

物价低位运行，需求仍待提振

--中国12月CPI、PPI数据

核心要点：

12月CPI同比降幅收窄至-0.3%（前值-0.5%），环比转正上涨0.1%，是历史上较差水平，全年CPI增长0.2%。核心CPI同比增速0.6%，连续三个月持平。12月PPI同比-2.7%，环比下降0.3%，全年下行3%，主要受能源价格下行、部分工业品需求不足等因素影响。

CPI和PPI均符合预期，物价仍然弱势运行。12月份除猪肉（-1%）和原油带动交通工具价格（-4.5%）外，CPI其他部分价格均出现上行。食品的上行仍然偏弱，主要源于猪肉价格的持续下跌，蔬菜价格的上行也并不迅速，考虑到上月-4.1%的较低环比增速，本月环比增速6.9%恢复并不算快。非食品价格中，令人意外的上行来自于家庭生活用品及服务，家用器具价格环比上行0.6%，服务价格环比上行0.2%，这种上行的持续性仍然待观察。

PPI的环比下行主要受到原油价格下跌带动。上游的石油和天然气开采（-6.6%）、中游的石油、煤炭及燃料加工业（-3%）、化学原料和化学制品业、化学纤维制品业价格下行。黑色系产品线价格回升，黑色金属矿（3.2%）、黑色金属冶炼价格走高，下游的汽车（0.2%）、铁路船舶、航空航天设备（0.2%）价格小幅上行，但是相关的煤炭、有色金属及加工、中游设备、下游的金属制品、计算机通信呈现疲弱状态。12月份居民生活用品以下跌为主，仅有耐用消费品行业出厂价格小幅上行，这也对应了CPI中家用器具价格的走高。

12月CPI环比符合预期，后续仍将弱势波动。食品项来看，当前猪肉仍然处于产能出清阶段，去化速度较慢，后续短期内预计猪价将继续承压；蔬菜方面，受季节性因素影响，蔬菜供市量进一步缩减，随着春节临近，菜价需求性上涨。非食品项，当前原油市场由需求主导，而需求的持续低迷仍在发酵。此外，本月家庭生活用品及服务价格上行更有可能是一次性的。

预计1-2月份受到季节性和节日性影响，CPI价格在2月份转正。2024年在需求恢复偏弱、房地产下行、原油偏弱的环境中，CPI仍然低位运行，预计1季度CPI增长0.2%左右，全年增长0.5%-0.8%左右。

12月份PPI符合预期，这种原油下行的带动在2024年1季度有所减弱，翘尾影响快速下行，1季度PPI下行幅度减缓。考虑到财政投入在上半年会形成实物工作量，3月份是生产高峰，年后企业普遍备货和加快生产，预计PPI在2季度末可能转正，2024年下半年保持正增长，全年预计在0.9%左右运行。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：吕雷

风险提示：

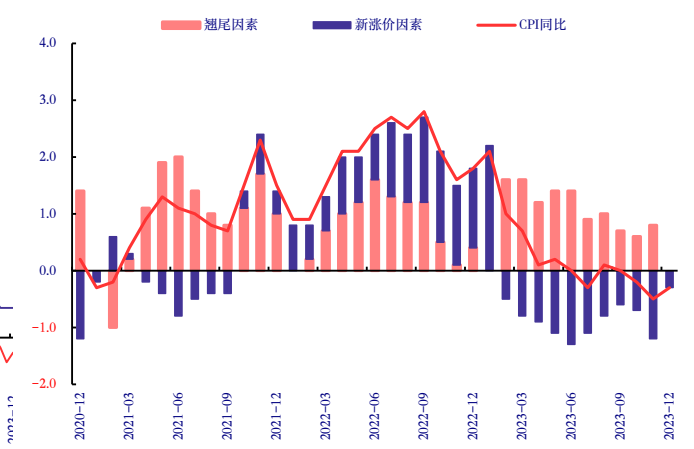
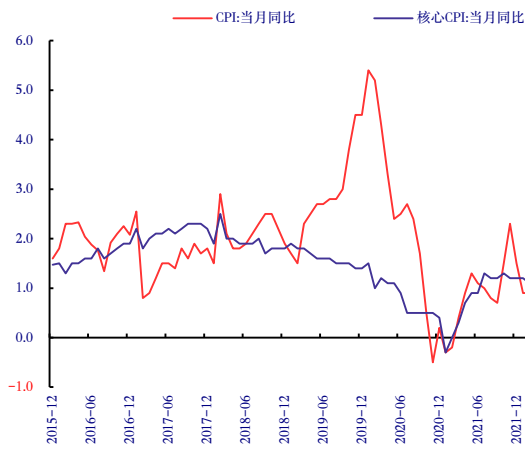
1. 大宗商品大幅下行的风险
2. 房地产持续回落的风险

