

2024 年低通胀：四因素主导下的 CPI 运行

核心要点：

11月CPI同比下降幅度超预期，自8月份CPI由负转正后10月再次进入负增长区间。普遍认为，猪肉的贡献是最大的，猪周期再次引领了通胀。这种说法显然高估了现阶段猪肉对于CPI的影响，猪肉确实拉动CPI同比的下行，但是其他行业对CPI上行推动力的减弱也是CPI回落的因素之一，同时原油对CPI也是负拉动。

猪肉、蔬菜、油气和旅游是11月拉低CPI向下的四项主要因素，这四项分为周期性因素（蔬菜和旅游出行）和非周期性因素（猪肉和油气价格）。从周期性因素看，蔬菜和旅游的下行幅度均处于历史的顶部区域，但是仍然没有创出极值，仍然属于正常的波动范围。山东寿光蔬菜价格指数已经从11月初的82历史低点回升至127，接近过去八年价格中枢水平；11月份旅游环比落至低位可能属于前期超高增速的历史均值回归所致。从非周期性因素看，猪肉和原油的下行并不突兀。当前母猪猪存栏量仍处于高位，同时生猪养殖的效率也在提高；原油市场需求端逐渐占据主导地位，产油国整体减产情况不及预期，而需求的持续低迷仍在发酵。短期来看，周期类因素下行无法持续，非周期价格的弱势会继续。

从根本上来讲，通胀低水平运行主要：一是疫情后消费恢复的不力；二是生产持续好于消费从而带来的价格普跌；三是央行的货币始终保持谨慎，货币增速处于合理范围；四是金融资源对房地产行业的分配减少，房价—房租—工资的链条并不顺畅。首先，疫情后服务价格的上行始终不及预期，这背后主要与疫情带来的“疤痕效应”，以及居民收入增长受到影响等因素有关。其次，疫情后的第一年，供给的恢复远远快于需求，国内需求恢复缓慢叠加了海外需求回落，供需有所失衡。再次，央行的货币始终保持谨慎，货币增速处于合理范围，货币大幅释放带动经济上行，同时带动CPI上行的路径不成立。最后，金融资源对房地产行业的分配继续减少，房价—房租—工资的上行链条并不顺畅。

综合拉动CPI各项因素分析，居民的消费信心仍然处于恢复的过程中，海外需求会略有好转但是不确定性仍然较大，货币政策基调是适度的，房地产2024年继续出清，这种情况下，CPI回升需要较长的时间。

2024年从货币到商品供给需求，并没有能拉动价格上行的部门。而房地产行业仍然在转型过程中，商品房销售低迷，商品房价格上行带来通胀走高的可能性更低。2024年仍然是通胀弱势年份，但是政府支出预计将好于2023年，带动2024年的通胀水平略高于2023年。我们预计2024年CPI上行在1%左右，1季度处于高位，2季度处于低点，3、4季度回升。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8092 7609

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

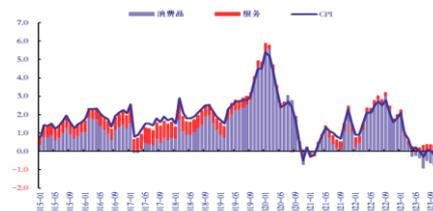
☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：吕雷

