



研究所

分析师:梁伟超  
SAC 登记编号:S1340523070001  
Email:liangweichao@cnpsec.com  
分析师:崔超  
SAC 登记编号:S1340523120001  
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《生产延续下行，房地产边际改善——高频数据跟踪 20240102》 -  
2024.01.02

固收点评

关注年初改善边际  
——12月物价解读 20240112

● 主要数据

12月CPI同比-0.3%，前值-0.5%，预期（Wind一致预期，下同）-0.3%，环比0.1%；PPI同比-2.7%，前值-3.0%，预期-2.6%，环比-0.3%。

● 核心观点

12月物价边际回升符合季节性规律，环比增速与2018-2022年均值接近，需求仍然延续弱改善态势。12月CPI环比回升，主要受天气、节假日和低基数三因素共同作用；PPI环比降幅与上月持平，国际油价下降、部分工业品需求不足是主要制约因素。从高频数据上看，1月初CPI回升面临一定压力，但随着春节假期临近，猪肉价格预计小幅回升，非食品项中旅游、出行、娱乐等也将季节性涨价，全月CPI环比将迎来季节性改善；PPI环比季节性下行概率较大。

● CPI降幅收窄，环比改善趋势预计延续

12月CPI走势符合季节性规律，主要原因包括：一是雨雪寒潮天气影响鲜活农产品生产储运，叠加元旦节前消费需求增加，鲜菜、鲜果及水产品价格上涨；二是元旦假期出行、娱乐和家庭服务需求增加，相关产品和服务价格涨幅较大；三是上月环比增速-0.5%，基数偏低。同比看，12月猪肉价格同比降幅较上月收窄5.7pct，但仍是带动CPI同比下降的主要因素。12月CPI延续了弱改善的趋势，春节临近预期迎来季节性上涨。分大类项目看，生活用品及服务、食品烟酒涨幅较大，交通通信是主要拖累项。食品项，天气、节前消费分别影响供需两端，推动食品价格环比上涨超季节性；同比仍偏弱。非食品项，出行、娱乐、服务价格环比上涨，汽油价格下降是主要拖累。

● PPI降幅收窄，国际油价下降影响大

PPI环比连续两个月下降，国际油价下降、部分工业品需求不足是主要原因。从季节性走势上看，与2018-2022年五年环比增速持平，走势符合季节性规律。分行业看，一是国际原油价格下降，带动相关产业价格下降，合计影响PPI环比下降约0.18pct，是PPI环比下降的主要拖累项；二是部分工业品需求不足，有色金属相关行业价格整体下降；三是年底基建项目赶工期，施工进度加快建筑材料供给偏紧价格上涨。PPI-CPI剪刀差收窄0.1pct，短期窄幅波动的概率较大，工业企业经营仍面临来自物价方面的压力。

● 风险提示：

政策宽松力度不及预期，流动性超预期收紧，海外经济超预期下行。

## 目录

1 CPI 降幅收窄，环比改善趋势预计延续.....	4
2 PPI 降幅收窄，国际油价下降影响大.....	7
3 展望：CPI 延续回升，PPI 季节性下行 .....	10
4 风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1: CPI 同比降幅收窄 .....	5
图表 2: CPI 环比符合季节性 .....	5
图表 3: 生活用品及服务、食品烟酒环比涨幅较大, 交通通信是主要拖累因素 .....	5
图表 4: 食品价格环比由降转涨, 同比降幅收窄 .....	6
图表 5: 食品价格环比走势强于季节性 .....	6
图表 6: 非食品环比降幅收窄, 同比增速微涨 .....	7
图表 7: 原油价格下降是主要拖累 .....	7
图表 8: PPI 同比降幅收窄, 环比连续两月下降 .....	8
图表 9: PPI 环比增速符合季节性 .....	8
图表 10: 原油相关行业价格降幅较大, 黑色金属相关、燃气生产和供应业价格涨幅较大 .....	9
图表 11: PPI-CPI 剪刀差小幅收窄 .....	10

1月12日，国家统计局发布2023年12月我国CPI和PPI数据。12月CPI同比-0.3%，前值-0.5%，预期（Wind一致预期，下同）-0.3%，环比0.1%；PPI同比-2.7%，前值-3.0%，预期-2.6%，环比-0.3%。

