

2024年01月12日

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 通胀双升，但回升速度依然相对偏慢

——国内观察：2023年12月通胀数据

## 投资要点

- **事件：**1月12日，统计局发布2023年12月通胀数据。12月，CPI当月同比-0.3%，前值-0.5%；环比0.1%，前值-0.5%。PPI当月同比-2.7%，前值-3.0%；环比-0.3%，前值-0.3%。
- **核心观点：**总的来看，12月CPI、PPI同比降幅均有所收窄，有基数影响上的贡献。往后看，进入2024年后，猪价对CPI的拖累或将进一步减弱以及PPI对CPI的传导可能是两条重要线索。2024年全年CPI及PPI中枢逐步回升是大概率事件，但现阶段恢复的斜率依然偏慢，实际利率水平仍处于历史相对高位。政策上对价格预期目标水平的关注度有所提升，关注后续政策的进一步部署。
- **CPI环比略超季节性，贡献主要来自于食品。**12月CPI环比0.1%，持平于近5年同期均值，但2020年同期0.7%明显拉高了均值，剔除来看12月CPI环比小幅超季节性。12月超季节性的主要贡献来自于食品项，食品环比0.9%（5年均值0.7%），非食品环比-0.1%（5年均值-0.1%）。
- **猪价拖累收窄，鲜菜价格上涨。**猪价受基数走低的影响，同比拖累有所收窄。据农业农村部数据，12月猪肉平均批发价20.21元/公斤，与11月（20.35元/公斤）相比变化幅度不大，但受基数回落影响（33.87降至29.31），CPI中猪价同比的降幅收窄至-26.1%（+5.7pct）。除猪价以外，食品项中超季节性贡献主要来自于鲜菜，环比6.9%高于近5年同期均值的4.3%，据统计局解释主要是受寒潮影响运输，叠加节前消费需求增加影响。
- **元旦假期出行需求增加，服务价格表现较好。**12月消费品价格环比0.1%（近5年同期均值0.14%），结束了连续两月的环比负增长，但略弱于季节性，商品消费表现整体依然不强。服务消费价格环比0.1%（近5年同期均值0.02%），略超季节性，虽然汽油价格下降，但受假期带动，冰雪游火热，出行娱乐需求有所增加，服务价格同比1.0%，表现相对稳定。回顾2023全年来看，一方面居民预防性存款的倾向增加，消费表现整体不强，尤其体现在商品消费上，全年CPI消费品同比-0.3%；但另一方面，受疫情开放后整体出行需求的集中释放，以及线下服务消费场景恢复影响，全年CPI服务同比1.0%，表现要明显强于消费品。
- **核心CPI维持低位。**12月核心CPI同比0.6%，继续持平前值。与整体CPI相比，核心通胀相对稳定，但较疫情前1-2%之间的水平，显然仍是偏低的。PPI仍然持续为负，向CPI传导的动力相对有限。后续核心通胀恢复可能仍由政策推动下投资以及消费需求的恢复斜率决定。
- **PPI环比仍然为负，低基数下同比降幅收窄。**12月PPI环比-0.3%（近5年同期均值-0.32%），基本持平于季节性，连续两个月环比负增长。由于去年同期PPI环比仅-0.5%，低基数推动了PPI同比降幅的收窄。上游能源中原油价格继续回落，煤炭价格维持10月以来的高位。水泥、钢材在冬季消费淡季表现不淡，一方面万亿国债落地实物工作量的形成可能快于市场预期，这与12月建筑业、土木工程PMI走高相验证，另一方面供给也受到环保压力影响。近期，《关于全面推进美丽中国建设的意见》印发，后续高耗能产业新增产能仍可能受限，从供给端或支撑部分大宗商品价格。结合目前政策端来看，总体有利于PPI的进一步回升。
- **风险提示：**政策落地不及预期，海外金融市场风险。

## 正文目录

1. CPI 环比略超季节性，贡献主要来自于食品 .....	4
2. PPI 环比仍然为负，低基数下同比降幅收窄 .....	5
3. 核心观点 .....	6
4. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1 CPI 当月同比, %.....	4
图 2 CPI 环比季节性规律, % .....	4
图 3 CPI 消费品价格环比季节性规律, %.....	5
图 4 22 省市生猪价格周平均, 元/千克 .....	5
图 5 核心 CPI 当月同比, %.....	5
图 6 核心 CPI 环比季节性规律, % .....	5
图 7 PPI 当月同比, % .....	5
图 8 PPI 生产和生活资料类同比, % .....	5
图 9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比, %.....	6
图 10 PPI 采掘、原料、加工环比, % .....	6