服务项对CPI贡献驱动减弱(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

风险提示：

1. 大宗商品大幅下行的风险
2. 房地产持续回落的风险

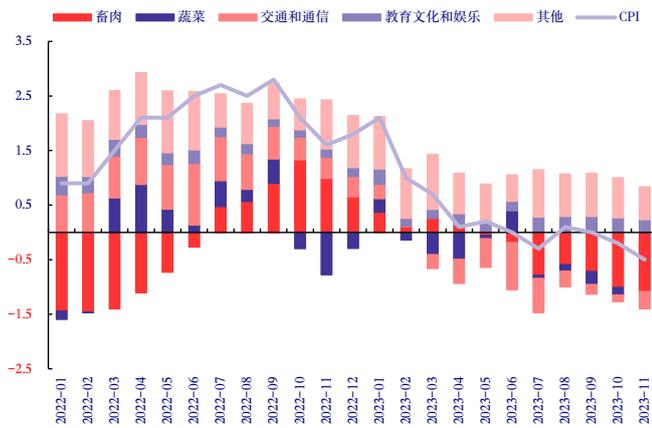
一、猪肉驱动 CPI 的“两分”看法

11 月 CPI 同比下降至-0.5%，自 8 月份 CPI 由负转正后 10 月再次进入负增长区间，且 11 月份跌幅有所扩大。普遍认为，猪肉的贡献是最大的，猪周期再次引领了通胀。这种说法显然高估了现阶段猪肉对于 CPI 的影响，猪肉确实拉动 CPI 同比的下行，但是其他行业对 CPI 上行推动力的减弱也是 CPI 回落的因素之一，同时原油对 CPI 也是负拉动。

一方面，11 月同比数据来看，猪肉对 CPI 的拉低效果最明显，其他行业对 CPI 的向上拉动减弱。畜肉类价格同比下降 31.8%，带动 CPI 下降 1.08 个百分点。受国内油气价格下降影响，交通和通信项同比下降-2.4%，影响 CPI 下降 0.32%。除主要四项商品的其他价格项拉动 CPI 上行 0.6 个百分点，旅游出行主要贡献的教育和娱乐项拉动 CPI 0.21 个百分点，本应该在 11 月份负贡献的鲜菜拉动 CPI 上行 0.02 个百分点。

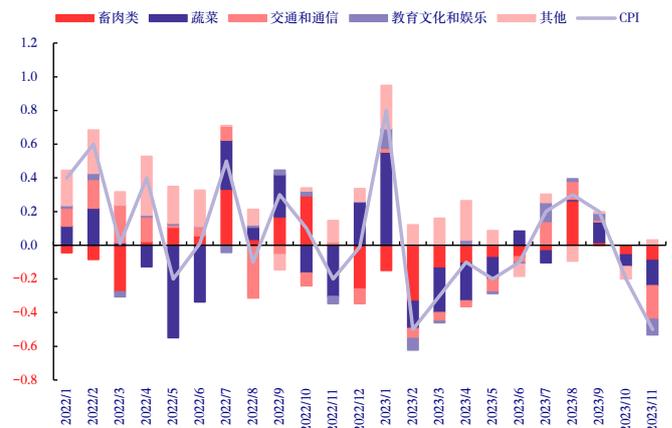
另一方面，从环比来看，猪肉对 CPI 的贡献大大降低了。11 月 CPI 环比下行主要由四部分构成：（1）猪肉下降 3%，畜肉拉低 CPI 约 0.09%；（2）鲜菜下降 4.1%，拉低 CPI 约 0.15%；（3）交通和通信项下跌 1.4%，带动 CPI 下行 0.2%；（4）教育和娱乐项下降 0.9%，影响 CPI 约 0.09%。此外，其它商品上行 0.6%，拉高 CPI 环比 0.03%。

图 1：CPI 同比连续两个月转负下探（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：CPI 环比受油价和鲜菜拖累显著，其它服务项支撑弱（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

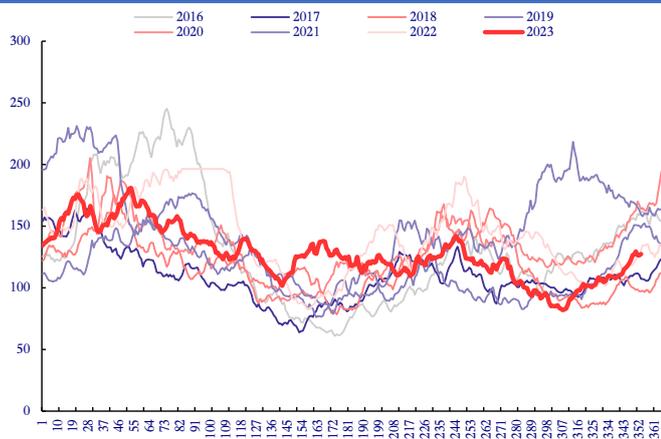
二、商品价格未来的分化

我们分别分析在 11 月拉低 CPI 向下的四项主要因素：猪肉、蔬菜、油气和旅游，这四项分为周期性因素（蔬菜和旅游出行）和非周期性因素（猪肉和油气价格）。周期类因素下行无法持续，非周期价格的弱势会继续。

从周期性因素看，蔬菜和旅游的下行幅度均处于历史的顶部区域，但是仍然没有创出极值，仍然属于正常的波动范围。11 月鲜菜环比-4.1%，略低于过去五年的环比均值-3.62%，我们认为这主要与今年 11 月全国多地高温，南北蔬菜供给充足致使菜价不断走低有关。进入 12 月多地气温明显降低，蔬菜供应将有所缩减，山东寿光蔬菜价格指数已经从 11 月初的 82 历史低点回升至 127，接近过去八年价格中枢水平，后续蔬菜对价格的拖累有望减弱。11 月旅游出行环比下降 5.9%，创过去 10 年同期的最低值，较过去五年的环比均值低 2.5 个百分点。今年旅游价格暑期 7、8 两月份均创过去 10 年同期的环比新高，9-10 月份自然回归，11 月份旅游环比落至低位可能属于前期超高增速的历史均值回归所致。

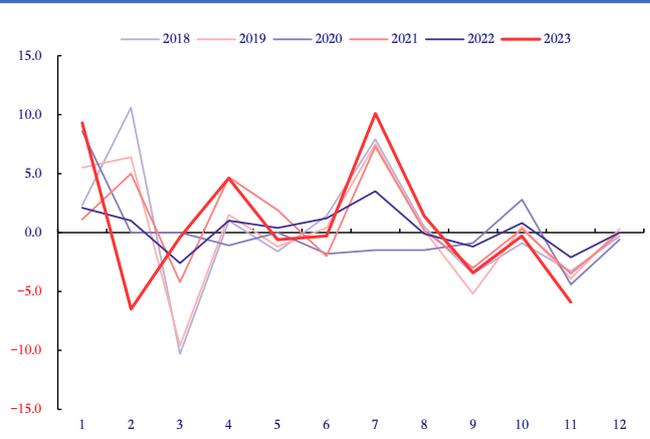
从非周期性因素看，猪肉和原油的下行并不突兀。猪肉仍然处于产能出清阶段 11 月猪肉价格环比-3%，价格持续低迷。当前能繁母猪已经连续 10 个月下降，但能繁母猪存栏量仍处于高位，去化速度较慢。此外，生猪养殖的效率也在提高，这种去化速度的缓慢主要是由于国内猪场养殖规模化程度的提升以及生猪养殖户对亏损经营的较高容忍度，后续短期内预计猪价将继续承压。受国际油价下行影响，11 月汽油价格环比下降 2.7%，为今年以来最大降幅。当前原油市场的供给格局正逐渐发生变化，需求端逐渐占据主导地位。供给端看，产油国整体减产情况不及预期，而需求的持续低迷仍在发酵。11 月 30 日 OPEC+ 召开部长级会议宣布明年一季度将以自愿方式减产，布油价格跌至 79 美元/桶左右，主要源自于市场对于需求的担忧，以及美国石油产量持续创历史新高。

图 3：寿光蔬菜价格指数季节性变动



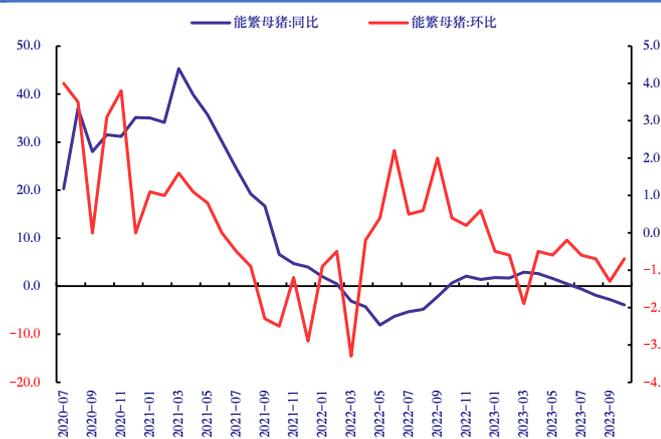
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：旅游价格环比季节性变动（%）