## 1 CPI降幅收窄，环比改善趋势预计延续

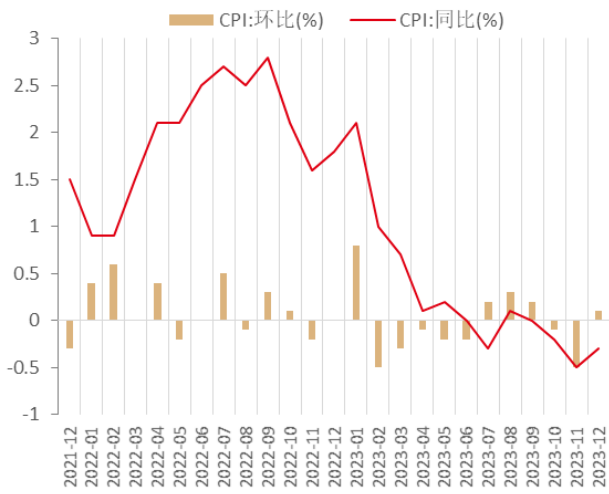
12月CPI同比增速由上月的-0.5%回升至-0.3%，降幅收窄0.2pct，符合市场预期；环比增速由-0.5%升至0.1%，环比由上月的下降转为上升；核心CPI同比增长0.6%，与上月持平，环比由上月的-0.3%转为0.1%。

环比看，12月CPI走势符合季节性规律。环比0.1%的增速略高于2018-2022年五年同期CPI环比增速0.08%的均值。环比增速较上月的变动幅度为0.6pct，近十年仅低于2020年，物价边际回升动能较强，主要原因包括：一是雨雪寒潮天气影响鲜活农产品生产储运，叠加元旦节前消费需求增加，鲜菜价格大幅上涨6.9%，鲜果及水产品价格也呈现不同程度上涨；二是元旦假期出行、娱乐和家庭服务需求增加，交通工具租赁费、电影及演出票价格分别上涨4.7%和1.1%，机票价格由上月下降12.4%转为上涨0.4%，家政服务价格上涨0.4%；三是上月环比增速-0.5%，基数偏低。

同比看，12月CPI下降0.3%，猪肉价格是主要拖累因素。12月猪肉价格同比下降26.1%，影响CPI下降约0.43pct，虽然降幅较上月收窄5.7pct，但仍是带动CPI同比下降的主要因素。

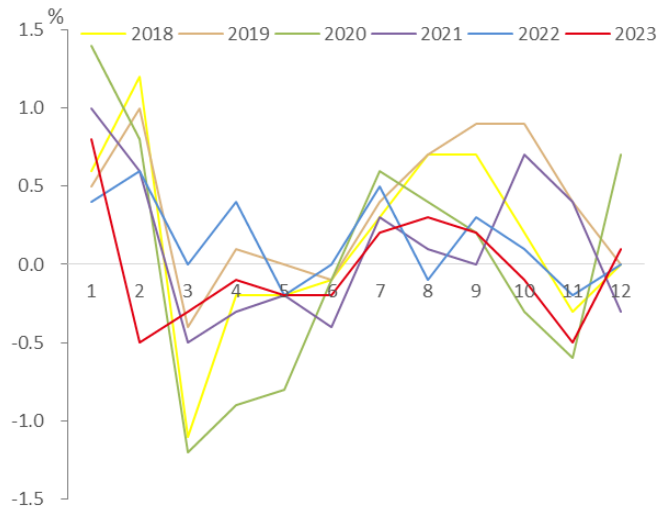
12月CPI边际回升，主要受天气、节假日和低基数三因素共同作用，环比增速与2018-2022年均值接近，符合季节性规律，但内需回升势头不强，而是延续了弱改善的态势。从高频数据上看，1月初原油、猪肉、铜等主要商品价格走低，CPI回升面临一定压力，但随着春节临近，预计猪肉价格小幅回升，非食品项中旅游、出行、娱乐等价格涨幅或超预期，全月CPI环比或将迎来季节性改善。

