今年前三季度两者之差转正至 0.7%，但要修复接近疫情前水平仍需时日。

图 27：受疫情影响居民人均可支配收入增速放缓



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 28：今年前三季度居民收入增速与 GDP 之差转正

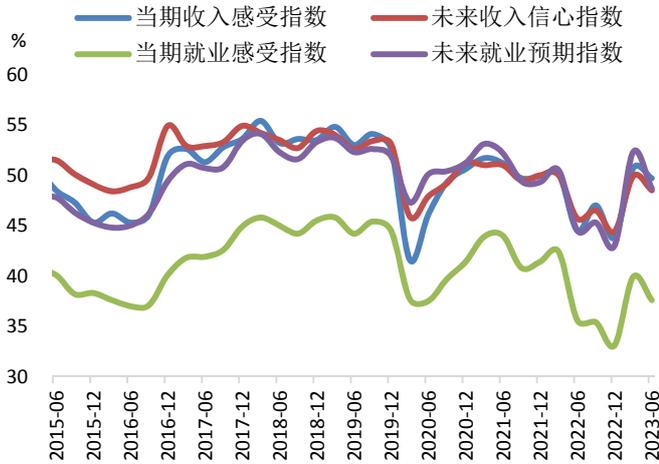


资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

同时，三年疫情导致居民对就业与收入预期的信心不足，回暖至疫情前水平仍需要通过经济增速回归常态、资产负债表的持续修复来推动。根据央行发布的城镇储户的问卷调查系列报告，2022 年居民就业与收入信心指数处于近年来的底部，今年一季度快速反弹后二季度有所回落，后者各项指数低于 2021 年平均水平及疫情前水平。在这种情况下，居民的储蓄意愿增强，消费意愿则难以较快上升。城镇储户的问卷调查系列报告显示，2014Q1-2019Q4 倾向于“更多储蓄”的居民占比均值为 43.8%，2020 年后趋于上升，2020Q1-2022Q4 均值为 53.5%，2023 年上半年虽然较 2022Q4（61.8%）这一历史高位回落 3.8 个百分点但仍然高达 58%。

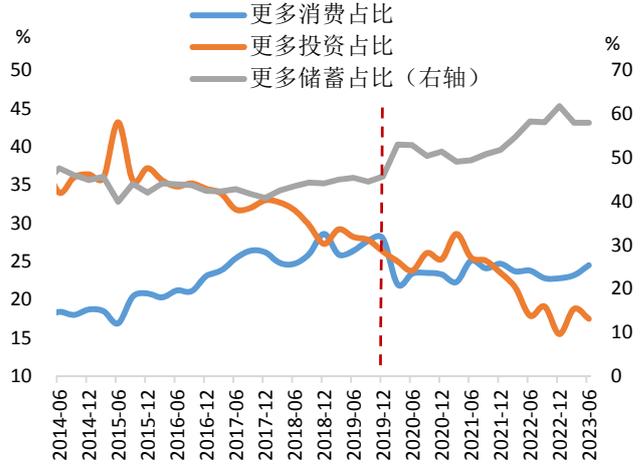
预防动机与谨慎动机偏高导致居民存款较快增长。2014 年-2019 年居民存款年均新增 5.87 万亿元，2020 年-2022 年上升至 12.0 万亿元，今年前三季度继续升至 14.4 万亿元。

图 29: 居民就业与收入信心仍有待恢复



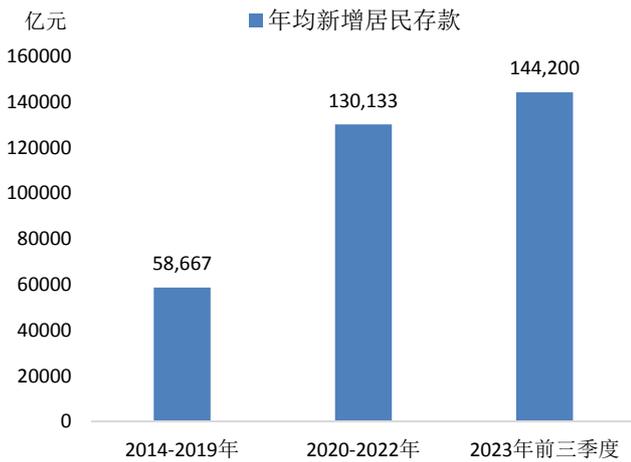
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 30: 2020 年以来居民储蓄倾向趋于上升



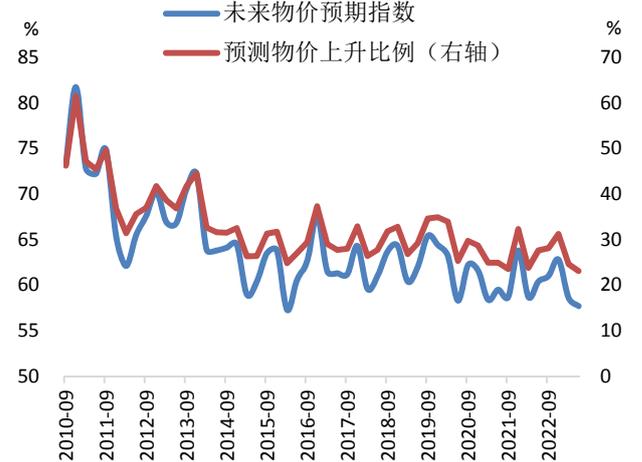
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 31: 新增居民存款快速上升