**事件：**1月12日，统计局发布2023年12月通胀数据。12月，CPI当月同比-0.3%，前值-0.5%；环比0.1%，前值-0.5%。PPI当月同比-2.7%，前值-3.0%；环比-0.3%，前值-0.3%。

## 1.CPI 环比略超季节性，贡献主要来自于食品

CPI 环比略超季节性，贡献主要来自于食品。12月CPI环比0.1%，持平于近5年同期均值，但2020年同期0.7%明显拉高了均值，剔除来看12月CPI环比小幅超季节性。12月超季节性的主要贡献来自于食品项，食品环比0.9%（5年均值0.7%），非食品环比-0.1%（5年均值-0.1%）。

猪价拖累收窄，鲜菜价格上涨。猪价受基数走低的影响，同比拖累有所收窄。据农业农村部数据，12月猪肉平均批发价20.21元/公斤，与11月（20.35元/公斤）相比变化幅度不大，但受基数回落影响（33.87降至29.31），CPI中猪价同比的降幅收窄至-26.1%（+5.7pct）。除猪价以外，食品项中超季节性贡献主要来自于鲜菜，环比6.9%高于近5年同期均值的4.3%，据统计局解释主要是受寒潮影响运输，叠加节前消费需求增加影响。

元旦假期出行需求增加，服务价格表现较好。12月消费品价格环比0.1%（近5年同期均值0.14%），结束了连续两月的环比负增长，但略弱于季节性，商品消费表现整体依然不强。服务消费价格环比0.1%（近5年同期均值0.02%），略超季节性，虽然汽油价格下降，但受假期带动，冰雪游火热，出行娱乐需求有所增加，服务价格同比1.0%，表现相对稳定。回顾2023全年来看，一方面居民预防性存款的倾向增加，消费表现整体不强，尤其体现在商品消费上，全年CPI消费品同比-0.3%；但另一方面，受疫情开放后整体出行需求的集中释放，以及线下服务消费场景恢复影响，全年CPI服务同比1.0%，表现要明显强于消费品。

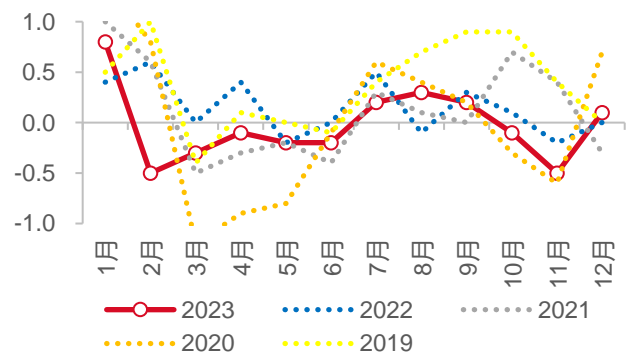
核心CPI维持低位。12月核心CPI同比0.6%，继续持平前值。与整体CPI相比，核心通胀相对稳定，但较疫情前1-2%之间的水平，显然仍是偏低的。PPI仍然持续为负，向CPI传导的动力相对有限。后续核心通胀恢复可能仍由政策推动下投资以及消费需求的恢复斜率决定。

图1 CPI 当月同比，%



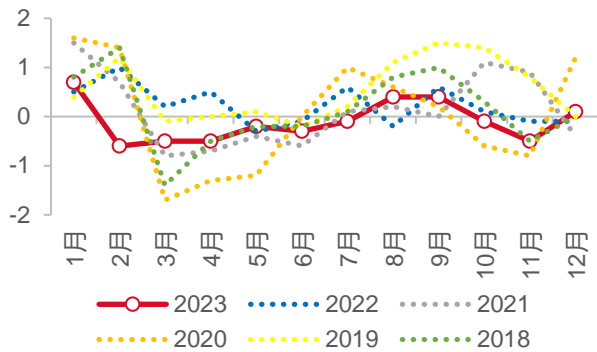
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 CPI 消费品价格环比季节性规律, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 22省市生猪价格周平均, 元/千克



