

# 2023年12月物价点评

## 宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）  
 majieying@gjzq.com.cn

## 物价的结构分化

### 事件：

1月12日，统计局公布12月物价数据：CPI同比增速-0.3%，预期-0.3%，前值-0.5%；PPI同比增速-2.7%，预期-2.6%，前值-3%。

### CPI 通胀率依然偏弱、主因原油链拖累等

CPI 通胀率依然偏弱，内部分化；其中，食品端相对平稳、非食品延续拖累。12月，CPI 同比增速-0.3%、连续3个月处于负值区间。结构来看，食品环比由降转涨至0.9%、略高于近10年均值，主因寒潮下鲜菜鲜果和水产等储运涨价、三者合计影响CPI 上涨0.2个百分点；非食品环比-0.1%、低于近10年同期均值水平。

非食品整体偏弱，主因原油链拖累，而服务业价格边际企稳。一方面，国际原油价格回落拖累相关链条、合计影响CPI 回落0.2个百分点左右，相似地，PPI 中石油开采环比降幅居首；另一方面，年底假期出行、娱乐和家庭服务需求增加等带动服务业价格有所企稳，持续性还待进一步跟踪。

往后来看，2024年物价或相对温和，其中，CPI 同比增速中枢或在0.5%左右。考虑到春节“错位”等，1月CPI 同比增速或仍有扰动，2月回升至阶段性高点、0.5%左右；二、三季度相对温和、0.4%附近震荡；四季度后，CPI 同比增速或逐步回升至1.2%左右。温和通胀环境，或较难成为债市的核心矛盾，后续可重点跟踪政策与基本面变化等。

2024年PPI 同比增速延续修复通道，年中前后转正，全年中枢或在0.2%左右。原材料等生产资料拖累最大阶段或已过去，伴随需求边际修复或支撑部分商品涨价、弹性还待观察；外需偏弱、叠加部分供给扰动等，原油链涨价弹性或相对较弱，对国内部分工业品或有拖累。中性情景下，PPI 同比增速呈“N”型，高点或在三季度、1.5%左右。

### 常规跟踪：CPI 同比增速仍处负值区间，PPI 低预期、与原油链拖累、部分工业品需求偏弱等有关

CPI 同比增速仍处负值区间。12月，CPI 同比增速-0.3%、降幅较上月收窄0.2个百分点，环比由负转正至0.1%；核心CPI 同比持平于0.6%。分项环比中，食品环比由负转正至0.9%，其中，鲜菜、水产环比均由负转正，分别至6.9%和0.9%；非食品环比-0.1%、降幅较上月收窄0.3个百分点，其中，交通通信环比拖累明显，文教娱环比由负转正。

PPI 同比增速低预期、主因耐用消费品等生活资料拖累，或与原材料涨价放缓传导等有关。12月，PPI 同比增速-2.7%、降幅较上月收窄0.3个百分点，环比持平于-0.3%。大类环比中，生产资料环比持平于-0.3%，采掘拖累加深，原材料和加工环比增速有所回升；生活资料环比-0.2%、降幅较上月扩大0.1个百分点，耐用消费品拖累明显。

分行业看，原油链延续拖累，部分中下游制造业价格继续回落。行业环比中，石油开采降幅居首、环比-6.6%、降幅较上月扩大3.8个百分点；电子设备、通用设备、汽车制造环比分别为-0.6%、-0.3%和-0.2%，降幅分别较上月扩大0.4、0.2和0.1个百分点；食品制造、纺织业环比分别为-3%和-0.5%，降幅分别较上月扩大0.5和0.4个百分点。