图表1: CPI 同比降幅收窄



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

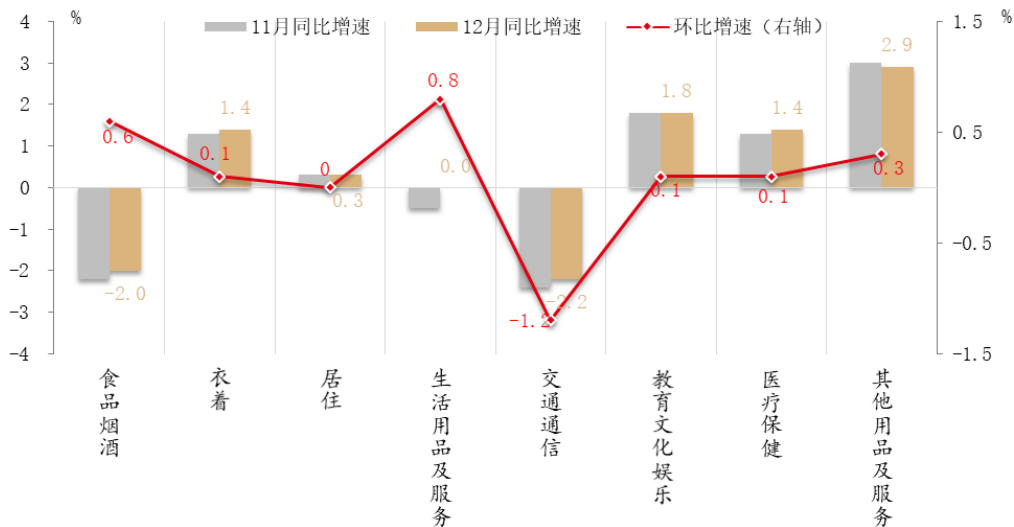
图表2: CPI 环比符合季节性



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

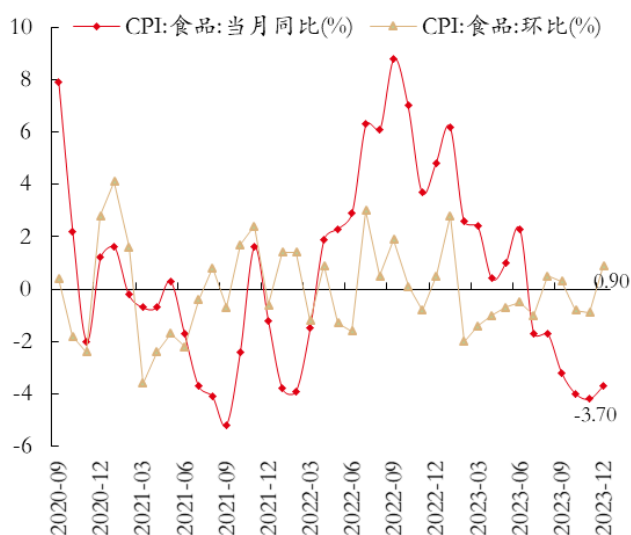
分大类项目看, 环比整体改善, 生活用品及服务、食品烟酒涨幅较大, 交通通信是主要拖累因素。环比看, 八大类价格环比六涨一平一降。食品烟酒类价格环比上涨 0.6%, 影响 CPI 上涨约 0.18 pct。生活用品及服务环比上涨 0.8%, 是环比涨幅最大的分项。其他用品及服务环比上涨 0.3%。交通通信环比下降 1.2%, 是环比唯一下降的分项和主要拖累因素。同比上看, 八大类价格五涨一平两降。食品烟酒价格同比-2.0%, 影响 CPI 下降约 0.57 pct。其他用品及服务、教育文化娱乐、医疗保健、衣着、居住价格分别+2.9%、+1.8%、+1.4%、+1.4%和+0.3%。交通通信同比下降 2.2%, 是降幅最大的分项。生活用品及服务价格同比持平。

