

# 内需见底了吗？

## 事件点评

### CPI、PPI 点评（2023.12）

#### 投资要点

- ◆ **12月CPI同比-0.3%，跌幅较11月小幅收窄0.2个百分点，受油价下行影响较预期稍弱；核心CPI连续三个月低位稳定，消费内需仍在筑底，缺乏内生复苏动能。**
- ◆ **食品供需平稳，CPI食品环比涨幅符合季节性特征，同比跌幅有所收窄。**12月食品CPI环比0.9%，基本符合我们此前的预期（0.8%）和历史同期均值水平，因去年同期基数较低，同比跌幅收窄0.5个百分点至-3.7%，显示各类食品供需趋于平稳。主要分项中，畜肉类环比-0.6%接近季节性环比水平，显示过去几个月因供给充足而导致的一轮猪肉价格连续下跌过程接近尾声。鲜菜受全国大范围寒潮天气影响，价格环比上涨6.9%，涨幅高于历史均值；而鲜果供给充足价格上涨幅度较小。
- ◆ **核心CPI同比连续第3个月徘徊于0.6%低位水平，显示消费内需持续筑底，在房地产市场持续调整背景下，消费仍缺乏大幅改善的动能。**非食品CPI方面，受国际市场原油价格持续回落的传导效应影响，12月交通工具用燃料价格环比跌幅达到-4.5%，是导致总体CPI跌幅较预期稍大的主要原因。扣除食品和能源的核心CPI同比连续第三个月持平于0.6%的低位水平，大宗商品消费中最大的单一类别交通工具价格同比跌幅再度扩大0.4个百分点至-5.4%，房租环比持平、测算其他服务环比0.1%均与历史同期均值比较接近，12月服务CPI同比持平于1.0%的近半年低位水平，显示元旦假期期间旅游等服务消费并未超季节性走强。总体上，核心通胀的连续低位徘徊充分显示出房地产市场连续调整的背景下，中等收入人群财富效应受损预期转弱，消费意愿不足，因此总体消费内需在大众消费基本于23Q3达到复苏峰值之后，缺乏新的内生改善动能。
- ◆ **油价下行拖累PPI环比再度下跌，煤炭冶金产业链价格稳定。**我国PPI同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者基本可形成国内供需闭环，对PPI影响程度更深，也构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。12月PPI环比-0.3%与11月跌幅相同，同比跌幅受低基数影响小幅收窄0.3个百分点至-2.7%。主要的拖累源于国际油价的连续大幅下跌，12月石油和天然气开采环比跌幅扩大至-6.6%。采暖季煤炭价格保持平稳，钢铁行业经过连续去库存之后价格小幅回升。总体上国内投资需求相对比较稳定，PPI偏弱主要源于国际油价的传导影响。
- ◆ **展望2024年，CPI、PPI能否出现明显改善，很大程度上或将取决于扩张性财政政策能否将改善居民收入预期、促进中等收入群体消费意愿改善作为主要目标。**中央经济工作会议强调财政政策需“适度加力、提质增效”，若今年两会前能见到房价率先在一线城市出现底部企稳的迹象，我们预计2024年将维持3.5%左右的较高预算赤字率水平来实施积极主动的扩张性财政政策，预计将通过更大力度的个税减税等二次分配政策对中等收入人群的收入预期进行支撑，也同时为合理宽松的货币政策打开空间，预计2024年全年将实行100BP幅度的降准操作，同时仍将实施向一年期倾斜的小幅降息操作，1月美联储FOMC会议召开前是下一个降准的时间窗口，预计将降准50BP以满足春节期间的流动性需求。财政货币政策能否双轮驱动、和衷共济，在保证投资需求适度增长的同时促进消费内需改善，将成为2024年CPI和PPI能否持续回升的关键之所在。
- ◆ **风险提示：**内需恢复不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