### 风险提示

猪价大幅反弹，疫情反复。

## 内容目录

1、物价的结构分化.....	3
2、常规跟踪：CPI 仍处负值区间，PPI 低预期、与原油链拖累等有关.....	5
风险提示.....	7

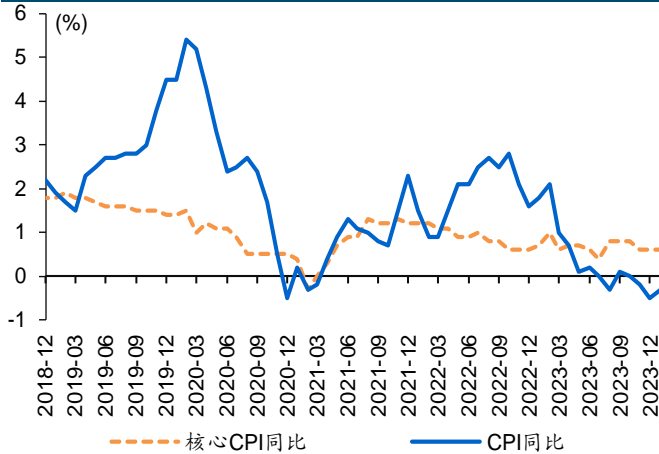
## 图表目录

图表 1： 12 月，CPI 同比仍处于负值区间.....	3
图表 2： 拆分来看，新涨价因素拖累 0.3 个百分点左右.....	3
图表 3： 12 月，CPI 食品环比略高于季节性.....	3
图表 4： 12 月，CPI 非食品环比低于季节性.....	3
图表 5： 原油链拖累依然突出.....	4
图表 6： CPI 交通工具用燃料环比超季节性回落.....	4
图表 7： 年底出行强度明显回升.....	4
图表 8： 服务业相关价格有所回升.....	4
图表 9： 部分商品产能去化或仍有压力.....	4
图表 10： 中性情境下，2024 年 CPI 同比中枢或在 0.5%.....	4
图表 11： 原材料等生产资料拖累最大的阶段或已过去.....	5
图表 12： 中性情境下，2024 年 PPI 同比中枢或在 0.2%.....	5
图表 13： 12 月，CPI 同比、环比回升.....	5
图表 14： 12 月，食品、非食品环比回升.....	5
图表 15： 食品环比中，鲜菜、水产等拉动明显.....	6
图表 16： 非食品环比中，交通通信拖累、其他项回升.....	6
图表 17： 12 月，PPI 同比降幅收窄至-3%.....	6
图表 18： 大类环比中，生活资料拖累明显.....	6
图表 19： 12 月，分行业 PPI 环比及其变化情况.....	7

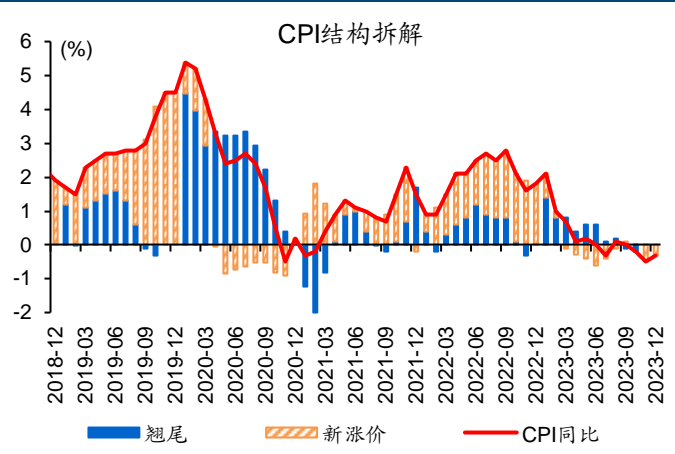
## 1、物价的结构分化

CPI 通胀率依然偏弱，内部分化；其中，食品端相对平稳、非食品延续拖累。12月，CPI 同比增速-0.3%、连续3个月处于负值区间。结构来看，食品环比由降转涨至0.9%、略高于近10年均值，主因寒潮下鲜菜鲜果和水产等储运涨价、三者合计影响CPI 上涨0.2个百分点；非食品环比-0.1%、低于近10年均值水平。