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 32: 居民未来物价预期指数位于近年底部区域



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2、PPI 延续修复势头，关注需求尤其是地产复苏进展

2024 年 PPI 或继续修复上行，中性情况下预计年中转正可能性较大，全年中枢较 2023 年回升 3 个百分点左右，若需求超预期复苏尤其是地产相关投资企稳反弹，则全年中枢有可能进一步上移。

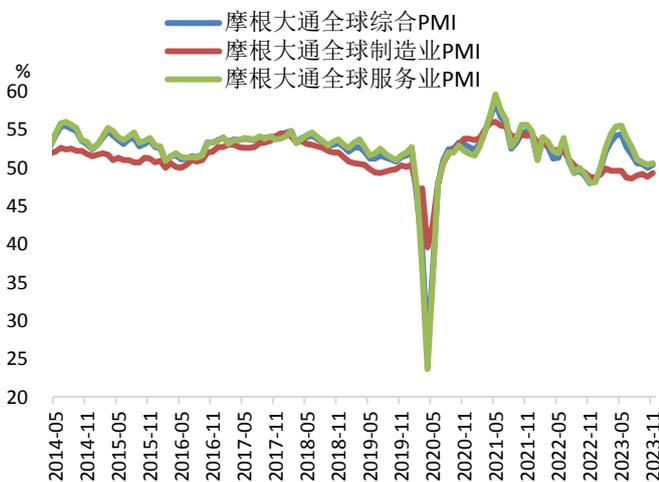
(1) 高利率拖累下的全球经济下行风险增加

持续高位的通胀叠加随之而来的全球快速加息潮自 2022 年下半年起取代新冠隐情成为拖累全球经济的主要因素，虽然 2023 年下半年通胀有所回落，但抗击同期仍有韧性的通胀仍然是海外主要央行的短期目标。伴随着利率的持续高位，全球经济下行风险增大。虽然从市场预期看，2024

年二季度左右主要央行或趋于降息，但利率水平短期仍在高位，对经济以及流动性的拖累影响或将持续一段时间。

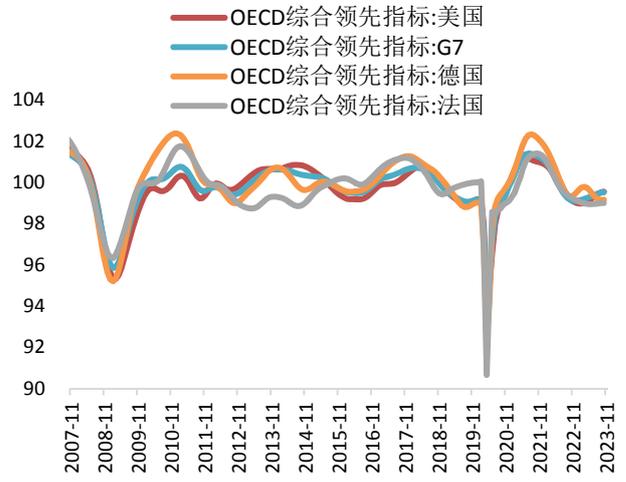
从先行指标看，今年三季度全球综合 PMI、制造业 PMI、服务业 PMI 均值分别较二季度下降 2.8、0.3、3.4 个百分点。从 OECD 先行指标看，G7 国家 OECD 综合领先指标自 2023 年 1 月以来持续回升，但始终在 100 之下，而且下半年环比改善幅度趋缓。其中，截至 10 月德法分别连续 7 个月、24 个月回落。整体来看，主要新兴市场与发展中国家 OECD 综合领先指标好于主要发达国家，发达国家中美国韧性则相对较好。此外，消费者信心低位徘徊，美国及欧盟消费者信心于 2021 年年中左右达到疫后峰值后趋于回落，近 1 年均处于 2000 年以来低位且近期仍在下行中。

图 33: 全球 PMI 趋于回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 34: 主要发达国家 OECD 领先指标低于疫情前



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

未来全球经济增长预计仍然缓慢且不均衡，分化趋势日益扩大。IMF 在 2023 年 10 月的《世界经济展望》报告中用“全球经济蹒跚向前，缺乏动力”定性 2023 年-2024 年经济复苏，其预计全球经济增长速将从 2022 年的 3.5% 放缓至 2023 年的 3% 和 2024 年的 2.9%，远低于历史平均水平。同时，全球经济分化明显，一些地区的经济活动远远低于 IMF 在疫情前的预测，而且相比新兴市场和发展中经济体，发达经济体的经济增速放缓更为明显。从中期前景看，全球增长前景疲软，特别是新兴市场和发展中经济体其追赶发达经济体生活水平的速度将大幅放缓，伴随的是财政空间将缩小，债务脆弱性和风险敞口上升，克服新冠疫情和俄乌战争带来的长期创伤效应的机会减少。

表 1: IMF 与 OECD 对 2023-2024 年全球经济展望 (单位: %)

