

基数效应渐消，通胀平稳收官

12月通胀数据点评

上游代表性价格高基数效应逐渐消退，有利于政策引导通胀环境趋近较温和的常态。

相关研究报告

- 《房贷利率弹性增加》20230108
- 《美债与美国自然利率》20230402
- 《通胀温和或有利于银行修复息差——3月通胀数据点评》20230411
- 《产出修复理想，内需尚有空间——1季度经济数据点评》20230419
- 《债务上限之争重来》20230430
- 《加息已到尾声，危机尚未蔓延》20230504
- 《“可控收缩”是基准情景》20230507
- 《信贷扩张可能迎来拐点》20230514
- 《加息尾声的美元反弹》20230521
- 《美债准备迎接流动性冲击》20230528
- 《国内降息预期转强》20230611
- 《降息之后看社融》20230618
- 《地产政策引发热议》20230625
- 《汇率或处于超调状态》20230702
- 《美国经济“虚火”难降》20230709
- 《利率拐点与货币增速剪刀差》20230716
- 《经济韧性与通胀回落并不矛盾》20230729
- 《关注货币活性下降》20230813
- 《再看M1与利率拐点的关系》20230818
- 《美债遭遇财政货币双重冲击》20230820
- 《货币活性与债券市场》20230908
- 《财政视角下的美债利率》20230924
- 《预算之争与美债利率》20231007
- 《总量相对强劲、财政仍有空间——9月金融数据点评》20231015
- 《美债利率上行遇阻》20231029
- 《如何看待美债利率回落》20231105
- 《中债收益率曲线已较为平坦》20231112
- 《如何看待美债长期利率触顶》20231122
- 《利差收窄与汇率反弹》20231126
- 《联储表态温和、降息预期高涨》20231214
- 《“平坦化”存款降息》20231217

- 2023年通胀平稳收官，核心CPI同比涨幅与前月持平，食品类CPI同比降幅收敛、能源价格对CPI同比涨幅产生微弱的正向影响。
- 通胀平稳收官的一个重要原因是上游代表性商品价格的高基数效应逐步消退。此前猪肉、柴油等上游代表性商品的价格均在2022年11月达到近期高点、12月出现明显下降。接下来一段时间内，通胀环境预计将摆脱前期基数效应剧烈变化的影响。
- 12月食用农产品价格带动食品类CPI价格降幅收敛。农业部猪肉平均批发价降至20元/公斤附近，以盘整为主。猪肉价格在摆脱高基数效应影响后，同比降幅明显收窄。但由于生猪存栏仍在近年来较高水平，且饲料价格稳中有降（至1月初，大中城市玉米批发价已降至2.6元/公斤附近），猪肉价格反弹的动力非常有限。
- 12月PPI同比降幅稍有收敛，继续保证非食品CPI整体涨幅平稳。房租类CPI环比持平，同比涨幅扩大至0.2%，延续企稳态势，显示城镇住房供需可能处于较为平衡的状态。核心CPI环比涨0.1%，同比涨幅与前月持平。
- 12月能源价格对CPI产生微弱的正影响。近期国际油价以震荡为主，对美、欧经济“着陆”的忧虑，以及美国等非OPEC+国家原油产量增加，使原油市场的博弈局面出现变化。1月上旬沙特下调对亚洲、北美等地的石油产品价格，可能反映了从“减产”到“竞价”的竞争策略调整，对油价形成新一轮压力。但同时，中东地缘紧张局势有升级趋势，又不时对能源价格产生扰动，使国际油价难以形成持续的下行趋势。
- 综合来看，从2023年12月开始，国内通胀逐步走出前期基数效应剧烈变动的影响，将有利于政策引导通胀环境逐步趋近较为温和的常态。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354
chengzhe.xiao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