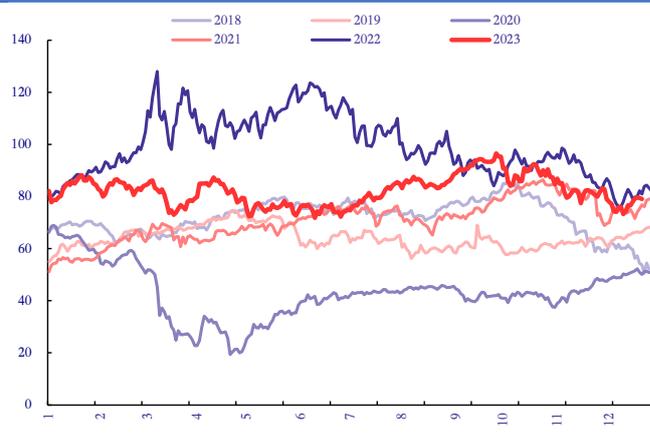
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：能繁母猪存栏数变动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：布伦特原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、什么带来了 CPI 的走低？

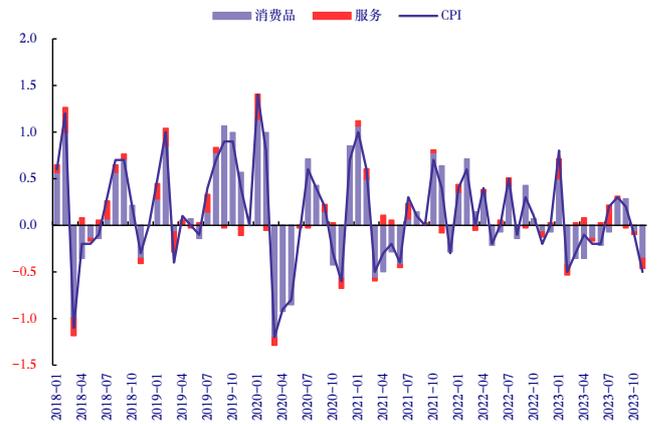
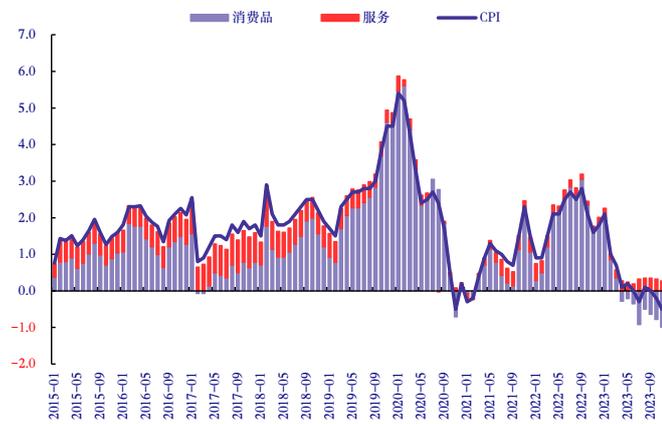
商品价格的下跌会带来通胀的下行，但更根本的因素来看：一是疫情后消费恢复的不力；二是生产持续好于消费从而带来的价格普跌；三是央行的货币始终保持谨慎，货币增速处于合理范围；四是金融资源对房地产行业的分配减少，房价—房租—工资的链条并不顺畅。