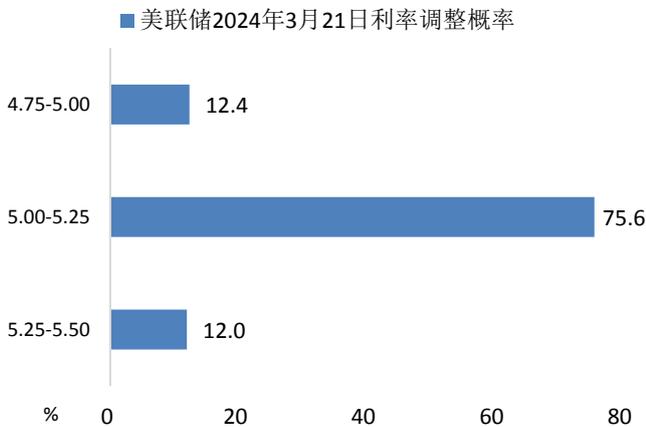
经济体	IMF (10 月)			OECD (11 月)		
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
全球	3.5	3.0	2.9	3.3	2.9	2.7
发达经济体 ¹	2.6	1.5	1.4	2.9	1.7	1.4
美国	2.1	2.1	1.5	1.9	2.4	1.5
欧元区	3.3	0.7	1.2	3.4	0.6	0.9
日本	1.0	2.0	1.0	0.9	1.7	1.0
新兴经济体 ²	4.1	4.0	4.0	3.6	4.0	3.8
中国 ³	3.0	5.4	4.6	3.0	5.2	4.7

资料来源: IMF, OECD, 国开证券研究与发展部

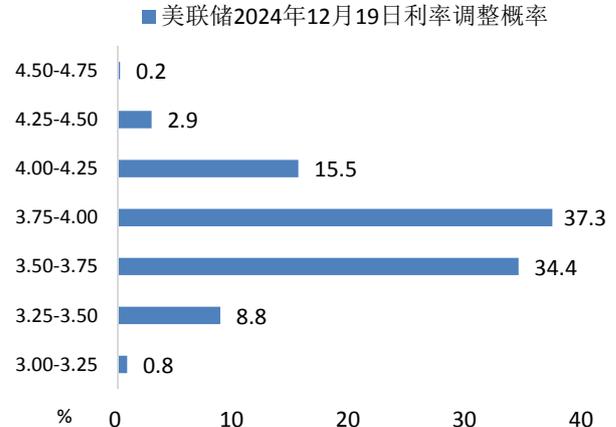
注: 1. OECD 发达经济体预测以 OECD 国家整体代替; 2. 新兴经济体以非 OECD 国家整体代替; 3. IMF 于 11 月上调中国 2023 年与 2024 年预估。

持续高利率增大了全球经济下行风险, 叠加通胀高位回落, 未来欧美主要央行或陆续开启宽松周期, 有助于需求边际回升。以美联储为例, 根据 CME Fedwatch 数据显示, 截至 12 月 23 日市场预期美联储将在 2024 年 3 月开启降息通道, 全年或下调利率 150bp, 提前或延后以及下调幅度则需要视后续通胀、就业、消费等数据而定。

图 35: 当前市场预期美 24 年 3 月降息 (截至 12 月 23 日) 图 36: 当前市场预期美联储 2024 年或降息 150bp



资料来源: CME Group, 国开证券研究与发展部



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

(2) 大宗商品价格总体趋于回落, 但部分品种仍有弹性

综合考虑到需求放缓、主要央行趋于降息等因素, 大宗商品价格或先跌后稳。同时, 考虑到美元指数在 2024 年或有所下行, 对大宗商品价格有一定的支撑。世界银行在 2023 年 10 月发布的《大宗商品市场展望》中预计, 继 2023 年预计下跌近 24% (疫情以来最大降幅) 之后, 2024 年世界银行大宗商品价格指数将再跌 4%。其中, 2024 年能源价格将下跌近 5%,

2025 年将保持相对稳定；2024 年金属价格将会下跌，但 2025 年将回升 6%。全球经济增速回落带来大宗商品价格下行风险，尤其是对工业大宗商品。

表 2：世界银行：2019-2024 年国际大宗商品价格情况(2010=100)

指标	实际值				预估值		同比 (%)		
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
能源	76.0	52.7	95.4	152.6	108.6	103.7	60.0	-28.8	-0.7
非能源	82.0	84.4	112.5	124.4	111.5	108.7	10.6	-10.4	-0.1
农产品	83.0	87.5	108.3	122.7	113.9	112.2	13.3	-7.2	-2.2
粮食	87.0	93.1	121.8	143.7	131.1	129.1	18.0	-8.8	-3.4
金属矿石	78.0	79.1	116.4	115.0	101.4	96.6	-1.2	-11.8	6.2
原油 ¹	61.0	42.3	70.4	99.8	84.0	81.0	41.8	-15.9	-1.2

资料来源：世界银行，国开证券研究与发展部

注：1. 原油价格为布伦特原油价格，单位为美元/桶，其他均为指数

表 3：世界银行：2019-2024 年有色金属价格情况(单位：美元/吨，现价)