图表1：12月，CPI 同比仍处于负值区间



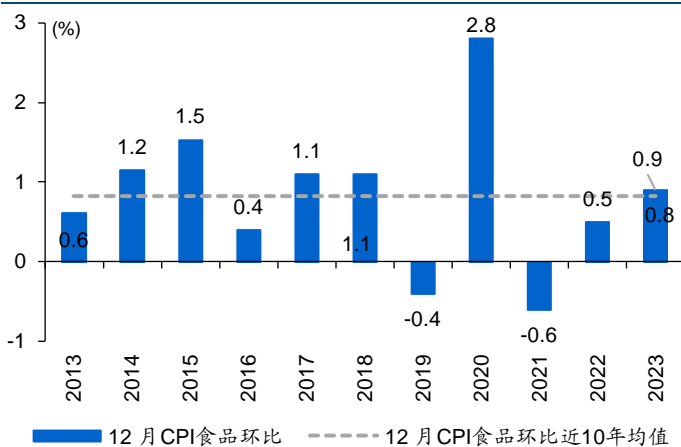
图表2：拆分来看，新涨价因素拖累0.3个百分点左右



来源：Wind、国金证券研究所

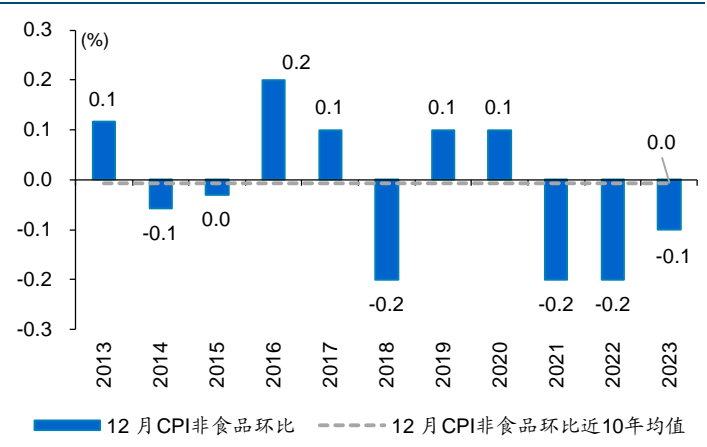
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：12月，CPI 食品环比略高于季节性



来源：Wind、国金证券研究所

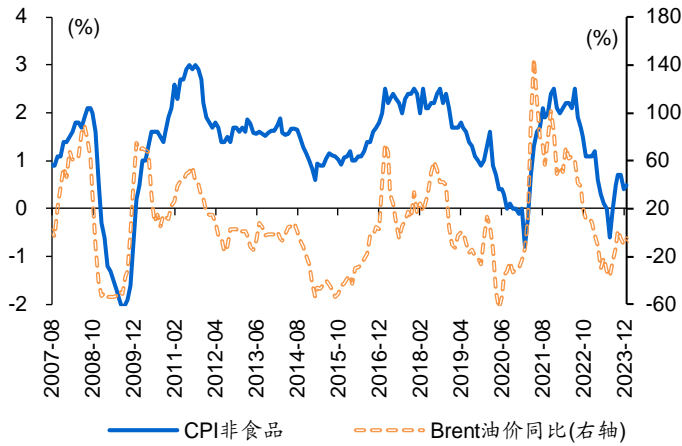
图表4：12月，CPI 非食品环比低于季节性



来源：Wind、国金证券研究所

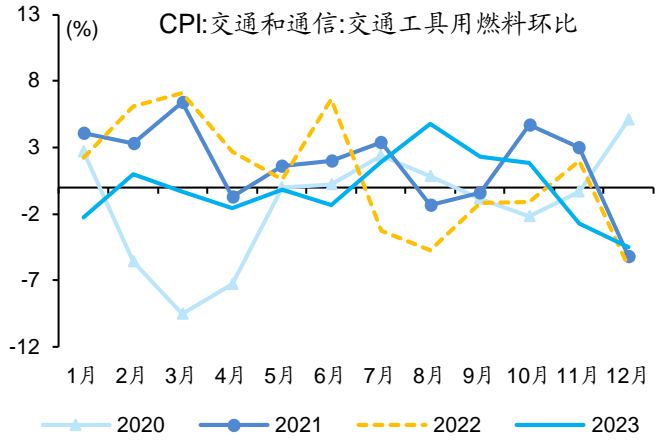
非食品整体偏弱，主因原油链拖累，而服务业价格边际企稳。一方面，国际原油价格回落拖累相关链条、合计影响CPI 回落0.2个百分点左右，相似地，PPI 中石油开采环比降幅居首；另一方面，年底假期出行、娱乐和家庭服务需求增加等带动服务业价格有所企稳，持续性还待进一步跟踪。