图表3: 生活用品及服务、食品烟酒环比涨幅较大, 交通通信是主要拖累因素

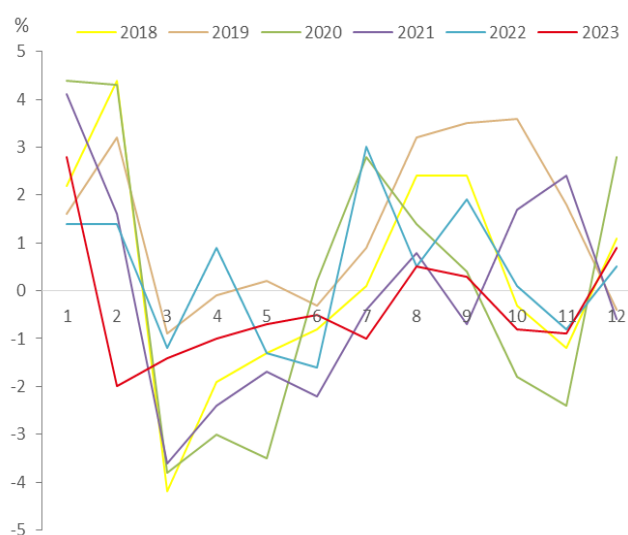


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

从食品项来看，天气、节前消费分别影响供需两端，推动食品价格环比上涨超季节性，同比仍偏弱。环比上看，12月食品价格环比增长0.9%，环比由降转增，较上月提升1.8 pct，影响CPI上涨约0.17 pct；且较2018-2022年五年0.68%的均值高0.22 pct，环比季节性偏强。食品项价格走强主要受两点因素影响，一是雨雪寒潮天气影响鲜活农产品生产储运，供给偏紧；二是临近元旦节假日，需求增加。受此影响，鲜菜、鲜果及水产品价格分别上涨6.9%、1.7%和0.9%，分别影响CPI上涨约0.14 pct、0.03 pct、0.02 pct，合计影响CPI上涨约0.19 pct。畜肉价格下降0.6%，影响CPI下降约0.02 pct，其中猪肉价格下降约1.0%，影响CPI下降约0.01 pct。从高频数据上看，1月初猪肉价格有所回落，但随着春节临近，需求有望回升并带动猪肉价格小幅上涨。同比上看，食品价格同比-3.7%，降幅较上月收窄0.5 pct。猪肉价格同比-26.1%，降幅虽较上月收窄5.7 pct，但仍影响CPI下降约0.43 pct。畜肉同比-15.9%，影响CPI下降约0.56 pct。蛋类同比-7%，降幅较上月收窄1.8 pct，影响CPI下降约0.05 pct。鲜菜、鲜果、水产品同比分别为+0.5%、-0.3%、-0.6%，分别影响CPI +0.01 pct、-0.01 pct、-0.01 pct，三类商品价格经历环比较高上涨后同比仍偏弱。粮食价格上涨0.4%，影响CPI上涨约0.01 pct。

**图表4：食品价格环比由降转涨，同比降幅收窄**


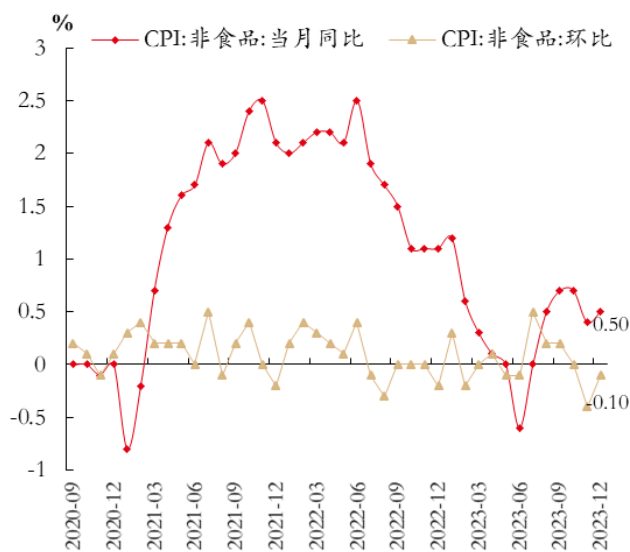
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表5：食品价格环比走势强于季节性**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