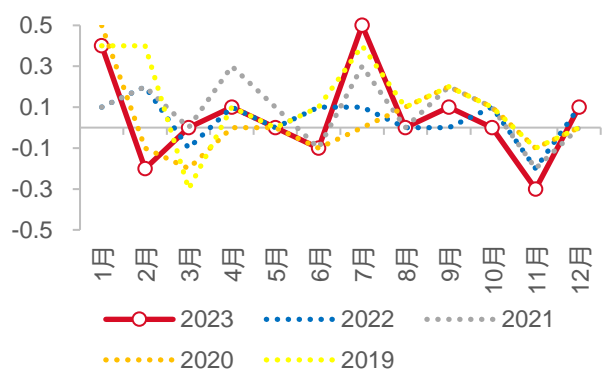
资料来源：农业农村部，东海证券研究所

图5 核心CPI 当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 核心CPI 环比季节性规律, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 2.PPI 环比仍然为负，低基数下同比降幅收窄

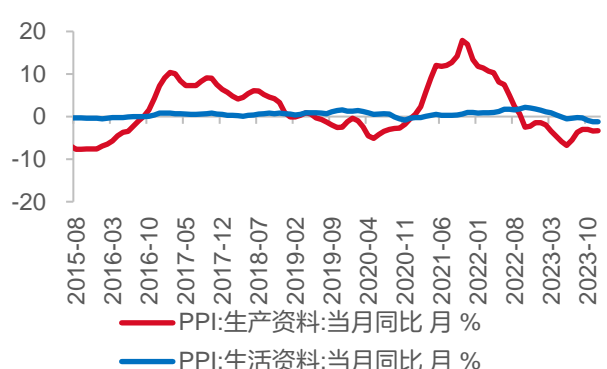
PPI 环比仍然为负，低基数下同比降幅收窄。12月PPI环比-0.3%（近5年同期均值-0.32%），基本持平于季节性，连续两个月环比负增长。由于去年同期PPI环比仅-0.5%，低基数推动了PPI同比降幅的收窄。上游能源中原油价格继续回落，煤炭价格维持10月以来的高位。水泥、钢材在冬季消费淡季表现不淡，一方面万亿国债落地实物工作量的形成可能快于市场预期，这与12月建筑业、土木工程PMI走高相验证，另一方面供给也受到环保压力影响。近期，《关于全面推进美丽中国建设的意见》印发，后续高耗能产业新增产能仍可能受限，从供给端或支撑部分大宗商品价格。结合目前政策端来看，总体有利于PPI的进一步回升。

图7 PPI 当月同比, %



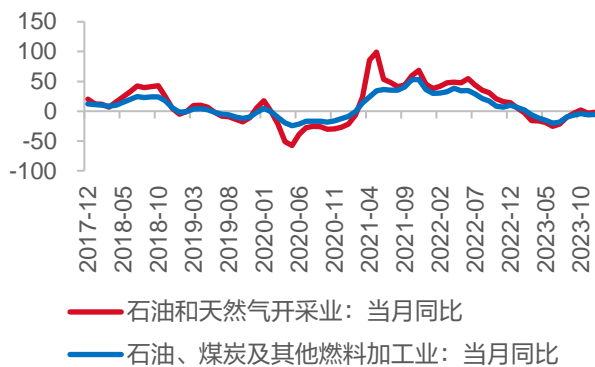
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 PPI 生产和生活资料类同比, %



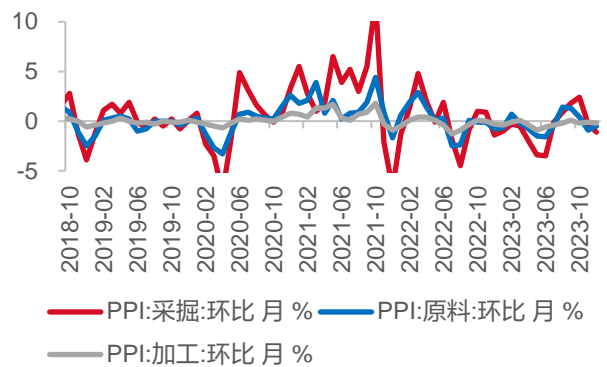
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 PPI 采掘、原料、加工环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 3.核心观点

总的来看，12月CPI、PPI同比降幅均有所收窄，有基数影响上的贡献。往后看，进入2024年后，猪价对CPI的拖累或将进一步减弱以及PPI对CPI的传导可能是两条重要线索。2024年全年CPI及PPI中枢逐步回升是大概率事件，但现阶段恢复的斜率依然偏慢，实际利率水平仍处于历史相对高位。政策上对价格预期目标水平的关注度有所提升，关注后续政策的进一步部署。

### 4.风险提示

政策落地不及预期，可能导致市场信心不足，影响经济的修复。

海外金融市场风险，导致全球经济陷入衰退，影响外需。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师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为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089