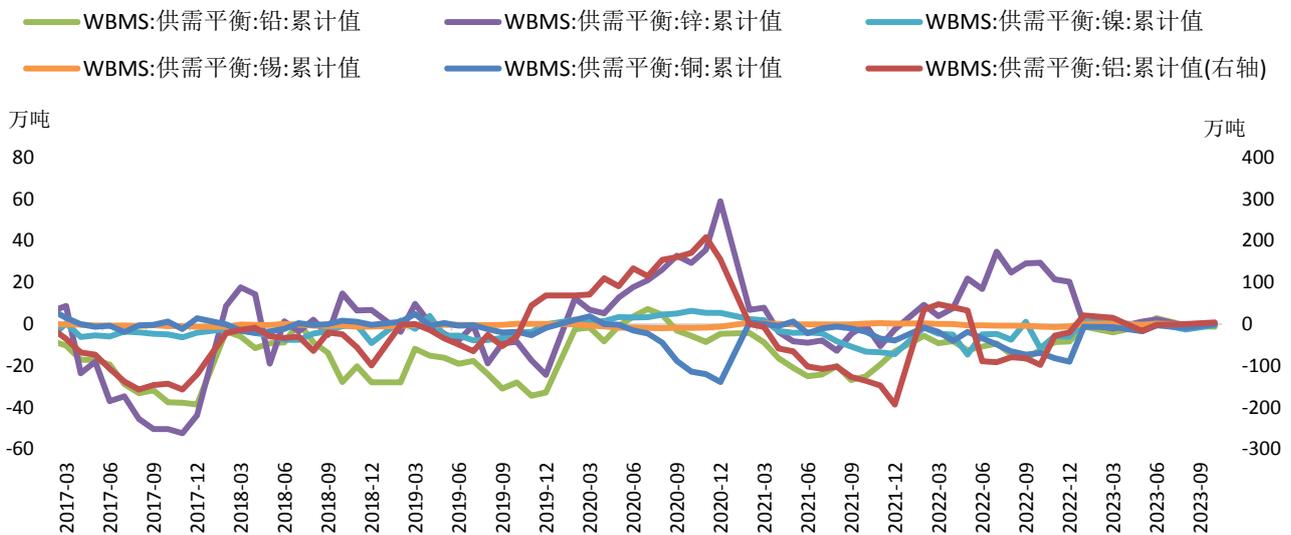
品种	实际值				预估值		同比 (%)				
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2020	2021	2022	2023E	2024E
基本金属 (2010=100)	81.6	80.2	117.7	122.4	107.8	102.3	-1.7	46.8	4.0	-11.9	-5.1
铝	1,794	1,704	2,473	2705	2,300	2,200	-5.0	45.1	9.4	-15.0	-4.3
铜	6010	6,174	9,317	8822	8,200	7,800	2.7	50.9	-5.3	-7.1	-4.9
铁矿石	93.8	108.9	161.7	121.3	108	105	16.1	48.5	-25.0	-11.0	-2.8
铅	1,997	1,825	2,200	2151	2,100	2,050	-8.6	20.5	-2.2	-2.4	-2.4
镍	13,914	13,787	18,465	25834	22,350	20,000	-0.9	33.9	39.9	-13.5	-10.5
锡	18,661	17,125	32,384	31335	26,000	25,000	-8.2	89.1	-3.2	-17.0	-3.8
锌	2,550	2,266	3,003	3481	2,500	2,400	-11.1	32.5	15.9	-28.2	-4.0

资料来源：世界银行，国开证券研究与发展部

有色方面，根据世界金属统计局 (WBMS) 最新数据，2023 年 1-10 月铜、铅、镍供不应求，铝供大于需，锌与锡基本保持平衡。相对于历史平均水平，2023 年多个品种供需缺口波动性大幅下降。此外，国际铜业研究组织 (ICSG) 在今年 10 月预计 2023 年全球铜市场将出现 27,000 吨的供应缺口，而 2024 年将出现 467,000 吨的过剩。其中，ICSG 预计 2023 年世界精炼铜用量将增加约 2%，2024 年将增加 2.7%；2023 年世界精炼铜产量将同比增长约 3.8%，2024 年将增长 4.6%。综合来看，本轮全球有