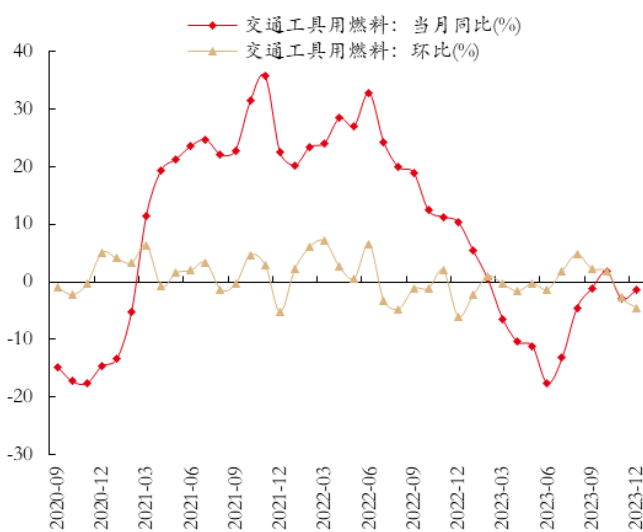
从非食品项上看，出行、娱乐、服务价格环比上涨，汽油价格下降是主要拖累。环比上看，非食品价格环比-0.1%，增速较上月提升 0.3 pct，环比降幅收窄，且与 2018-2022 年五年环比增速均值基本持平。受国际油价持续下行影响，国内汽油价格下降 4.7%，降幅较上月扩大 1.9 pct，影响 CPI 下降约 0.17 pct，是拉低 CPI 环比涨幅最大的分项。元旦假期出行、娱乐和家庭服务需求增加，交通工具租赁费、电影及演出票价格分别上涨 4.7%和 1.1%，机票价格由上月-12.4% 转为+0.4%，家政服务价格上涨 0.4%。购物需求增加叠加促销活动结束，扣除能源的工业消费品价格由上月-0.1%转为+0.3%。同比上看，非食品价格同比+0.5%，较上月升高 0.1 pct，影响 CPI 上涨约 0.38 pct。中药材价格上涨 17.7%，涨幅比上月有所回落；旅游和宾馆住宿价格分别上涨 6.8%和 5.5%，飞机票价格下降 7.3%；燃油和新能源汽车价格分别-6.4%和-5.4%，降幅均有扩大。

图表6：非食品环比降幅收窄，同比增速微涨



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表7：原油价格下降是主要拖累



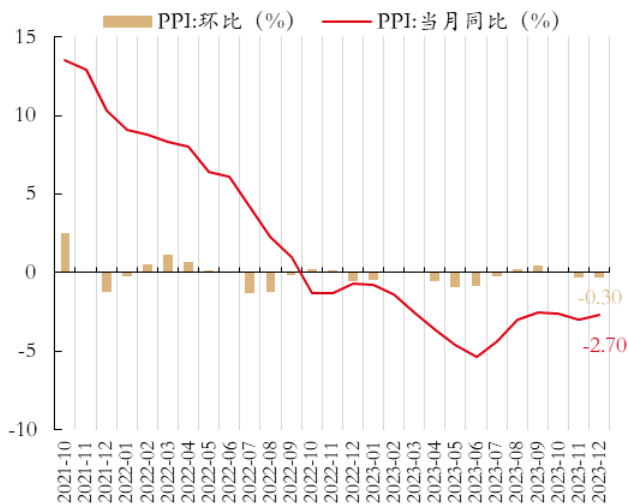
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2 PPI 降幅收窄，国际油价下降影响大

PPI 环比连续两个月下降，国际油价下降、部分工业品需求不足是主要原因。12月 PPI 同比-2.7%，降幅较上月收窄 0.3 pct，略低于预期的-2.6%；环比-0.3%，与上月持平。PPI 环比连续两个月增速为负，主要受国际油价继续下行、部分工业品需求不足等因素影响。生产资料价格-0.3%，降幅与上月相同；生活资料价

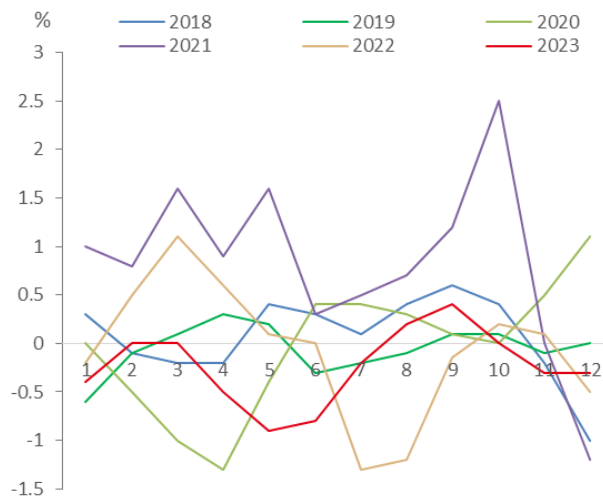
格下降 0.1%，降幅比上月收窄 0.1 pct。从季节性走势上看，与 2018–2022 年五年环比增速持平，走势符合季节性规律。