图表5: 原油链拖累依然突出



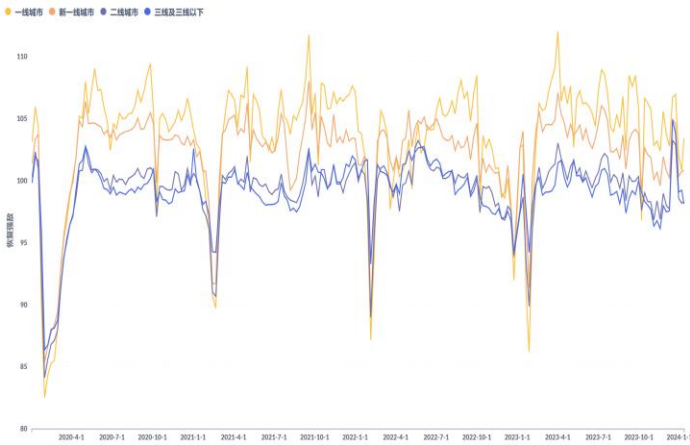
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: CPI 交通工具用燃料环比超季节性回落



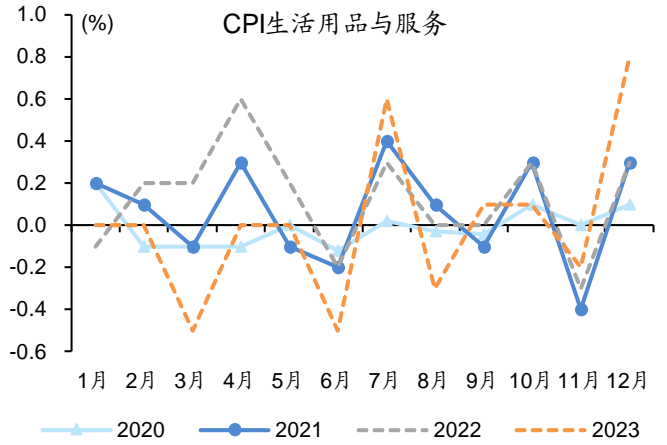
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 年底出行强度明显回升



来源: 国金未来实验室, 国金证券研究所

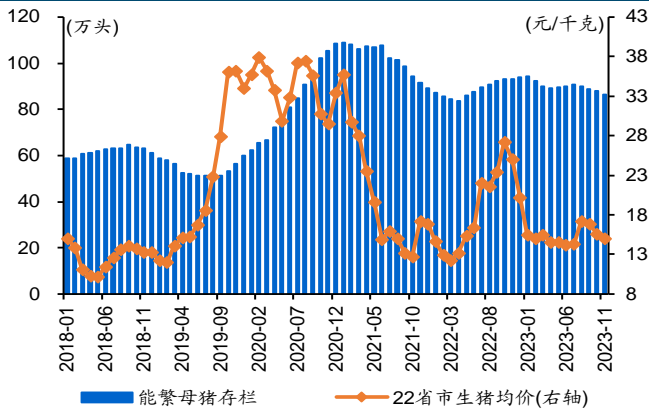
图表8: 服务业相关价格有所回升



来源: Wind、国金证券研究所

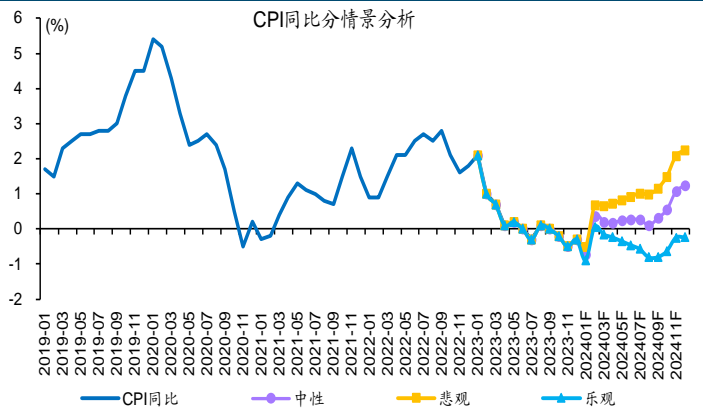
往后来看, 2024 年物价仍相对温和, 其中, CPI 同比增速中枢或在 0.5% 左右。考虑到春节“错位”等, 1 月 CPI 同比增速或仍有扰动, 2 月回升至阶段性高点、0.5% 左右; 二、三季度相对温和、0.4% 附近震荡; 四季度后, CPI 同比增速或逐步回升至 1.2% 左右。温和通胀环境, 或较难成为债市的核心矛盾, 后续可重点跟踪政策与基本面变化等(详情参见《温和通胀的微观基础?》)。