一、CPI：食品价格改善推动 CPI 环比上行

12 月份 CPI 同比回升，环比改善回正，核心 CPI 维持平稳。12 月 CPI 同比降幅收窄至-0.3%（前值-0.5%），持平 Wind 一致预期。12 月份 CPI 环比转正上行 0.1%，其中食品项价格环比上行 0.9%（前值-0.9%），非食品项价格下行 0.1%（前值-0.4%），食品项价格修复推动 CPI 环比改善转正。核心 CPI 同比增速 0.6%，连续三个月持平。

图 1：CPI 同比回升，核心 CPI 平稳（%）

图 2：CPI 翘尾和新涨价因素（%）



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

12 月份 CPI 环比上涨 0.1%，食品项中鲜菜价格上涨 6.9%，带动 CPI 环比上涨 0.14%；鲜果价格上涨 1.7%，带动 CPI 上涨 0.03%；水产品价格上涨 0.9%，影响 CPI 上涨 0.02%；猪肉价格下降 1.0%，影响 CPI 下降 0.01%。非食品项中，生活用品及服务、其他用品及服务价格分别上涨 0.8%和 0.3%；衣着、教育文化娱乐、医疗保健价格均上涨 0.1%，居住价格持平，交通通信价格下降 1.2%。

第一、食品价格上行但仍偏弱，蔬菜价格拖累减缓。食品价格上行 0.9%但仍处于偏弱区位，主要源于猪肉价格的持续下跌，当前猪肉仍处于产能出清阶段，短期内预计猪价将继续承压拖累 CPI 修复改善。鲜菜价格上行 6.9%，过去五年环比价格均值 4.3%，本月鲜菜价格环比较高主要来自 11 月全国多地高温带来菜价较低位，进入 12 月多地气温明显降低使得蔬菜供应有所缩减。

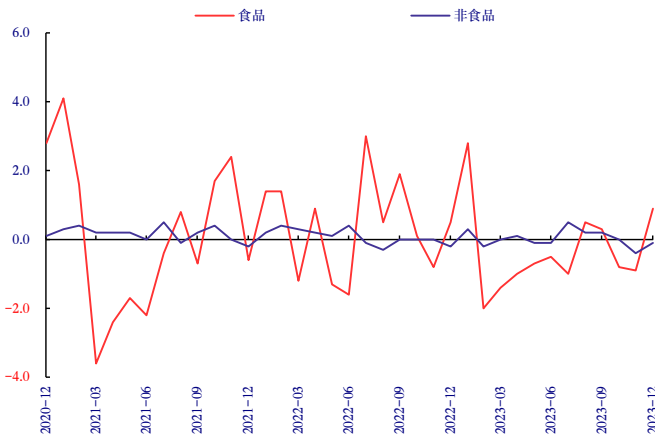
第二、家庭生活用品及服务超预期上行。家用器具价格环比上行 0.6%，过去五年环比均值 0.3%，呈现超季节性上涨，这可能受耐用消费品行业出厂价格小幅上行带动相关，服务价格环比上行 0.2%，家庭支出这种上行的持续性仍有待观察。

第三、通信工具上行，服装、旅游、中药价格基本稳定，交通工具燃料大幅下降。通信工具价格上涨 3.1%。服装价格环比 0.1%，符合季节性上涨波动。旅游价格环比上行 0.1%，过去五年环比均值-0.12%，今年暑期 7、8 两月出行均创过去 10 年同期的环比新高，后续月份有向前期超高增速的历史均值回归的趋势。中药价格同比上涨放缓，环比连续三个月保持稳定低增长。交通工具用燃料价格下行 4.5%，12 月份国际油价波动下行带动了交通工具燃料价格的回

落，需求端持续低迷和供给端减产不及预期将抑制油价的上行空间。其它商品价格基本稳定，其中房租、通信、教育服务价格持平。

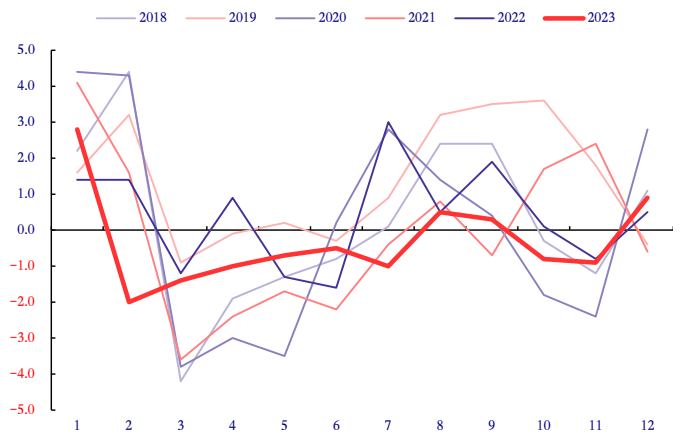
第四、核心价格保持平稳，本月并未变动。12月份核心CPI环比保持平稳，连续三个月持平，整体价格水平稳定。