图表8: PPI 同比降幅收窄, 环比连续两月下降



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表9: PPI 环比增速符合季节性



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

分行业看, 原油产业链价格环比下降是 PPI 环比增速持续为负的主要影响因素。环比看, 一是国际原油价格下降, 带动国内石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比分别-6.6%、-3.0%, 合计影响 PPI 环比下降约 0.18 pct, 是 PPI 环比下降的主要拖累项; 二是部分工业品需求不足, 在有色金属市场上有所体现, 有色金属冶炼和压延加工业价格环比-0.3%, 其中铅冶炼、铝冶炼价格环比分别为-2.1%、-0.5%; 铜冶炼价格受输入性等因素影响+1.4%; 三是年底基建项目赶工期, 施工进度加快建筑材料供给偏紧, 水泥制造价格环比+2.2%, 黑色金属冶炼和压延加工业价格环比+0.8%。此外, 受成本上升等因素影响, 燃气生产和供应业价格上涨 2.3%, 环比涨幅较大。同比看, 黑色、有色金属矿采选业价格同比分别+17.4%和+6.9%, 涨幅较大; 煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、化学原料和化学制品业降幅较大, 同比分别为-16.5%、-7.9%、-6.3%。

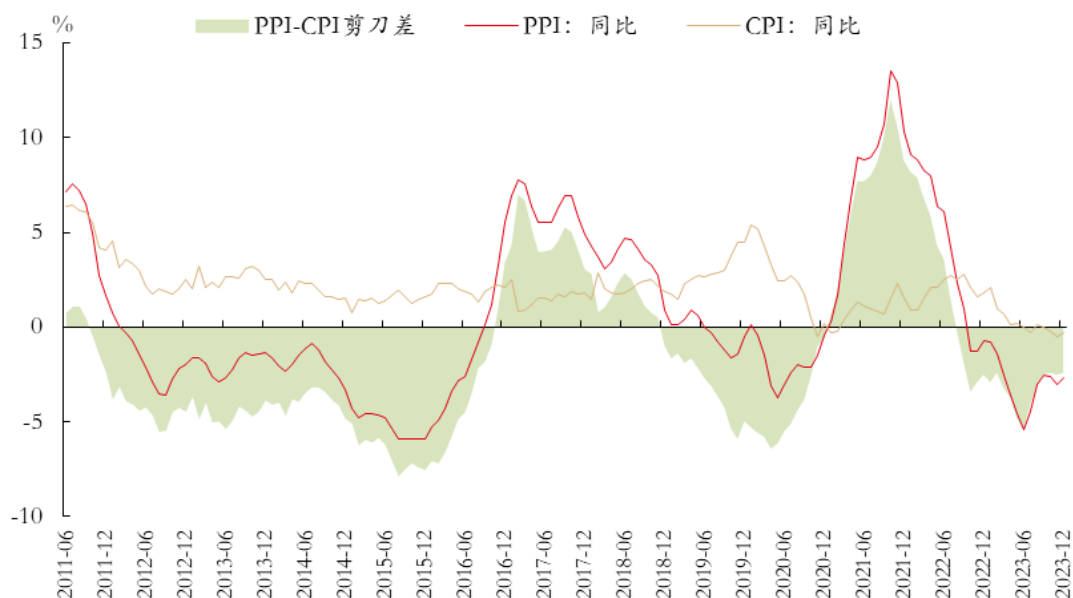


**图表10：原油相关行业价格降幅较大，黑色金属相关、燃气生产和供应业价格涨幅较大**

行业	同比 (%)			环比 (%)		
	2023-12	2023-11	增速变动 (pct)	2023-12	2023-11	增速变动 (pct)
煤炭开采和洗选业	-16.50	-15.80	-0.70	0.00	0.30	-0.30
石油和天然气开采业	-1.60	-3.30	1.70	-6.60	-2.80	-3.80
黑色金属矿采选业	17.40	15.10	2.30	3.20	1.80	1.40
有色金属矿采选业	6.90	8.10	-1.20	0.10	-0.50	0.60
非金属矿采选业	-2.30	-2.10	-0.20	-0.20	0.30	-0.50
农副食品加工业	-4.70	-5.00	0.30	-0.70	-0.80	0.10
食品制造业	-1.10	-1.20	0.10	0.00	0.00	0.00
酒、饮料和精制茶制造业	1.20	1.20	0.00	0.00	0.20	-0.20
烟草制品业	1.30	1.30	0.00	0.00	0.00	0.00
纺织业	-1.60	-1.60	0.00	-0.50	-0.10	-0.40
纺织服装、服饰业	0.40	0.30	0.10	-0.10	-0.20	0.10
木材加工和木竹藤棕草制品业	-1.50	-1.90	0.40	0.20	-0.10	0.30
造纸和纸制品业	-5.80	-5.90	0.10	-0.10	0.30	-0.40
印刷和记录媒介复制业	-0.80	-0.70	-0.10	-0.20	-0.20	0.00
