

## 12月CPI、PPI同比降幅收窄，2024年通胀水平有望温和回升

——2023年12月物价数据点评

王青 李晓峰 冯琳

**事件：**根据国家统计局公布的数据，2023年12月，CPI同比为-0.3%，降幅较上月收窄0.2个百分点；PPI同比下降2.7%，降幅也较上月收窄0.3个百分点。

**基本观点：**12月CPI同比降幅收窄，主要是在上年同期价格基数下沉影响下，当月猪肉和汽油柴油价格同比降幅显著收窄，以及电子行业周期上行，手机等通讯工具价格环比上涨，同比降幅收窄。当月核心CPI同比保持稳定正增长，意味着当前并未形成通缩格局，但低通胀现象值得重视，后期促消费政策空间很大。2023年CPI累计同比增长0.2%，低通胀现象明显，背后一方面源于疫情期间我国货币政策坚持不搞“大水漫灌”——这是当前国内外通胀反差的一个重要原因，另一方面也与2023年疫情“疤痕效应”和房地产低迷导致居民消费信心偏低，消费需求不振，而“猪周期”也处于价格探底阶段，以及原油等国际大宗商品价格大幅下跌向国内传导等因素有关。

PPI方面，12月PPI环比维持跌势，同比跌幅收窄，一方面源于上年同期价格基数走低，同时稳增长政策发力提振下，当月国内主导的大宗商品价格走势涨跌互现、以上涨为主，其中钢铁、水泥、煤炭等主要大宗商品价格均有所回升。不过，12月国际原油价格波动走弱，对国内PPI走势形成一定拖累。全年来看，2023年PPI同比下跌3.0%，明显弱于去年的上涨4.1%。2023年PPI同比出现大幅通缩，主要源于国际原油价格下跌向国内传导，以及房地产投资下滑，带动国内主导的钢铁、煤炭、水泥等大宗商品价格出现较大降幅下跌；同时，消费不振也对生活资料PPI涨幅形成明显拖累。

展望未来，尽管1月CPI同比转正难度较大，但伴随“猪周期”逐步走出底部，居民消费进一步修复，2024年CPI同比中枢有望从2023年0.2%的低位，逐步回升至1.3%左右，通缩风险会进一步弱化。预计2024年宏观调控将进一步重视促消费，以推动“形成消费和投资相互促进的良性循环”，但解决本轮低通胀问题的一个关键仍在于推动房地产行业尽快实现软着陆，进而恢复居民消费信心。预计1月PPI同比将在-2.0%左右，降幅较2023年12月有所收窄，这部分源于上年同期国际大宗商品价格基数变化，同时也与开年稳增长政策发力背景下，国内主导的基础工业品价格上行等因素有关。我们判断，2024年年中前后，PPI同比有望转正，但考虑到当前M1增速仍在底部，而M1增速对PPI有6个月左右的领先，因此，预计PPI同比转正后仍将低位运行。

具体来看：

一、12月CPI同比降幅收窄，符合市场普遍预期，主要原因是上年同期价格基数大幅下沉，带动猪肉价格同比降幅显著缩小，另外，同样受上年同期基数下沉影响，12月国内汽油和柴油价格同比降幅也在收窄，同时受电子行业周期上行、价格回升带动，手机等通讯工具价格同比有所收敛。当月核心CPI同比保持0.6%的稳定正增长，意味着尽管整体CPI连续3个月同比负增长，但当前并未形成通缩格局，而低通胀现象值得高度重视。

12月CPI环比由上月的下降0.5%，转为上涨0.1%，这一方面符合节前消费增加的季节性规律，也与当月气温偏低，对鲜菜、鲜果及水产品价格形成一定拉动效应有关。12月CPI同比降幅收窄0.2个百分点至-0.3%，主要原因有三个：一是上年同期猪肉价格基数大幅下沉，也抵消了当月受出栏增加、消费不足影响，猪肉价格连续三个月小幅环比下跌的影响，带动猪肉价格同比跌幅收窄5.7个百分点，进而推动食品CPI同比降幅收窄0.5个百分点；二是同样受上年同期价格基数下沉影响，尽管12月成品油价格连续两次下调，但当月国内汽油和柴油价格同比降幅也在收窄；三是在电子行业周期上行、价格回升带动下，手机等通讯工具价格同比降幅有所收敛。这带动12月非食品价格同比涨幅较上月扩大0.1个百分点。值得一提的是，12月汽车“价格战”升温，交通工具CPI同比降幅由上月的5.0%扩大至5.4%，其他主要商品和服务价格同比涨幅变化不大。

整体上看，CPI同比连续三个月出现负增长，显示四季度物价水平明显偏低。不过，12月剔除波动较大的食品和能源价格、更能体现基本物价水平的核心CPI同比为0.6%，涨幅与上月持平，而且2023年以来一直保持在0.4%以上的增长区间。这意味着尽管2023年下半年整体CPI同比出现4次负增长，但尚不能说当前国内已形成通缩格局，“低通胀”表述更为准确。事实上，下半年以来CPI多次出现同比负增长，一个重要原因是“猪周期”处于价格探底阶段。可以看到，7月以来猪肉同比跌幅介于-31.8%至-17.9%之间，对CPI影响较大。另外，2023年以来国际原油价格整体上出现大幅下跌，加之上年同期价格基数偏高，也对国内PPI、CPI走势都产生了明显的下拉作用。考虑到当前经济处于复苏向上阶段，广义货币供应量(M2)一直处于两位数较快增长水平，当前不存在物价持续通缩的基础，但低通胀现象确实值得高度重视。