色供需缺口收窄，同时 2024 年需求或将有所回落将抑制需求，但需要注意部分品种供需缺口扩大对未来价格走势的影响。

图 37: 2023 年全球有色供需缺口总体收敛



资料来源: Wind、国开证券研究与发展部

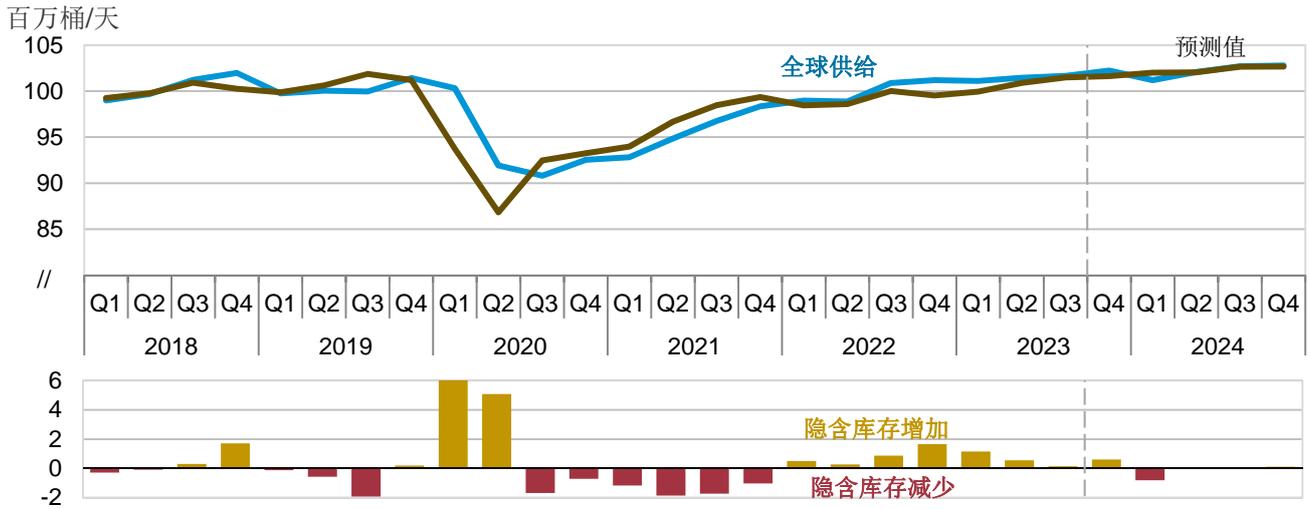
原油方面，预计 2024 年经济增速放缓拖累全球石油需求，但同时 OPEC+ 减产不断，全球石油供给放缓，中国经济加快复苏，美国补库存以及其经济或许软着陆有助于支撑油价。2023 年以来，OPEC+ 减产护盘动作频繁：4 月 2 日 OPEC 会议宣布将产量配额继续削减 166 万桶/日；6 月 4 日 OPEC 会议将减产协议延长至 2024 年底；沙特宣布从 7 月开始额外自愿减产 100 万桶/日，俄罗斯减产 50 万桶/日；9 月 5 日 OPEC 宣布沙特和俄罗斯将减产延长至 12 月底；11 月 30 日 OPEC 年度大会决定 OPEC+ 部分成员国 2024 年一季度将自愿减产 219 万桶/日。

表 4: EIA 预计 2024 年原油价格保持平稳

价格 (美元/ 桶)	2021	2022	2023E	2024E
布伦特原油	70.9	100.9	82.4	82.6

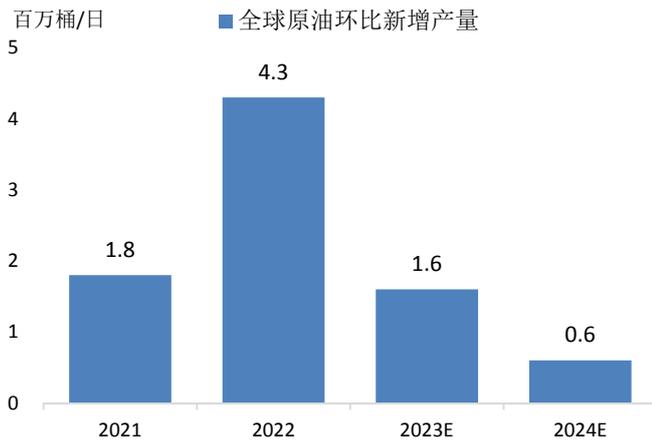
资料来源: EIA, 国开证券研究与发展部

图 38: EIA 预计 2024 年原油供需总体平衡



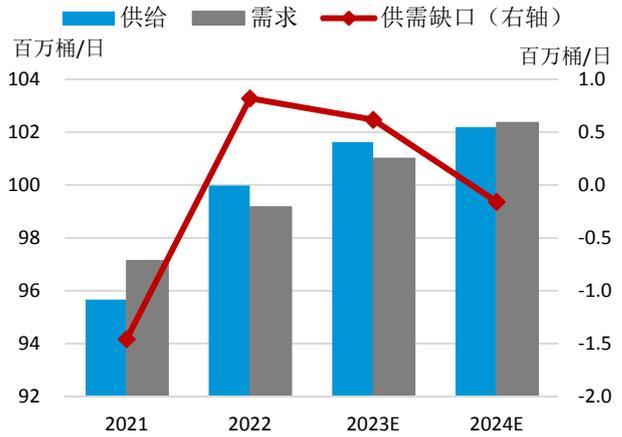
资料来源: EIA、国开证券研究与发展部

图 39: EIA 预计 2024 年原油环比新增产量下降



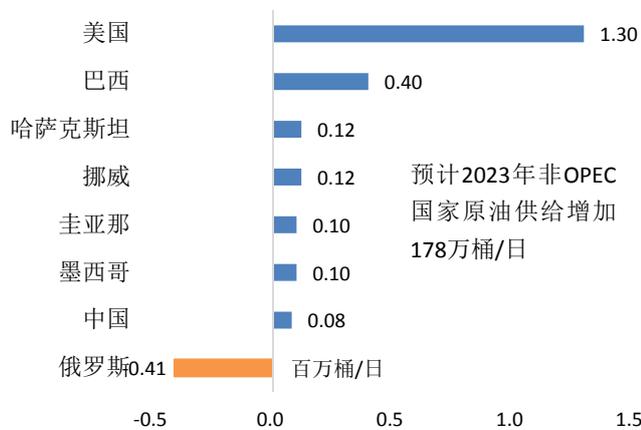
资料来源: EIA, 国开证券研究与发展部

图 40: EIA 预计 2024 年全球原油需求略大于供给



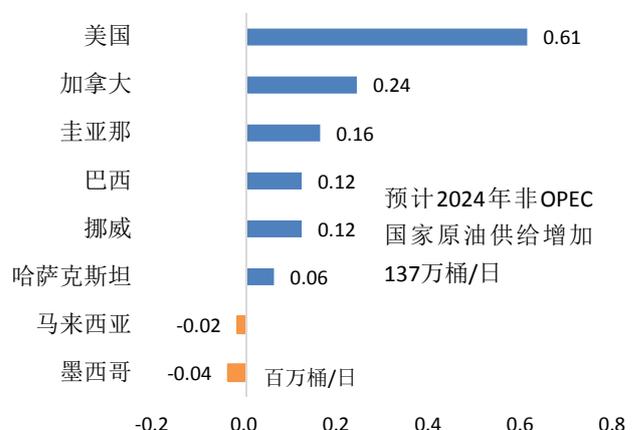
资料来源: EIA, 国开证券研究与发展部

图 41: 2023 年除俄外的非 OPEC 国家加大原油供应



资料来源: OPEC, 国开证券研究与发展部

图 42: 预计 2024 年非 OPEC 原油新增供给边际放缓



资料来源: OPEC, 国开证券研究与发展部

(3) 2024 年国内 PPI 或继续修复，关注需求超预期反弹的拉动效应

第一，2023 年全年基数较低，为 2024 年 PPI 修复上行提供可能。

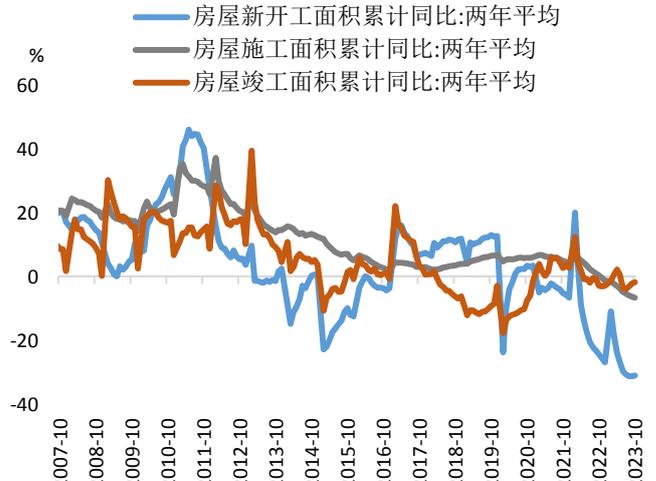
第二，近期在政策呵护及内生动力逐步修复的推动下，经济复苏的经济因素累积增多。展望 2024 年，经济复苏进程延续，内需或好于外需。从三驾马车看，制造业（尤其是高科技制造业）投资韧性较好叠加制造业库存周期回补，政策支持下的基建投资温和反弹，一定程度上对冲房地产投资低迷对投资端的拖累，三大工程有望发力助力地产投资触底企稳；居民资产负债表修复叠加通胀回升有助于居民消费信心回暖；出口上半年在偏高基数与外需衰退的夹击下趋于回落，但下半年海外主要央行趋于降息或有助于外需边际反弹。从政策端看，为了夯实复苏基础，2023 年底增发万亿国债、2024 年地方债提前批、一揽子化债方案落地等为 2024 年复苏预热，后期随着海外压力减轻仍有降准降息可能，结构性货币工具与政策性金融工具将有序加码，同时 2024 年财政赤字率有望调至 3.5% 左右，财政支出力度与节奏较 2023 年积极，上述举措均有助于推动 2024 年经济复苏步入正轨。

图 43：中央政府加杠杆下 2024 年基建投资或稳中有升



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 44：地产投资企稳尚需时日

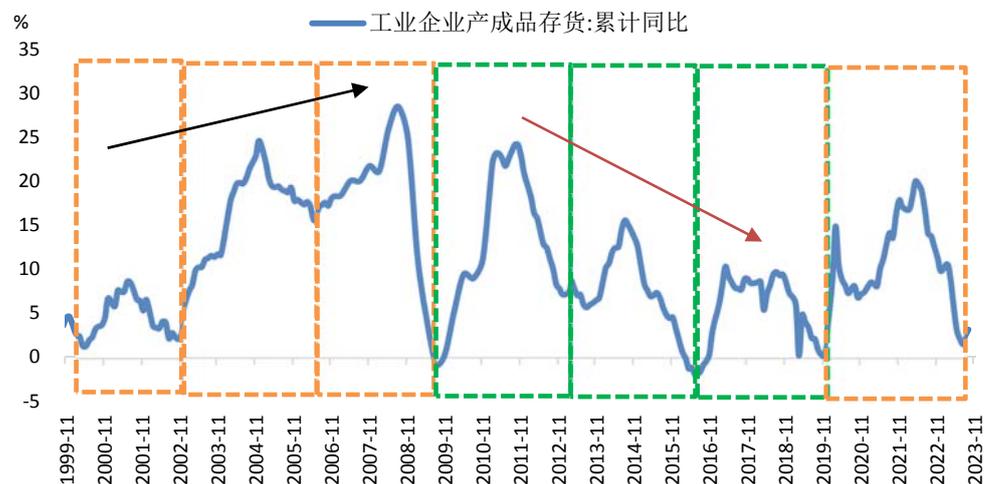


资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

第三，2024 年制造业存有补库存可能，一定程度上有利于 PPI 回升。若将工业产成品库存同比数据作为库存周期的划分依据，同比上行为补库存，同比下行为去库存，则 2000 年以来共经历 6 轮库存周期，时间跨度上大约在 40 个月左右。从近 2 年工业产成品库存走势看，同比、两年平均增速分别于 2022 年 4 月（20.0%）、6 月（15.0%）见顶后趋于回落，又分别于 2023 年 7 月（1.6%）、8 月（8.1%）触底后反弹。截至 2023 年 7 月，本轮库存周期时间跨度已达 43 个月，从时间上大致匹配进入新一轮

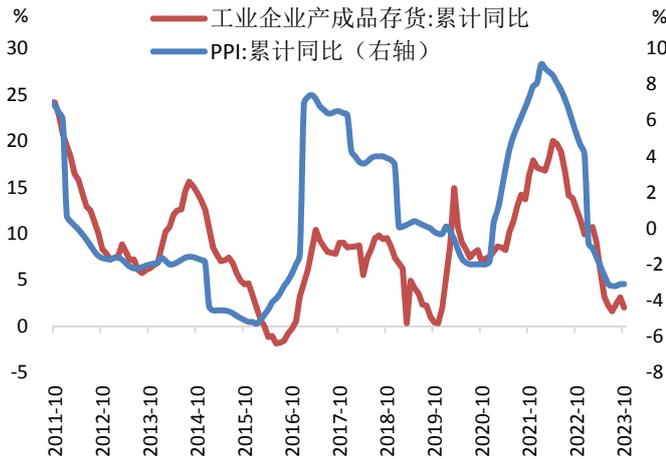
库存周期。综合 PMI 产成品库存与工业企业分行业库存情况看，总体库存水平同比水平处于近年来的低位水平，未来库存回补的可能性较大，不过剔除基数因素扰动的工业企业产成品库存两年平均、四年平均增速距离近年来的低位水平仍有一定偏离度，显示当前库存绝对规模并未下降到足够低的水平。当前市场对未来开启库存周期的预期较为一致，但对开启时点与反弹高度还存在一些分歧。库存周期是否启动，供需两方面都很重要，需求是最主要的决定因素而且是中长期的关键因素，供给与库存均是相对被动且短期的因素。未来 PPI 继续修复较为确定，考虑到其一般稍领先库存周期 1 个季度左右，自今年年中 PPI 触底后总体上持续反弹，2024 年其修复上行并在年中转正可能性较大，如果历史经验可以延续，稍显全面的补库存有望在 2024 年展开，幅度视需求复苏强度而定，同时未来走势更多的会显现出结构上的分化。从产成品同比增速看，采矿业(前 10 个月累计增速为-2.4%，下同)、石油和天然气开采业(-8.1%)、黑色金属矿采选业(-18.5%)、有色金属矿采选业(-3.7%)、造纸及纸制品业(-7.5%)、计算机、通信和其他电子设备制造业(-1.7%)、化学原料及化学制品制造业(-1.4%)、橡胶和塑料制品业(-0.4%)等为负；制造业库存(2.2%)以及食品制造业(2.9%)等细分行业库存虽然高于零值但处于近年来的低位；专用设备制造业(13%)、仪器仪表制造业(12.2%)库存仍然偏高。

图 45：2000 年以来国内大约经历了 7 个相对完整的库存周期



资料来源：Wind、国开证券研究与发展部

图 46: 库存周期与 PPI 走势大体吻合



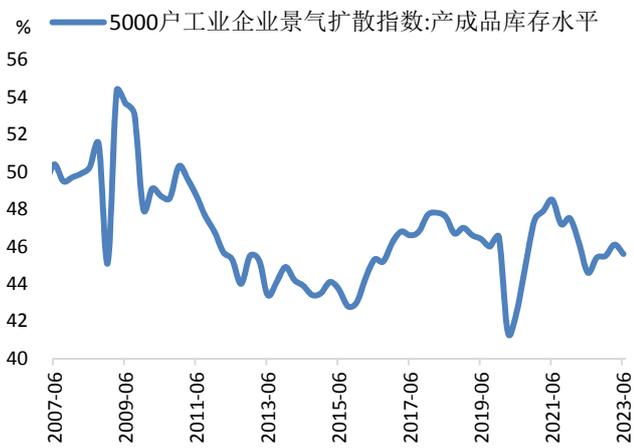
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 47: 剔除价格因素后的实际库存水平有所抬升