#### 相关报告

强劲非农提升近期我国降准紧迫性——华金宏观·双循环周报（第39期） 2024.1.6

盘点2023：货币政策——货币专题暨双循环周报·第38期 2023.12.31

用什么政策才能推升PMI？——PMI点评（2023.12） 2023.12.31

油价大跌降低成本，推升工业企业利润——工业企业利润点评（2023.11） 2023.12.27

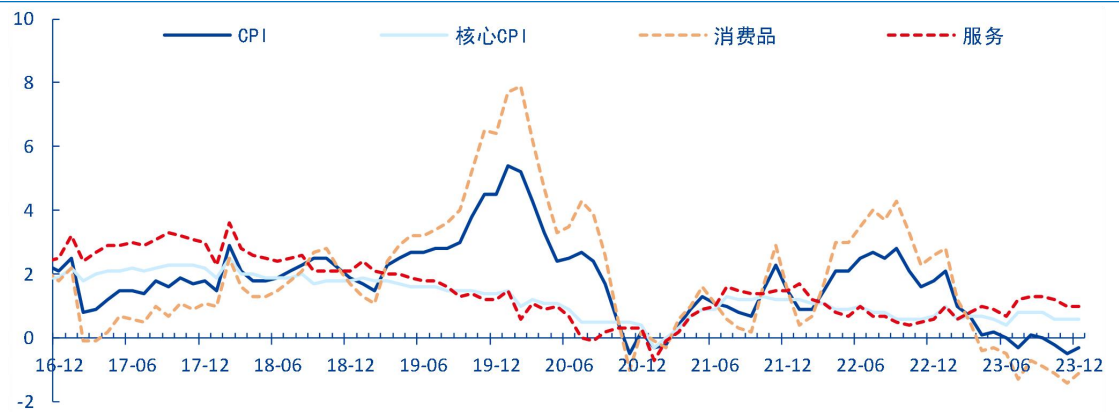
住建部、财政部年度工作会议传递何种信号？——华金宏观·双循环周报（第37期） 2023.12.23



一、12月CPI受猪肉价格持续下降影响未能扭转同比下滑趋势，但鲜菜鲜果价格上涨，加之节前消费需求小幅增加共同带动环比转正，核心CPI连续三个月低位稳定，消费内需仍在筑底，缺乏内生复苏动能。

12月全国大范围出现寒潮天气造成鲜菜鲜果价格大幅上涨，加之节前消费需求有一定增加，共同带动CPI环比转正，但在猪肉价格持续下降的影响下并未扭转同比下滑的趋势，12月CPI同比跌幅仅收窄0.2个百分点至-0.3%，低于我们此前的预期，主要受到油价下行的影响；扣除食品和燃料的核心CPI同比连续三个月保持了0.6%的较为稳定的增速。国际原油价格继续下行，加之国内煤炭保供持续进行，12月PPI同比跌幅仅收窄0.3个百分点至-2.7%。

图1: CPI、核心CPI、消费品与服务CPI同比(%)

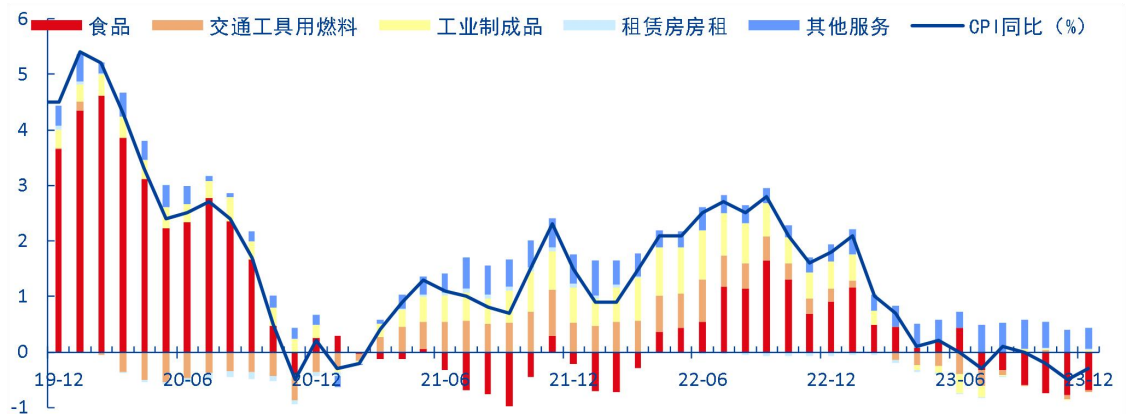


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

二、食品供需平稳，CPI食品环比涨幅符合季节性特征，同比跌幅有所收窄。

12月食品CPI环比0.9%，基本符合我们此前的预期(0.8%)和历史均值水平，因去年同期基数较低，同比跌幅收窄0.5个百分点至-3.7%，显示各类食品供需趋于平稳。主要分项中，畜肉类环比-0.6%接近季节性环比水平，显示过去几个月因供给充足而导致的一轮猪肉价格连续下跌过程接近尾声。鲜菜受全国大范围寒潮天气影响，价格环比上涨6.9%，涨幅高于历史均值；而鲜果供给充足价格上涨幅度较小。