图 3: CPI 食品与非食品价格变动 (%)



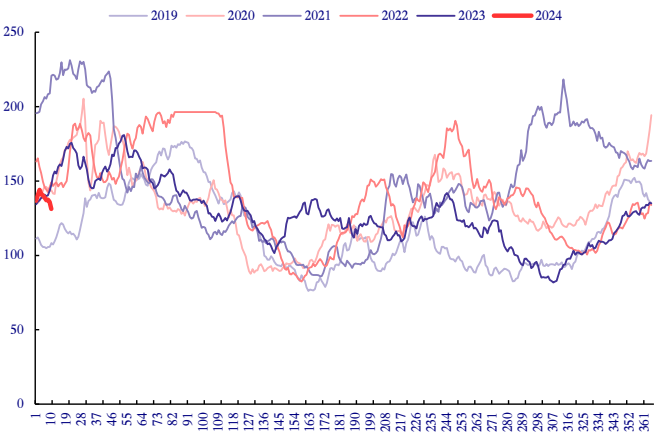
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: 食品项价格季节性变动 (%)



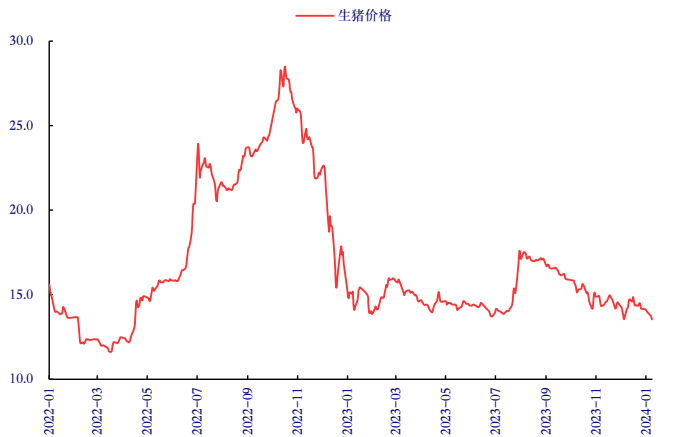
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5: 寿光蔬菜价格季节性变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 全国生猪平均价格 (元/千克)



资料来源: 博亚和讯, 中国银河证券研究院

二、PPI: 上游价格下跌拖累 PPI 弱势复苏

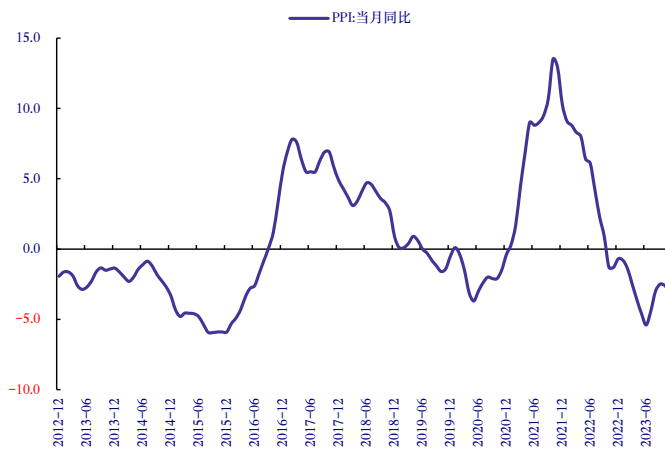
12月份全国工业生产者出厂价格(PPI)同比-2.7%，环比下降0.3%。12月份生产资料价格环比下行0.3%，主要受能源价格下行、部分工业品需求不足等因素影响。生活资料价格小幅走低，居民需求恢复缓慢。

PPI的环比下行主要受到原油价格下跌带动。上游的石油和天然气开采(-6.6%)、中下游的石油、煤炭及燃料加工业(-3%)、化学原料和化学制品业(-0.7%)、化学纤维制品业

(-0.5%) 价格下行；基建项目进度加快，黑色系产品线价格回升，黑色金属矿 (+3.2%)、黑色金属冶炼 (+0.8%) 价格走高；下游的汽车 (+0.2%)、铁路船舶、航空航天设备 (+0.2%) 价格小幅上行，但是相关的煤炭 (0%)、有色金属及加工 (+0.1%)、中游设备、下游的金属制品 (-0.2%)、计算机通信 (-0.6%) 呈现疲弱状态。12 月份居民生活用品以下跌为主，仅有耐用消费品行业出厂价格小幅上行，这也对应了 CPI 中家用器具价格的走高。