石油、煤炭及其他燃料加工业	-5.80	-6.30	0.50	-3.00	-2.50	-0.50
化学原料和化学制品制造业	-6.30	-6.80	0.50	-0.70	-0.90	0.20
医药制造业	0.10	0.70	-0.60	-0.50	-0.10	-0.40
化学纤维制造业	1.30	0.00	1.30	-0.50	-1.20	0.70
橡胶和塑料制品业	-3.30	-3.20	-0.10	-0.30	0.00	-0.30
非金属矿物制品业	-7.90	-8.20	0.30	0.10	-0.10	0.20
黑色金属冶炼和压延加工业	-1.90	-2.30	0.40	0.80	1.10	-0.30
有色金属冶炼和压延加工业	0.40	1.70	-1.30	-0.30	-0.10	-0.20
金属制品业	-2.20	-2.00	-0.20	-0.20	-0.10	-0.10
通用设备制造业	-0.60	-0.50	-0.10	-0.10	0.00	-0.10
汽车制造业	-1.20	-1.60	0.40	0.20	-0.20	0.40
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.50	-0.50	0.00	0.20	-0.10	0.30
计算机、通信和其他电子设备制造业	-3.90	-3.50	-0.40	-0.60	-0.20	-0.40
电力、热力生产和供应业	-0.90	-1.00	0.10	0.80	-0.70	1.50
燃气生产和供应业	-0.80	-1.50	0.70	2.30	1.40	0.90
水的生产和供应业	1.20	1.10	0.10	0.10	0.20	-0.10

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**PPI-CPI 剪刀差小幅收窄，工业企业经营仍面临来自物价方面的压力。**12月PPI-CPI 剪刀差为-2.4%，上月小幅扩大后收窄0.1 pct，短期窄幅波动的概率较大。12月制造业PMI景气线下继续回落，工业生产景气度下降；制造业主要原材料购进价格荣枯线上上行，出厂价格荣枯线下向下，两项价格指数景气度背离；这也与12月工业生产者购进价格（环比-0.2%，较上月+0.1 pct）与出厂价格（环比-0.3%，与上月持平）相对走势吻合。从物价的角度上看，工业企业经营仍面临来自物价方面的压力。

**图表11：PPI-CPI 剪刀差小幅收窄**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 3 展望：CPI 延续回升，PPI 季节性下行

12月物价边际回升符合季节性规律，环比增速与2018-2022年均值接近，需求仍然延续弱改善态势。12月CPI环比回升，主要受天气、节假日和低基数三因素共同作用；PPI环比降幅与上月持平，国际油价下降、部分工业品需求不足是主要制约因素。从高频数据上看，1月初CPI回升面临一定压力，但随着春节假期临近，猪肉价格预计小幅回升，非食品项中旅游、出行、娱乐等也将季节性涨价，全月CPI环比将迎来季节性改善；PPI环比季节性下行概率较大。

### 4 风险提示

政策宽松力度不及预期，流动性超预期收紧，海外经济超预期下行。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048