图表9: 部分商品产能去化或仍有压力



来源: Wind、国金证券研究所

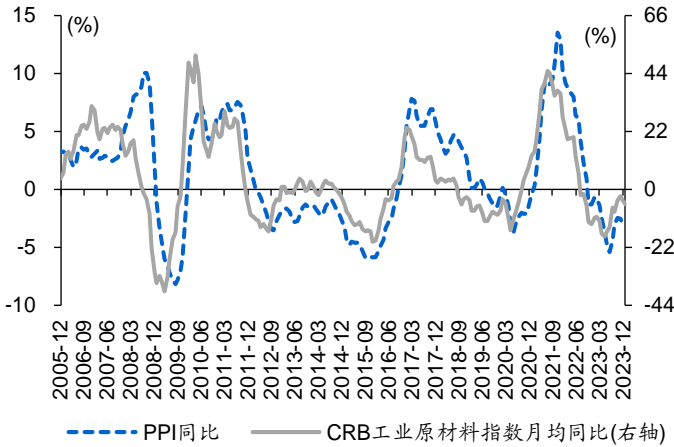
图表10: 中性情境下, 2024 年 CPI 同比中枢或在 0.5%



来源: Wind、国金证券研究所

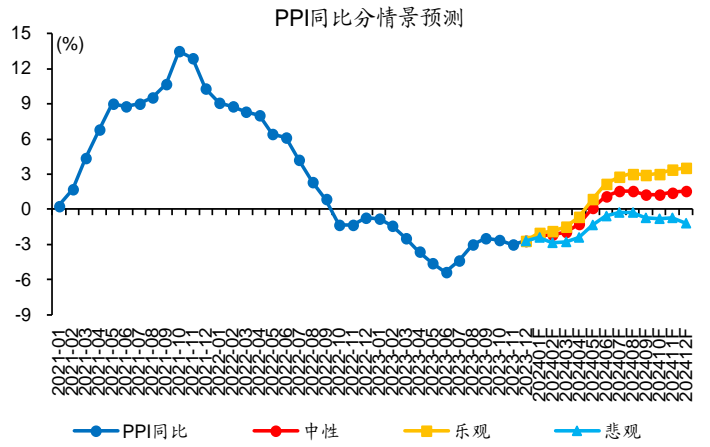
2024年PPI同比增速延续修复通道，年中前后转正，全年中枢或在0.2%左右。原材料等生产资料拖累最大阶段或已过去，伴随需求边际修复或支撑部分商品涨价、弹性还待观察；外需偏弱、叠加部分供给扰动等，原油链涨价弹性或相对较弱，对国内部分工业品或有拖累。中性情景下，PPI同比增速呈“N”型，高点或在三季度、1.5%左右。