事件：

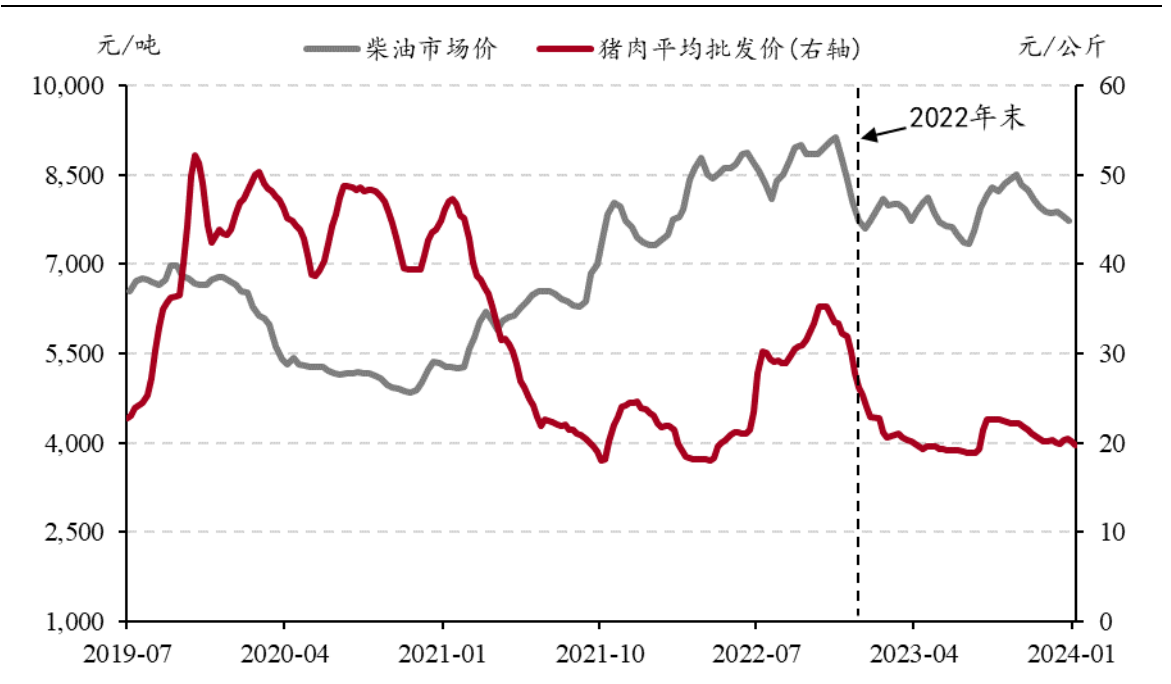
国家统计局2024年1月12日发布2023年12月通胀数据。12月当月，全国居民消费价格指数CPI同比降0.3%，其中，食品价格下降3.7%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格下降1.1%，服务价格上涨1.0%。CPI环比涨0.1%，其中，食品价格涨0.9%，非食品价格降0.1%；消费品价格涨0.1%，服务价格涨0.1%。2024年全年，全国居民消费价格比上年上涨0.2%。全国工业生产者出厂价格指数PPI同比降2.7%，环比降0.3%；工业生产者购进价格同比降3.8%，环比降0.2%。2023年全年，工业生产者出厂价格比上年下降3.0%，工业生产者购进价格下降3.6%。

点评：

2023年通胀平稳收官，12月CPI同比降0.3%、核心CPI同比涨幅与前月持平、食品CPI同比降幅收敛至3.7%、能源价格对CPI同比涨幅产生微弱的正向影响。

通胀平稳收官的一个重要原因是上游代表性商品价格的高基数效应逐步消退。此前，猪肉、柴油等上游代表性商品价格均在2022年11月达到近期高点、12月出现明显下降。因此，接下来一段时间内，通胀环境预计将摆脱前期基数效应剧烈变化的影响。

图表 1. 油价、肉价基数效应分别弱化

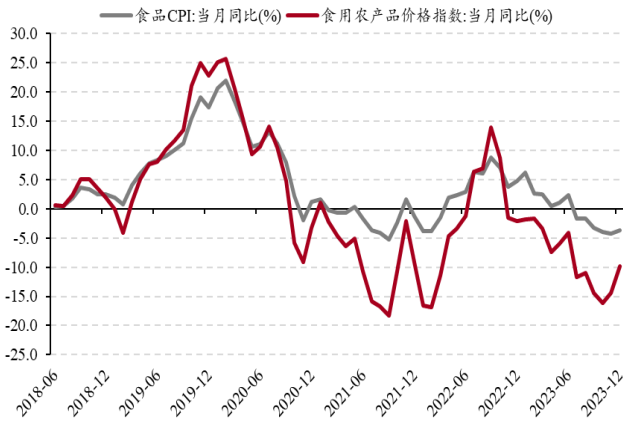


资料来源：iFinD，中银证券

1、食品价格降幅收敛

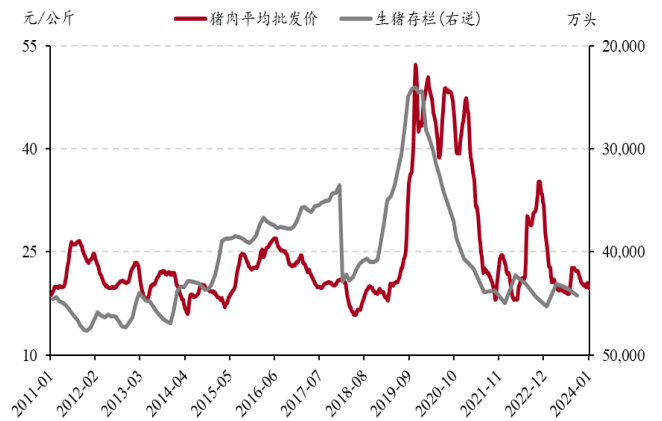
12月食用农产品价格带动食品类CPI价格降幅收敛。农业部猪肉平均批发价降至20元/公斤附近，以盘整为主。猪肉价格在摆脱高基数效应影响后，同比降幅明显收窄。但由于生猪存栏仍在近年来较高水平，且饲料价格稳中有降（至1月初，大中城市玉米批发价已降至2.6元/公斤附近），猪肉价格反弹的动力非常有限。