2023年全球高通胀退潮，但物价水平依然明显偏高。与此同时，国内CPI同比意外大幅走低，下半年多个月份出现同比负增长，成为2023年国内外宏观经济最大的差异点。2023年国内物价水平偏低，一方面源于疫情期间我国货币政策坚持不搞“大水漫灌”——这是当前国内外通胀反差的一个重要原因，另一方面，也与2023年疫情“疤痕效应”和房地产低迷导致居民消费信心偏低，消费需求不振，而“猪周期”也处于价格探底阶段，以及原油等国际大宗商品价格大幅下跌向国内传导等因素有关。

展望 2024 年，在疫情“疤痕效应”减弱、“猪周期”转入价格上升阶段，以及国际原油价格有望回稳等因素带动下，CPI 同比中枢有望从 2023 年的 0.3% 回升至 1.3%，通缩风险会进一步弱化。不过，2024 年全球高通胀有望进一步退潮，国内货币政策主基调为“灵活适度”，不会出台强刺激措施，以及房地产行业还可能低位运行一段时间，居民消费需求将继续处于温和状态，这些都意味着 2024 年国内物价涨幅难现大幅反弹。这也将为接下来政策面促消费提供较大空间。我们预计，在 2024 年稳增长政策发力过程中，各部门对促消费将更为重视，特别是财政投入有可能加大，这包括各地更大规模发放消费券和消费补贴等。这在短期内能够推动经济增速向潜在增长水平靠拢，畅通国民经济大循环，长期来看则有助于引导经济增长方式从投资依赖向消费驱动转换，夯实经济高质量发展基础。

**二、12 月 PPI 环比维持跌势，同比跌幅收窄，一方面源于上年同期价格基数走低，同时稳增长政策发力提振下，当月国内主导的大宗商品价格走势涨跌互现、以上涨为主，其中钢铁、水泥、煤炭等主要大宗商品价格均有所回升。不过，12 月国际原油价格波动走弱，对国内 PPI 形成一定拖累。**

2023 年 12 月，PPI 同比下降 2.7%，降幅较上月收窄 0.3 个百分点，这主要源于上年同期基数走低，当月翘尾因素较上月回升 0.5 个百分点至 0.0%。从新涨价动能看，12 月 PPI 环比下跌 0.3%，跌幅与上月持平，拖累新涨价因素较上月下滑 0.2 个百分点至 -2.7%。

12 月 PPI 环比维持跌势，主要原因是国际油价持续走弱，国内成品油价格随之下调。12 月中上旬国际油价继续探底，一度跌破 75 美元/桶，中下旬受红海局势紧张等因素提振有所反弹，但平均水平仍明显低于上月——12 月布伦特原油现货价月均值为 78.1 美元/桶，环比下跌 6.3%。从细分行业来看，当月与原油高度相关的石油开采、石油加工和化工等行业 PPI 环比跌势明显。而从国内主导的大宗商品价格来看，12 月走势涨跌互现、以上涨为主，其中钢铁、水泥、煤炭等主要大宗商品价格均有所回升，这主要受稳增长政策发力带动需求改善提振，同时也与供应趋紧（煤炭）、成本端上涨（钢铁）等因素有关。

分大类看，12 月生产资料 PPI 环比下跌 0.3%，跌幅与上月持平，同比跌幅从上月的 -3.4% 小幅收敛至 -3.3%。其中，环比看，采掘工业和加工工业 PPI 跌幅均有所扩大，原材料工业跌势缓和；同比看，采掘工业和原材料工业 PPI 跌幅收窄，加工工业 PPI 跌幅小幅扩大。12 月生活资料 PPI 环比跌幅较上月小幅收敛 0.1 个百分点至 -0.1%，主要原因是耐用消费品价格环比微涨 0.1%（前值为下跌 0.2%）；当月生活资料 PPI 同比跌幅则持平上月于 -1.2%。整体上，12 月生活资料价格表现仍然偏弱，与核心 CPI 持续低位徘徊相印证，背后是消费需求不足导致下游商品缺乏涨价动力。

全年来看，2023 年 PPI 同比下跌 3.0%，明显弱于去年的上涨 4.1%。2023 年 PPI 同比出现大幅通缩，主要源于国际原油价格下跌向国内传导，以及房地产投资下滑，带动国内主导的钢铁、煤炭、水泥等大宗

商品价格出现较大降幅下跌；同时，消费不振也对生活资料 PPI 涨幅形成明显拖累。

展望 2024 年，由于国际原油价格有望回稳，以及房地产投资降幅收窄对国内主导的大宗商品价格的抑制作用减弱，PPI 同比均值有望回升至 1.0% 左右。其中，预计 1 月 PPI 同比将在 -2.0% 左右，降幅较 2023 年 12 月有所收窄，这部分源于上年同期国际大宗商品价格基数变化，同时也与开年稳增长政策发力背景下，国内主导的基础工业品价格上行等因素有关。我们判断，2024 年年中前后，PPI 同比有望转正，但考虑到当前 M1 增速仍在底部，而 M1 增速对 PPI 有 6 个月左右的领先，因此，预计 PPI 同比转正后仍将低位运行。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有,东方金诚保留一切与此相关的权利,任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料,其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责,东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查,但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性,东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致,并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见,并非是对某种决策的结论或建议;投资者应审慎使用本研究报告,自行对投资行为和投资结果负责,东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用,且该等使用者必须按照授权确定的方式使用,相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告,东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。