图表11: 原材料等生产资料拖累最大的阶段或已过去



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 中性情境下, 2024年PPI同比中枢或在0.2%

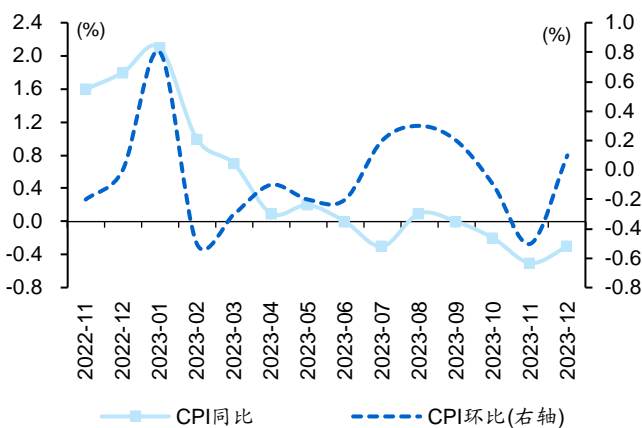


来源: Wind、国金证券研究所

## 2、常规跟踪: CPI 仍处负值区间, PPI 低预期、与原油链拖累等有关

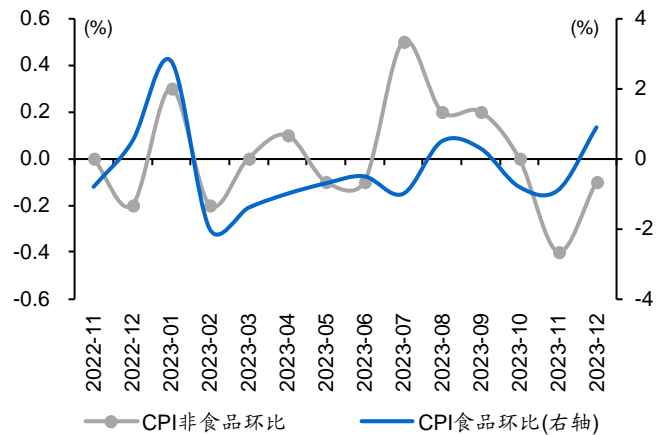
CPI 同比增速仍处负值区间。12月, CPI 同比增速-0.3%、降幅较上月收窄0.2个百分点, 环比由负转正至0.1%;核心CPI 同比持平于0.6%。分项环比中, 食品环比由负转正至0.9%, 其中, 鲜菜、水产环比均由负转正, 分别至6.9%和0.9%;非食品环比-0.1%、降幅较上月收窄0.3个百分点, 其中, 交通通信环比拖累明显, 文教娱环比由负转正。

图表13: 12月, CPI 同比、环比回升



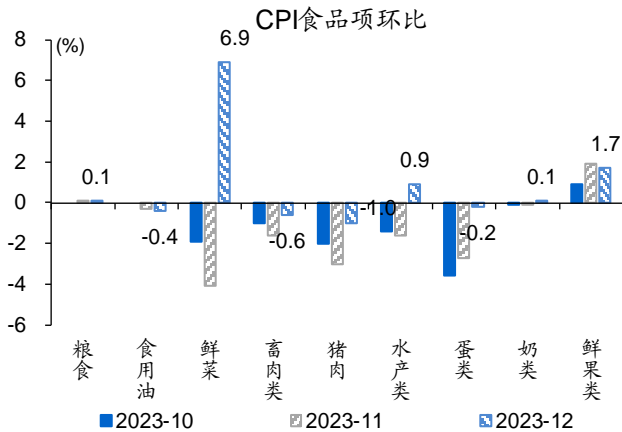
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 12月, 食品、非食品环比回升



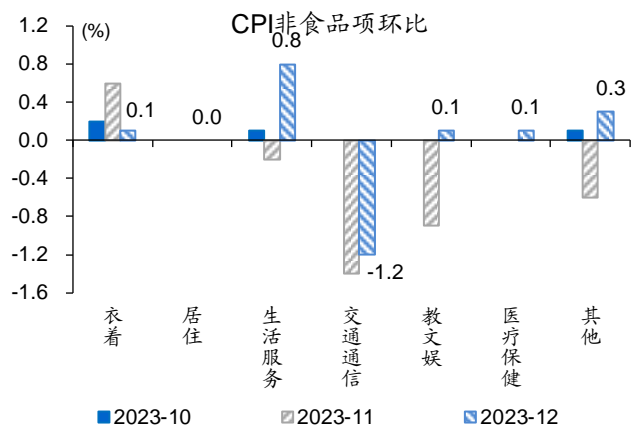
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 食品环比中, 鲜菜、水产等拉动明显