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 48: 央行数据显示企业当前库存水平处于低位



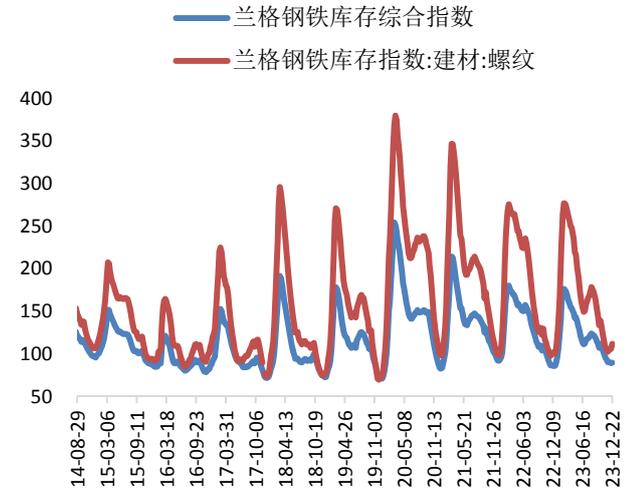
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 49: 整体制造业库存水平较低



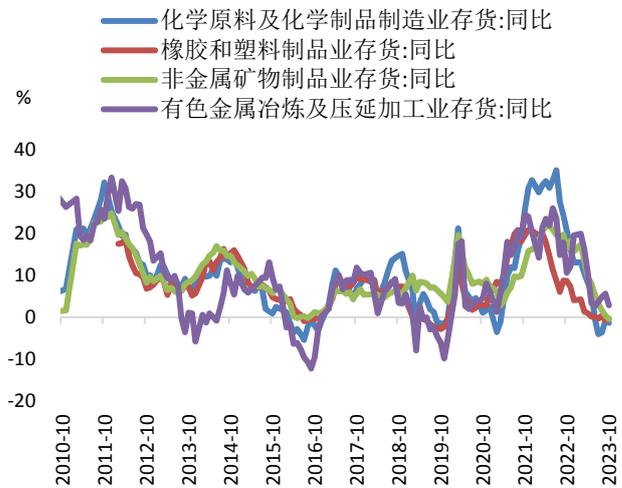
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 50: 近期钢铁总体库存处于低位



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

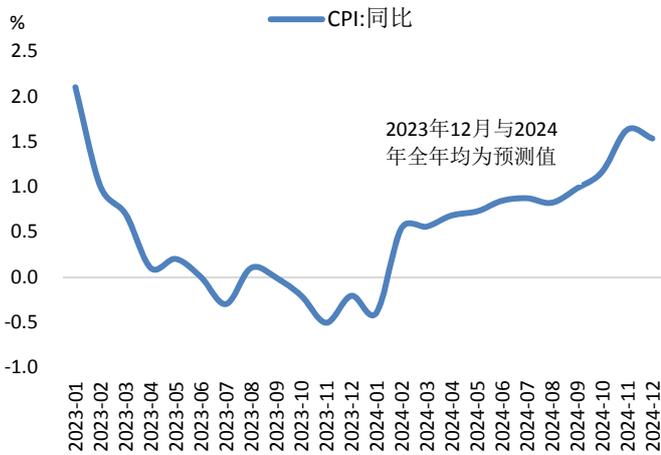
图 51: 部分中上游工业品库存同比增速接近底部



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

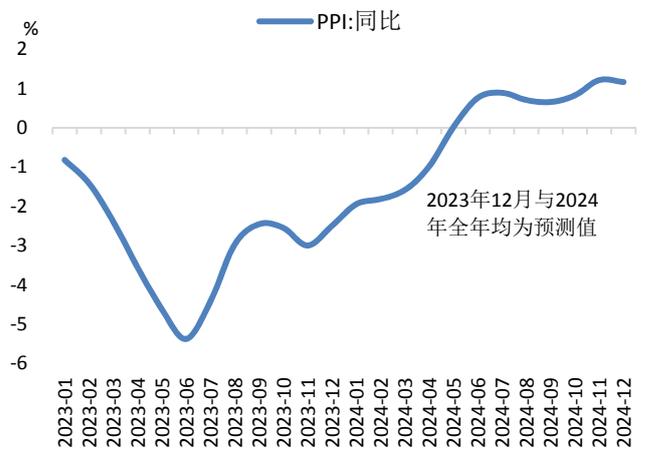
综上所述，预计 2024 年国内通胀温和修复。其中，受益于低基数以及稳增长持续发力、猪肉价格反弹、原油价格中枢平稳等假设，CPI 或逐季上行，预计全年同比上涨 0.8% 左右（较 11 月预测值下调 0.5 个百分点）；PPI 修复趋势延续，二季度转正可能性较大，全年或同比上涨 0.1%（较 11 月预测值下调 0.1 个百分点）。若地产投资、消费需求等超预期复苏，中枢或将进一步提高。2024 年通胀温和修复，经济复苏基础仍需进一步夯实，叠加海外央行或二季度左右开启宽松，货币政策仍有一定放松空间。

图 52: 预计 2024 年 CPI 同比上涨 0.8%



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 53: 预计 2024 年 PPI 同比上涨 0.1%



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

风险提示: 央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，房地产价格超预期回落，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等风险。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层