图2: CPI同比及结构贡献(%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、核心 CPI 同比连续第 3 个月徘徊于 0.6% 低位水平，显示消费内需持续筑底，在房地产市场持续调整背景下，消费仍缺乏大幅改善的动能。非食品 CPI 方面，受国际市场原油价格持续回落的传导效应影响，12 月交通工具用燃料价格环比跌幅达到 -4.5%，是导致总体 CPI 跌幅较预期稍大的主要原因。扣除食品和能源的核心 CPI 同比连续第三个月持平于 0.6% 的低位水平，大宗商品消费中最大的单一类别交通工具价格同比跌幅再度扩大 0.4 个百分点至 -5.4%，房租环比持平、测算其他服务环比 0.1% 均与历史同期均值比较接近，12 月服务 CPI 同比持平于 1.0% 的近半年低位水平，显示元旦假期期间旅游等服务消费并未超季节性走强。总体上，核心通胀的连续低位徘徊充分显示出房地产市场连续调整的背景下，中等收入人群财富效应受损预期转弱，消费意愿不足，因此总体消费内需在大众消费基本于 23Q3 达到复苏峰值之后，缺乏新的内生改善动能。

图 3: CPI 消费品、交通工具、交通工具用燃料同比 (%)

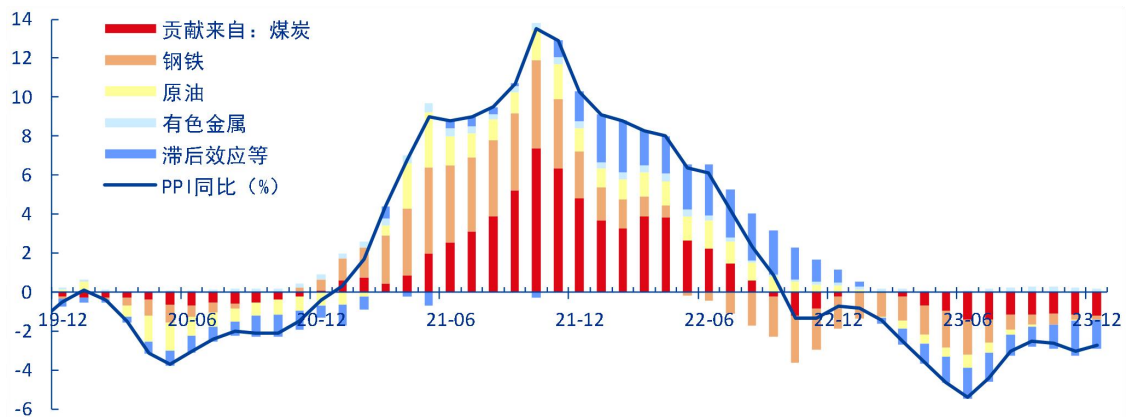


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

#### 四、油价下行拖累 PPI 环比再度下跌，煤炭冶金产业链价格稳定。

我国 PPI 同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者基本可形成国内供需闭环，对 PPI 影响程度更深，也构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。12 月 PPI 环比 -0.3% 与 11 月跌幅相同，同比跌幅受低基数影响小幅收窄 0.3 个百分点至 -2.7%。主要的拖累源于国际油价的连续大幅下跌，12 月石油和天然气开采环比跌幅扩大至 -6.6%。采暖季煤炭价格保持平稳，钢铁行业经过连续去库存之后价格小幅回升。总体上国内投资需求相对比较稳定，PPI 偏弱主要源于国际油价的传导影响。

图 4: PPI 同比及结构贡献 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

**五、展望 2024 年，CPI、PPI 能否出现明显改善，很大程度上或将取决于扩张性财政政策能否将改善居民收入预期、促进中等收入群体消费意愿改善作为主要目标。**

中央经济工作会议强调财政政策需“适度加力、提质增效”，若今年两会前能见到房价率先在一线城市出现底部企稳的迹象，我们预计 2024 年将维持 3.5% 左右的较高预算赤字率水平来实施积极主动的扩张性财政政策，预计将通过更大力度的个税减税等二次分配政策对中等收入人群的收入预期进行支撑，也同时为合理宽松的货币政策打开空间，预计 2024 年全年将实行 100BP 幅度的降准操作，同时仍将实施向一年期倾斜的小幅降息操作，1 月美联储 FOMC 会议召开前是下一个降准的时间窗口，预计将降准 50BP 以满足春节期间的流动性需求。财政货币政策能否双轮驱动、和衷共济，在保证投资需求适度增长的同时促进消费内需改善，将成为 2024 年 CPI 和 PPI 能否持续回升的关键之所在。

**风险提示：**内需恢复不及预期风险。

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)