来源: Wind、国金证券研究所

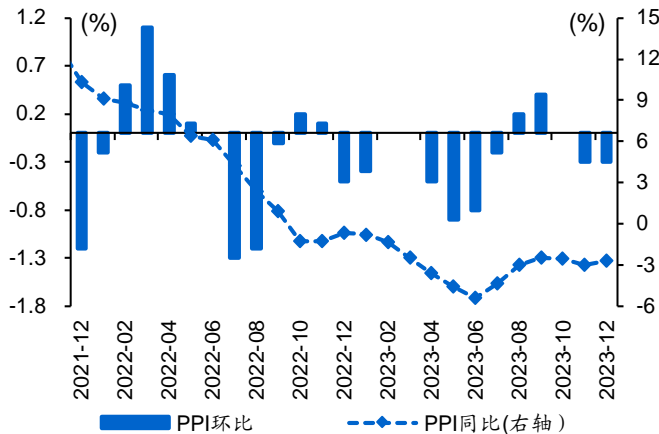
图表16: 非食品环比中, 交通通信拖累、其他项回升



来源: Wind、国金证券研究所

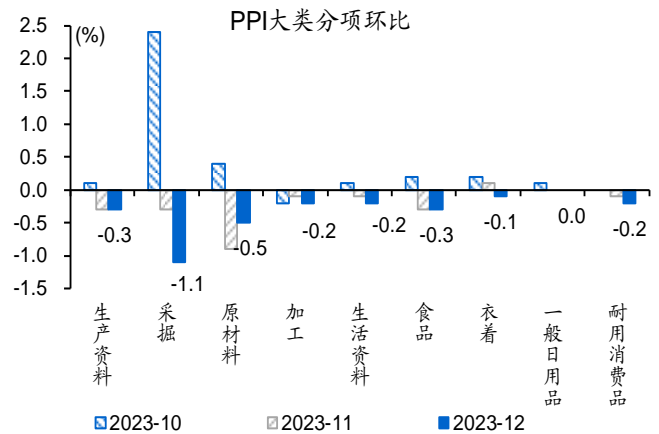
PPI 同比增速低预期、主因耐用消费品等生活资料拖累, 或与原材料涨价放缓传导等有关。12月, PPI 同比增速-2.7%、降幅较上月收窄 0.3 个百分点, 环比持平于-0.3%。大类环比中, 生产资料环比持平于-0.3%, 采掘拖累加深, 原材料和加工环比增速有所回升; 生活资料环比-0.2%、降幅较上月扩大 0.1 个百分点, 耐用消费品拖累明显。

图表17: 12月, PPI 同比降幅收窄至-3%



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 大类环比中, 生活资料拖累明显

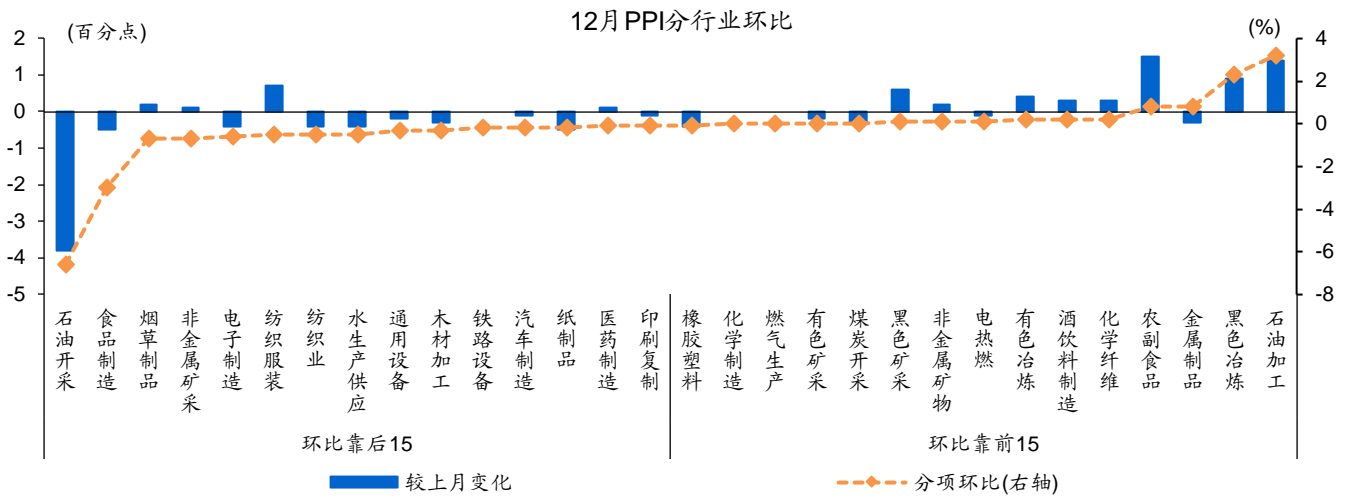


来源: Wind、国金证券研究所

分行业看, 原油链延续拖累, 部分中下游制造业价格继续回落。行业环比中, 石油开采降幅居首、环比-6.6%、降幅较上月扩大 3.8 个百分点; 电子设备、通用设备、汽车制造环比分别为-0.6%、-0.3%和-0.2%, 降幅分别较上月扩大 0.4、0.2 和 0.1 个百分点; 食品制造、纺织业环比分别为-3%和-0.5%, 降幅分别较上月扩大 0.5 和 0.4 个百分点。



图表19: 12月, 分行业PPI 环比及其变化情况



来源: Wind、国金证券研究所

### 风险提示

- 1、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下活动等抑制加强。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402