图表 2. 食品类价格降幅有所收敛



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 猪肉价格与生猪存栏

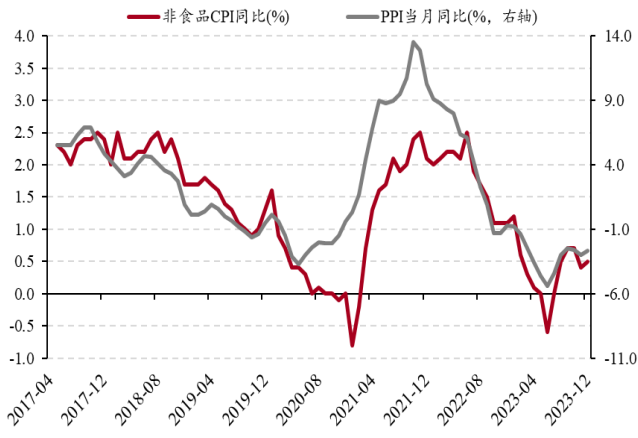


资料来源: Wind, 中银证券

2、核心CPI 趋势保持温和

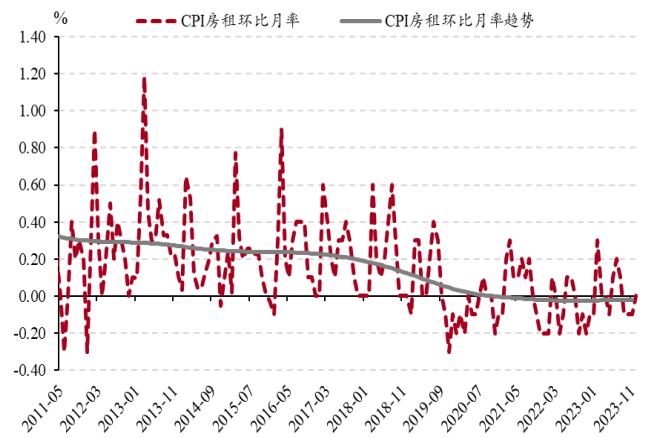
12月PPI同比降幅稍有收敛,继续保证非食品CPI整体涨幅平稳。房租类CPI环比持平,同比涨幅扩大至0.2%,延续企稳态势,显示城镇住房供需可能处于较为平衡的状态。核心CPI环比涨0.1%,同比涨幅与前月持平。

图表 4. PPI 和非食品 CPI 涨幅



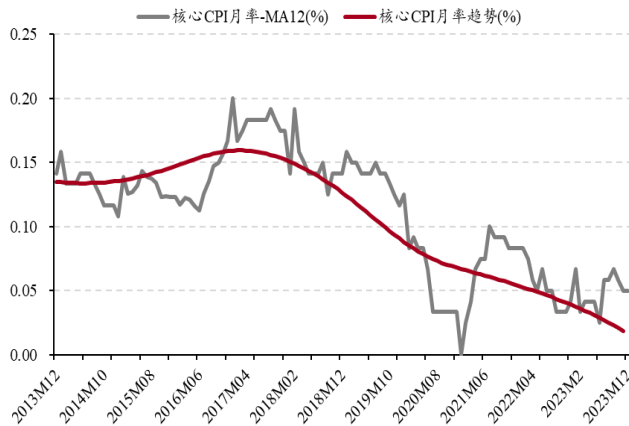
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 5. 房租类 CPI 趋势企稳



资料来源: iFinD, 中银证券。趋势项使用 HP 滤波方法得到。

图表 6. 核心通胀指标保持温和



资料来源: iFinD, 中银证券。核心CPI趋势使用HP滤波方法得到。

3、能源供求格局变化、地缘冲突扰动不断

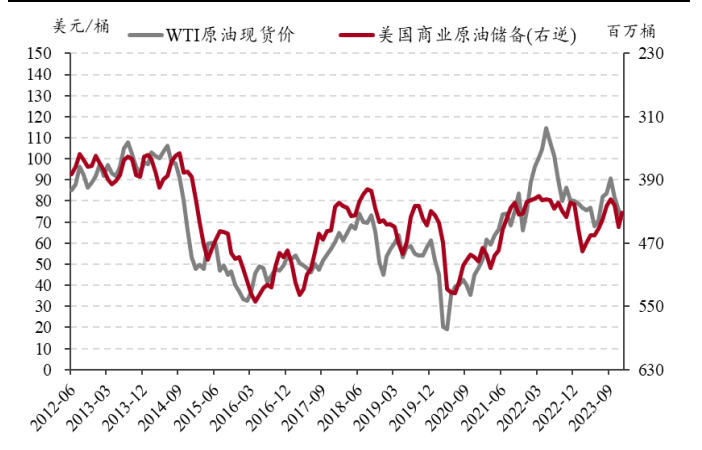
从CPI中剔除核心CPI和食品CPI的影响后，12月能源价格约带动CPI同比上涨0.02个百分点，影响较为微弱。近期国际油价以震荡为主，WTI原油现货价虽然一度跌破70美元/桶关口，但主要波动区间保持在70-75美元/桶，美国商业原油库存变动相对稳定，累库现象不明显，反映实体需求尚未实质性转弱。但对2024年美、欧经济“着陆”的忧虑仍对油价形成压力。

图表 7. 能源价格对 CPI 同比涨幅产生正影响



资料来源: iFinD, 中银证券

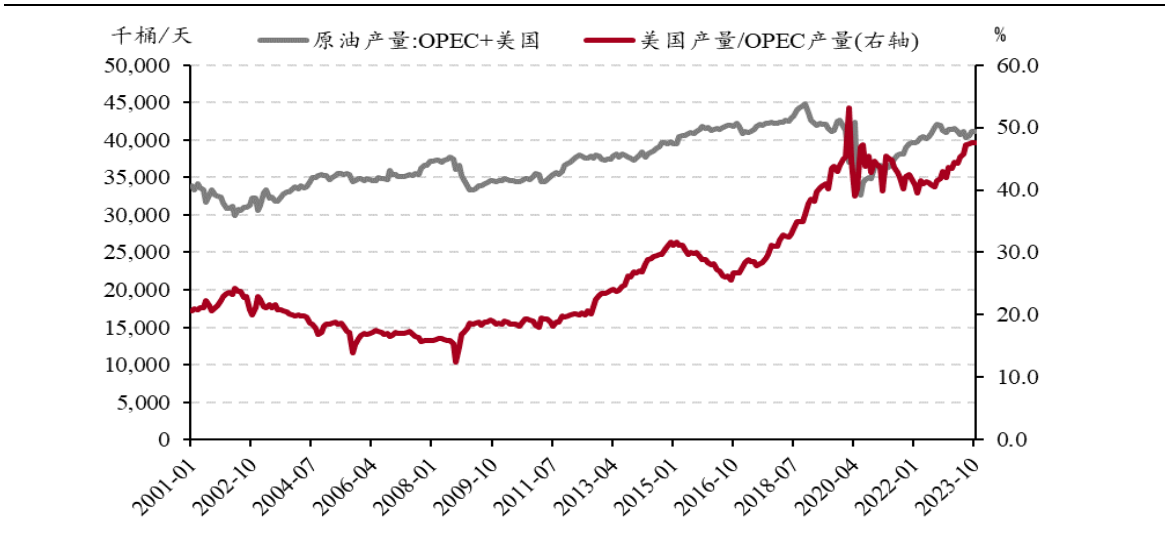
图表 8. 美油价格与美油库存



资料来源: iFinD, 中银证券

另外，美国等非 OPEC+国家原油产量增加，也使原油市场的博弈局面出现一定变化。疫情以来，OPEC 为稳定油价而保持其原油产量整体处于收缩状态，但美国原油产量增长使“美国+OPEC”的原油产量已基本回到疫情前水平，而美国原油产量与 OPEC 产量的比例相对于疫情前甚至有所上升，美国原油已基本收复疫情以来失去的市场份额。更值得注意的是，与疫情前的美国原油供给结构相比，以墨西哥湾为代表的传统原油产量有明显上升。2023 年 10 月，墨西哥湾原油产量相对 2019 年同期增长约 13.2%。这说明，与疫情前相比美国页岩油仍有增产潜力。在这种局面下，1 月上旬沙特下调对亚洲、北美等地的石油产品价格，这反映中东主要产油国的竞争策略可能出现从“减产”到“竞价”的调整，对油价形成新一轮压力。但同时，中东地缘紧张局势有升级趋势，又不时对能源价格产生扰动，使国际油价难以形成持续的下行趋势。

图表 9. 美国与 OPEC 原油产量对比



资料来源: iFinD, 中银证券

综合来看，从 2023 年 12 月开始，国内通胀逐步走出前期基数效应剧烈变动的的影响，将有利于政策引导通胀环境逐步趋近较为温和的常态。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371