首先，疫情后尽管服务业在快速恢复，但是服务价格的上行始终不及预期。11 月服务项同比上涨 1%，对 CPI 上行贡献了 0.27 个百分点。参考疫情前五年时期，2015-2019 年服务项对 CPI 的贡献占比一直较高，有时请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

甚至是主导贡献力量。而进入疫情时期以来，服务项对 CPI 的贡献较此前有所下降，11 月服务价格 1% 的同比增速距离疫情前平均 2.3% 的价格涨幅仍然有差距，服务业价格的低迷成为通胀低迷的主要因素之一，这背后主要与疫情带来的“疤痕效应”，以及居民收入增长受到影响等因素有关。

图 7：商品与服务项同比变动（%）

图 8：商品与服务项环比变动（%）



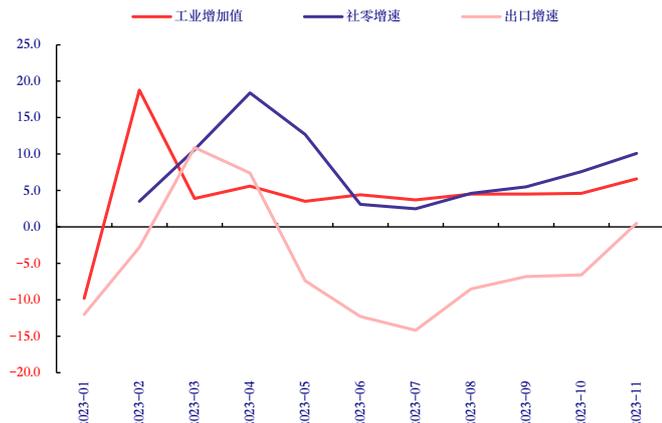
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

其次，疫情后的第一年，供给的恢复远远快于需求，国内需求恢复缓慢叠加了海外需求回落，供需有所失衡。11 月工业增加值环比+0.87%，同比+6.6%，1-11 月累计同比+4.3%。11 月社零当月同比 10.1%，1-11 月份社会零售总额增长 7.2%，整体消费表现略低于预期，两年平均增速下行速度加快。中央经济工作会议所指出“有效需求不足、部分行业产能过剩”，从价格指数来看，二、三季度 GDP 平减指数分别为-1.5%、-1.43%；CPI 自从 4 月以来一直维持在 0% 左右，10 月、11 月分别下降至-0.2%、-0.5%，反映消费品需求不足；PPI 在 6 月到达了-5.4% 的底部，9 月收窄降幅至-2.5%，但 10 月、11 月再次降至-2.6%、-3.0%，反映工业品下游需求不足。

图 9：生产与消费、出口增速（%）

图 10：消费者信心指数

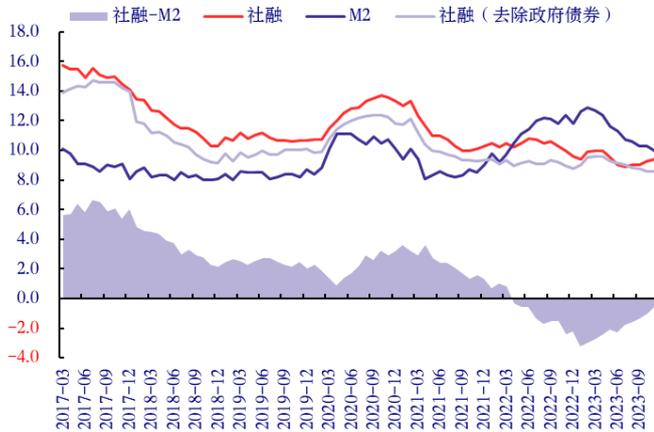


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

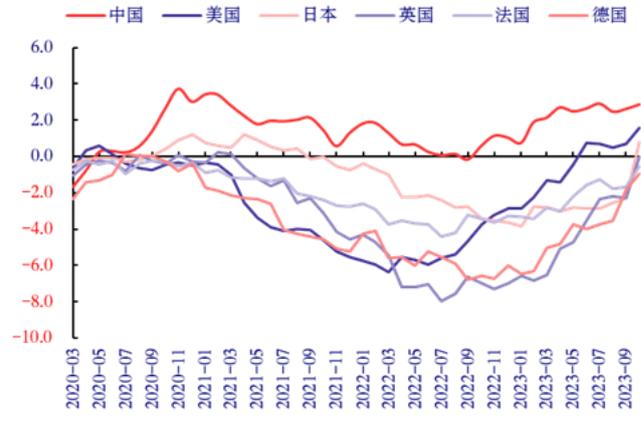
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