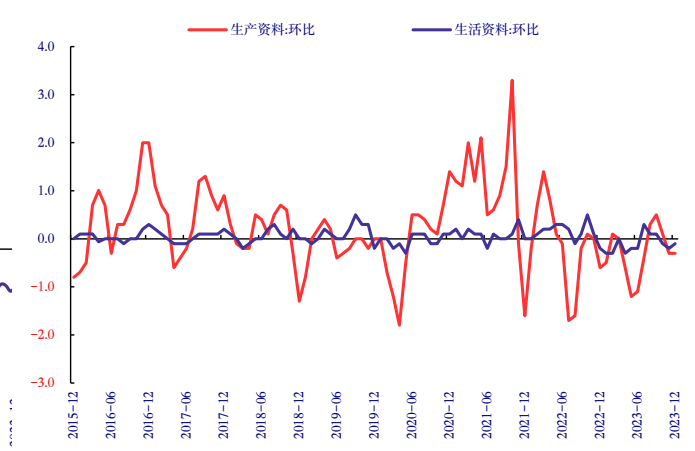
整体来看，去年基数不高，PPI 同比涨幅不及预期，主要涨价因素持续性需要观察。PPI 的全面走高需要内需持续上行和房地产行业的好转带动。

图 7：9 月份 PPI 同比降幅收窄 (%)



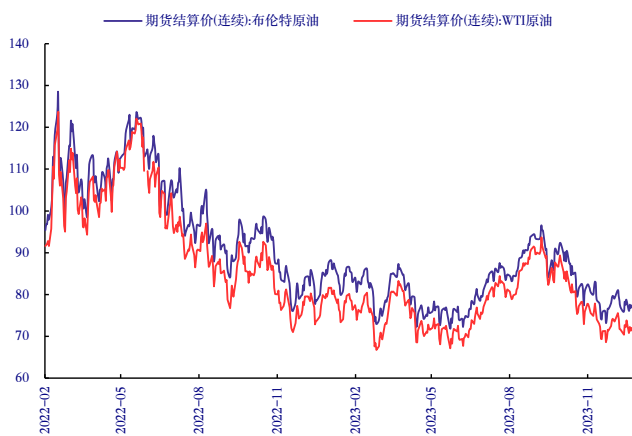
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：PPI 生产资料和生活资料环比变动 (%)



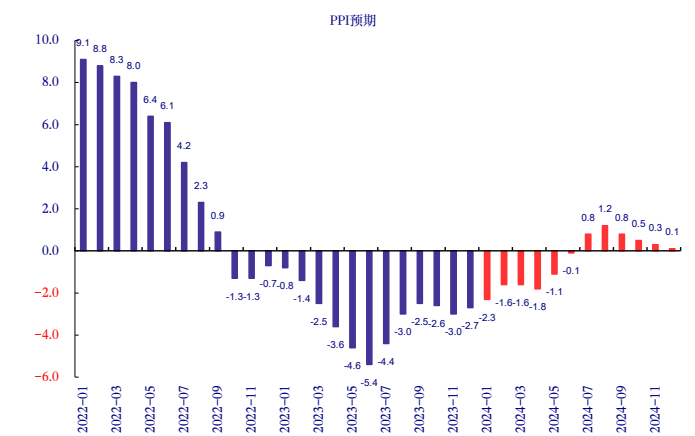
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：原油期货价格 (美元/桶)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：PPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、内需弱复苏，通胀低水平运行

12 月 CPI 环比符合预期，后续仍将弱势波动。食品项来看，当前猪肉仍然处于产能出清阶段，去化速度较慢，后续短期内预计猪价将继续承压；蔬菜方面，受季节性因素影响，蔬菜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。

菜供市量进一步缩减，随着春节临近，菜价需求性上涨。非食品项，当前原油市场由需求主导，而需求的持续低迷仍在发酵。此外，本月家庭生活用品及服务价格上行更有可能是一次性的。

预计 1-2 月份受到季节性和节日性影响，CPI 价格在 2 月份转正。2024 年在需求恢复偏弱、房地产下行、原油偏弱的环境中，CPI 仍然低位运行，预计 1 季度 CPI 增长 0.2%左右，全年增长 0.5%~0.8%左右。

2023 年 PPI 全年下行 3%，回升速度偏缓。房地产行业的疲软、出口的下行使得部分工业产能处于过剩状态。下游行业的疲软使得 PPI 的回升速度偏弱，PPI 上游的价格对下游的传导并不顺畅。

12 月份 PPI 符合预期，这种原油下行的带动在 2024 年 1 季度有所减弱，翘尾影响快速下行，1 季度 PPI 下行幅度减缓。考虑到财政投入在上半年会形成实物工作量，3 月份是生产高峰，年后企业普遍备货和加快生产，预计 PPI 在 2 季度末可能转正，2024 年下半年保持正增长，全年预计在 0.9%左右运行。

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、未来也不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：中国银河证券宏观分析师。

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。除非另有说明，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

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn