

宏观

通胀筑底，收益率或窄幅震荡

——2023年12月通胀点评兼论利率影响

2024年1月13日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

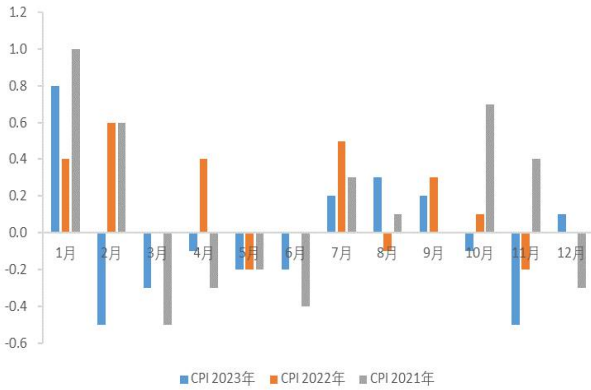
邮箱：[guorui@sxzq.com](mailto:guorui@sxzq.com)

核心观点：

- **市场启示：通胀仍在筑底，降准有望先行，债市或窄幅震荡。**12月国际油价回落是影响国内通胀走势的主要不利因素，而国内基建项目加快带来水泥、黑色金属价格回暖。未来经济动能指数下降带来生产端调整是价格的一个有利因素。实际利率高位，需求端政策支持亦需加码。预计上半年通胀在低基数下持续筑底企稳。随着新一轮存款利率下调，货币政策空间有望打开，一季度降准有望先行，年中或迎来降息。但12月长端收益率下行隐含一季度降准预期，叠加中央经济工作会议后稳增长政策加快推出，债市或进入窄幅波动。
- **12月CPI符合预期，PPI略低于预期。**12月CPI同比-0.3%（前值-0.5%），万得一致预期值为-0.3%，环比两个月负增后首次转正；PPI同比-2.7%（前值-3.0%），低于万得一致预期值-2.6%，环比-0.3%，持平于上月，同比回升主要得益于低基数。
- **油价下跌是拖累CPI的主因，食品、核心CPI环比改善。**第一，受国际油价持续下行影响，国内汽油价格下降4.7%，降幅比上月扩大1.9个百分点，影响CPI下降约0.17个百分点，是拉低CPI环比涨幅的主要因素。CPI中交通燃料分项环比降幅扩大至-4.5%。第二，食品项在连续两个月环比回落后，12月环比回升0.9%，同比下降收窄至-3.7%（前值-4.2%）。雨雪寒潮天气影响鲜活农产品生产储运，加之节前消费需求增加，鲜菜、鲜果及水产品价格分别上涨6.9%、1.7%和0.9%，合计影响CPI上涨约0.19个百分点。第三，核心CPI、服务CPI环比均上涨0.1%，同比分别上涨0.6%、1.0%；扣除能源的工业消费品价格由上月下降0.1%转为上涨0.3%。
- **受国际油价继续下行、部分工业品需求不足等因素影响，全国PPI环比下降，同比降幅收窄。**生产资料环比下滑力度大于生活资料。分行业看，国际油价继续下行，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分别下降6.6%、3.0%。有色金属市场需求不足，有色金属冶炼和压延加工业价格下降0.3%。装备制造业中，锂离子电池制造、计算机通信和其他电子设备制造业价格分别下降1.9%、0.6%。临近年底部分基建项目加快施工，水泥等建筑材料供给偏紧，水泥制造价格上涨2.2%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨0.8%。汽车制造业价格上涨0.2%。
- **风险提示：**国内外宏观环境超预期变化；稳增长政策力度超预期；地缘政治风险加剧。

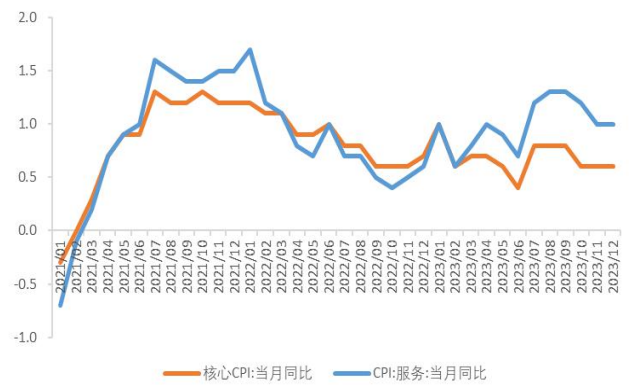


图 1：CPI 环比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：核心 CPI 及服务 CPI 同比增速（%）



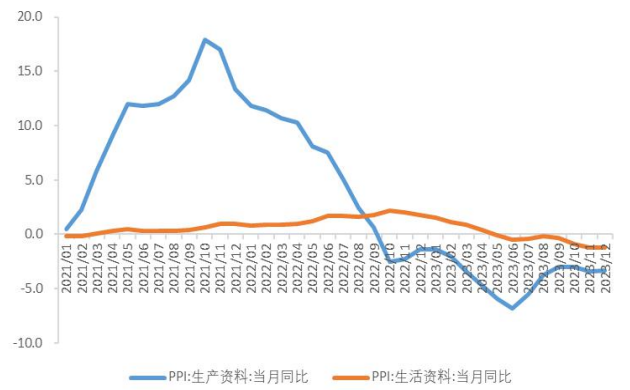
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：猪肉价格同比增速（%）



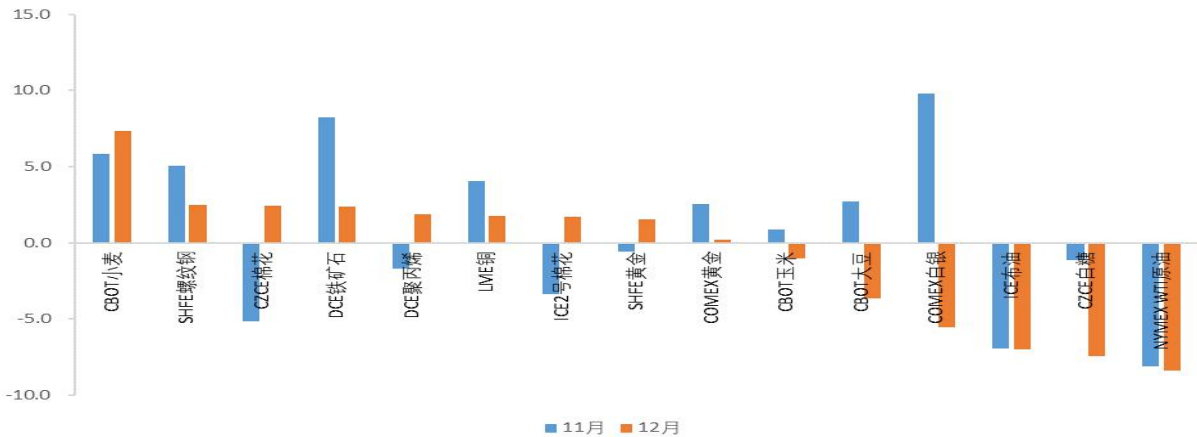
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：生产资料和生活资料 PPI 同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：2023 年 11 月、12 月全球重要商品价格涨跌幅（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

### 分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:



#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层