再次，央行的货币始终保持谨慎，货币增速处于合理范围，货币大幅释放带动经济上行，同时带动 CPI 上行的路径不成立。2023 年央行的“宽货币”政策目标，由于传导受阻并未实现“宽信用”，而得到“紧信用”的实际效果。而信用创造货币，“紧信用”的现实又反过来作用，使得央行“宽货币”的目标亦没有实现。目标和结果之间的错配，是因为货币政策只能调控货币，而最后是否能实现信用的宽紧则有赖于货币政策传导机制，即经济参与主体的加杠杆意愿和金融体系的配合，而这两个决定货币政策传导的因素在 2023 年都出现

了收缩。紧信用的格局令我国实际利率持续处于较高水平，拖累信用和居民预期改善，使得通胀水平维持在相对低位。

图 11: 2023 年社融增速持续低于 M2 增速 (%)


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 各国实际利率水平 (%)


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

最后，金融资源对房地产行业的分配继续减少，房价—房租—工资的上行链条并不顺畅。房地产开发企业普遍陷入债务风险已经引发了金融及经济运行出现严重梗阻，商业银行主动收缩了对房地产开发企业的融资，事实上形成了房地产金融的紧缩效应。1-11 月房地产开发企业到位资金 11.7 万亿元，同比下降 13.4%。市场需求的疲软使得房价上涨空间逐渐被压缩，房东将面临房价、房租下降带来的房贷压力，租金收益率进一步下降。

四、2024 年通胀低水平运行

综合拉动 CPI 各项因素分析，居民的消费信心仍然处于恢复的过程中，海外需求会略有好转但是不确定性仍然较大，货币政策基调是适度的，房地产 2024 年继续出清，这种情况下，CPI 回升需要较长的时间。2023 年我国 CPI 增长不到 0.5%，预计 2024 年或将稍有好转，但是总水平仍然偏低。即使 2024 年货币政策放松，基建投资上行，M2 有所提升，但是对于需求不足的环境来说，房价、食品价格上涨持续度不足，对 CPI 的贡献度仍然有限。

从周期和非周期的各类商品价格来看，周期类的蔬菜、旅游以及家庭服务等价格随着春节的临近会逐步回升，非周期类价格虽然低迷，但持续下降的空间不大，这也就意味着 2024 年 CPI 会在 1 季度有所抬升。

2024 年食品价格下半年才会有所上行。蔬菜价格较为平稳，总体走势符合季节性特征。猪肉方面价格处于低位，猪肉养殖行业在 2020 和 2021 年两年大幅扩产，使得大型猪场养殖占比上行，产能提升更快，市场供给量偏多。温氏股份在三季度投资者交流会上表示，养猪行业的竞争已经演变成了规模化企业的竞争，行业集中度提升会导致产能去化速度变慢，猪周期会被拉长。猪肉市场仍然处于“资本”竞争阶段，其价格上行可能要等到 2024 年下半年。

综合来看，2024 年从货币到商品供给需求，并没有能拉动价格上行的部门。而房地产行业仍然在转型过程中，商品房销售低迷，商品房价格上行带来通胀走高的可能性更低。2024 年仍然是通胀弱势年份，但是政府支出预计将好于 2023 年，带动 2024 年的通胀水平略高于 2023 年。我们预计 2024 年 CPI 上行在 1% 左右，1 季度处于高位，2 季度处于低点，3、4 季度回升。

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。

许冬石：宏观经济分析师。詹璐：宏观经济分析师。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。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

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn