

2024年01月12日

核心CPI与服务CPI超季节性回升，持续性待观察

——12月通胀数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：12月CPI同比-0.3%，预期-0.3%，前值-0.5%；PPI同比-2.7%，预期-2.6%，前值-3%。

● 食品与非食品项共同带动CPI同比降幅收窄

12月CPI同比降幅收窄，较前值上升0.2个百分点至-0.3%；环比由负转正，较前值回升0.6个百分点至0.1%。

(1)食品项：鲜菜价格带动食品项环比由负转正

12月CPI食品项环比由负转正，较前值上升1.8个百分点至0.9%。蔬菜方面，低温天气供给减少，蔬菜价格季节性回升，往后看，1月仍处低温天气，蔬菜价格或将延续回升。猪肉方面，生猪供给充足，猪肉价格延续下行，往后看，供给充足，我们预计猪肉价格仍将处于低位区间。

(2)非食品项：环比回升，消费需求有修复征兆

12月CPI非食品项环比较前值上升0.3个百分点至-0.1%。环比涨幅明显上行的行业有通信工具、旅游、家用器具等。涨幅较前值明显下降的行业有交通工具用燃料、服装等。季节性看，明显高于季节性的分项有通信工具、家用器具等；明显低于季节性的分项有交通工具用燃料、交通工具等，部分耐用品价格超季节性回升，或因购物需求增加叠加促销活动结束，价格回升的持续性有待观察。

(3)核心CPI同比持平，环比由负转正

12月核心CPI同比与前值持平，为0.6%；环比由负转正，较前值回升0.4个百分点至0.1%。结合12月服务业PMI较前值持平、中国企业经营状况指数较前值基本持平、服务CPI环比较前值上升来看，12月中小企业经营与服务业景气度稳中有升。需要注意的是，核心CPI与服务CPI环比5个月以来首次高于季节性，反映服务消费与实物消费需求有修复征兆，建议对后续走势保持关注。

● PPI同比降幅收窄，大宗商品价格涨跌互现

12月PPI同比降幅收窄，较前值上升0.3个百分点至-2.7%；环比与前值持平，为-0.3%。

(1)多重复合指标显示，上游成本略有回升，价格传导仍有梗阻

12月CPI-PPI同比剪刀差、PPI生活资料-生产资料同比增速差均收窄；上游采掘工业、原材料工业同比降幅较前值收窄，下游衣着与耐用消费品价格同比与前值持平，一般日用品同比较前值下降。综合来看，若以同比为衡量基准，上游原材料成本略有回升，下游消费品价格稍显疲软，反映价格传导仍有梗阻。

(2)39个工业行业看，生产端成本扰动增加，大宗商品价格涨跌互现

能源方面，实际减产力度不及市场预期而需求平淡，国内石油链产品价格下行；整体需求释放有限，PPI煤炭开采和洗选业环比涨幅收窄。金属方面，产量减少成本上升，黑色价格延续上行；美联储降息预期升温但需求忧虑仍在，有色价格震荡运行；生产成本上升，非金属矿价格有所回升。

● 预计1月CPI同比回落，PPI同比回升，期待需求端提升通胀措施，带动2024年CPI、PPI回升

从CPI来看，食品项中蔬菜价格已见底回升，猪肉价格下行幅度放缓，非食品项中核心CPI环比略超季节性，已显现一定积极因素，初步我们预计1月CPI环比为0.2%左右，受高基数影响，同比或回落至-0.9%左右，下修2024年全年平均同比至0%-1%区间。近期大宗商品价格震荡运行，但未来整体走势大概率仍将延续回升态势，我们预计1月PPI同环比降幅均收窄，2024年全年平均同比在-1%-0%区间。往后看，随着三大工程推进，实物工作量增加，或将提振商品及相关原材料消费需求，同时期待更多需求端提升物价的相关政策，带动CPI、PPI良性回升。

● **风险提示：**政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

相关研究报告

《2024新特点新变化——对我国货币政策目标的再思考—宏观经济专题》
-2024.1.12

《通胀或已不是美联储降息的制约—美国12月CPI点评》-2024.1.12

《发挥好政府投资的带动放大效应—宏观周报》-2024.1.7

目 录

1、 食品与非食品项共同带动 CPI 同比降幅收窄	3
1.1、 食品项：鲜菜价格带动食品项环比由负转正.....	3
1.2、 非食品项：环比回升，消费需求有修复征兆.....	4
1.3、 核心 CPI 同比持平，环比由负转正	4
2、 PPI 同比降幅收窄，大宗商品价格涨跌互现.....	5
2.1、 多重复合指标显示，上游成本略有回升，价格传导仍有梗阻	5
2.2、 生产端成本扰动增加，大宗商品价格涨跌互现.....	5
3、 后续通胀预测：1 月 CPI 同比回落，PPI 同比回升.....	6
3.1、 CPI 预测：我们预计 1 月 CPI 环比回升，同比回落	6
3.2、 PPI 预测：我们预计 1 月 PPI 同比回升	6
3.3、 期待需求端提升通胀措施，带动 2024 年 CPI、PPI 回升.....	6
4、 风险提示	7

图表目录

图 1： 2023 年 12 月 CPI 同比降幅收窄	3
图 2： 2023 年 12 月食品 CPI 环比由负转正	3
图 3： 2023 年 12 月旅游 CPI 环比由负转正	4
图 4： 2023 年 12 月衣着类中的家用器具、通信工具价格环比明显高于季节性	4
图 5： 2023 年 12 月核心 CPI 同比与前值持平	5
图 6： 2023 年 12 月非制造业 PMI 与 BCI 指数与前值基本持平	5
图 7： 12 月 PPI 同比降幅收窄.....	6
图 8： PPI 重点工业品中黑色金属矿采选、有色金属矿采选环比回升	6
图 9： CPI 和 PPI 预测	7
图 10： CPI-PPI 预测.....	7

事件：12月CPI同比-0.3%，预期-0.3%，前值-0.5%；PPI同比-2.7%，预期-2.6%，前值-3%。

1、食品与非食品项共同带动CPI同比降幅收窄

12月CPI同比降幅收窄，较前值上升0.2个百分点至-0.3%，环比由负转正，较前值回升0.6个百分点至0.1%。CPI数据显示鲜菜价格回升带动食品项环比由负转正，耐用品价格反弹带动非食品项环比回升。核心CPI与服务CPI环比5个月以来首次高于季节性，反映服务消费与实物消费需求有修复征兆，建议对后续走势保持关注。

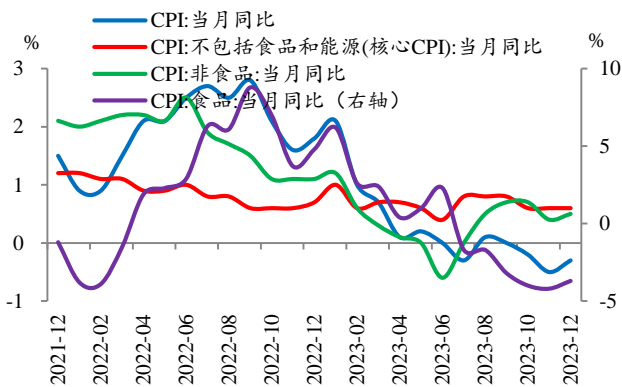
1.1、食品项：鲜菜价格带动食品项环比由负转正

12月CPI食品项环比由负转正，较前值上升1.8个百分点至0.9%。鲜菜环比由负转正、猪肉、蛋类环比降幅收窄，鲜果环比涨幅收窄。

蔬菜方面，受低温天气影响，蔬菜供给减少，运输成本上升，蔬菜价格季节性回升，12月鲜菜CPI环比由负转正，较前值上升11个百分点至6.9%。往后看，1月仍处于低温天气，蔬菜价格或将延续回升。高频指标看，截至1月11日的28种重点监测蔬菜平均批发价环比回升5.3%。

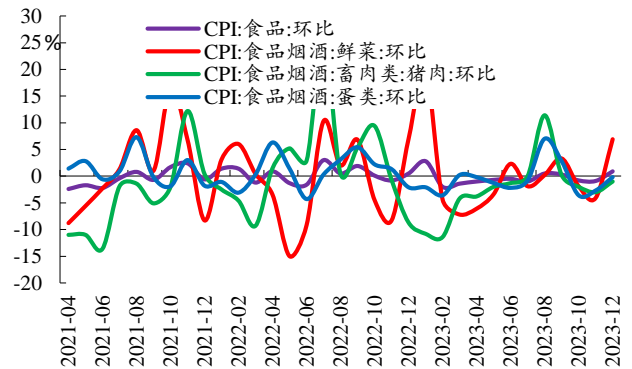
猪肉方面，生猪供给充足，猪肉价格延续下行，12月CPI猪肉环比降幅收窄，较前值上升2个百分点至-1%。往后看，长期看，母猪生产性能恢复背景下能繁存栏量仍处高位，上半年猪肉整体供给或保持宽松，猪价上涨缺乏驱动力；短期看，供给充足，生猪抛压仍然较重，猪价仍有下行压力。总体看，我们预计猪肉价格仍将处于低位区间。

图1：2023年12月CPI同比降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023年12月食品CPI环比由负转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

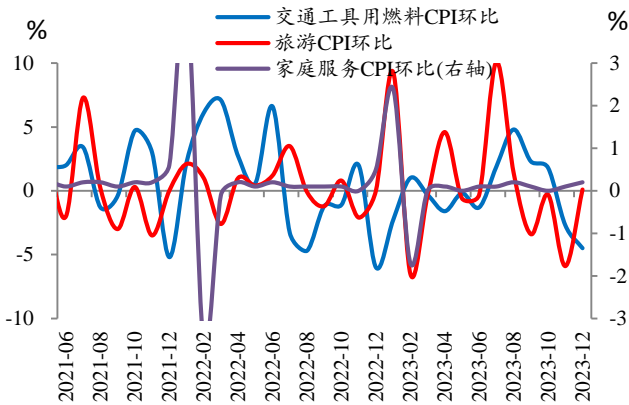
1.2、非食品项：环比回升，消费需求有修复征兆

12月CPI非食品项环比较前值上升0.3个百分点至-0.1%。分项看，通信工具、家用器具等价格上涨，交通工具用燃料、交通工具等价格下降。

(1) 与前值相比，环比涨幅明显上行的行业有通信工具（环比较前值上升4.9个百分点至3.1%）、旅游（环比较前值上升6个百分点至0.1%）等、家用器具（环比较前值上升1.7个百分点至0.6%）等。涨幅较前值明显下降的行业有交通工具用燃料（环比较前值下降1.8个百分点至-4.5%）、服装（环比较前值下降0.5个百分点至0.1%）、交通工具（环比较前值下降0.4个百分点至-0.7%）等。

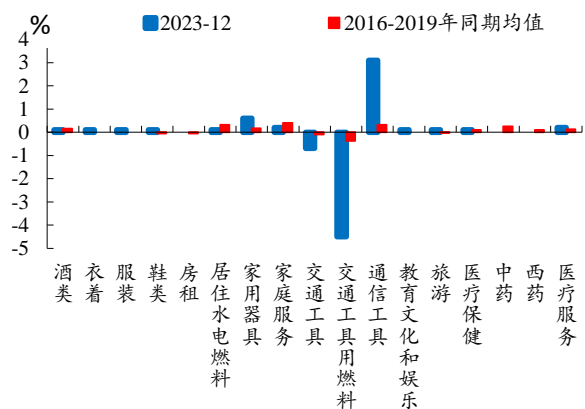
(2) 与环比的季节性规律相比，明显高于季节性的分项有通信工具、家用器具等。明显低于季节性的分项有交通工具用燃料、交通工具等。部分耐用品价格超季节性回升，统计局解释为“购物需求增加叠加促销活动结束”，价格回升的持续性有待进一步观察。

图3：2023年12月旅游CPI环比由负转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

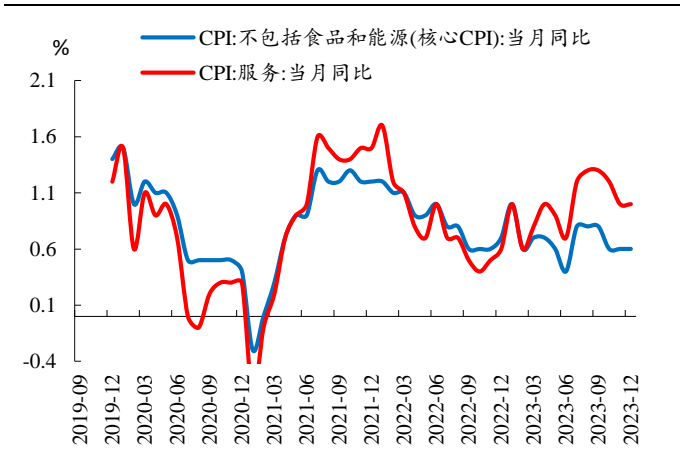
图4：2023年12月家用器具、通信工具价格环比明显高于季节性



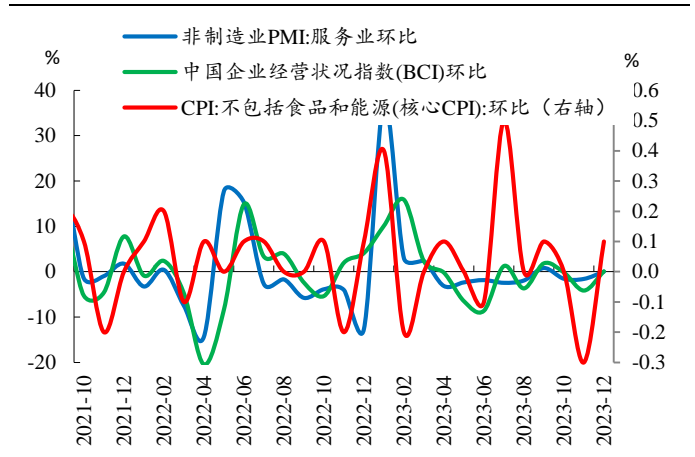
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、核心CPI同比持平，环比由负转正

12月剔除食品和能源的核心CPI同比与前值持平，为0.6%；环比由负转正，较前值回升0.4个百分点至0.1%。结合服务业PMI较前值持平、为49.3%，中国企业经营状况指数较前值基本持平、为47.8点，服务CPI环比较前值上升0.5个百分点至0.1%来看，12月中小企业经营与服务行业景气度稳中有升。需要注意的是，核心CPI与服务CPI环比5个月以来首次高于季节性，反映服务消费与实物消费需求有修复征兆，建议对后续走势保持关注。

图5：2023年12月核心CPI同比与前值持平


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023年12月非制造业PMI与BCI指数与前值基本持平


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、PPI同比降幅收窄，大宗商品价格涨跌互现

12月PPI同比降幅收窄，较前值上升0.3个百分点至-2.7%，环比与前值持平，为-0.3%。

2.1、多重复合指标显示，上游成本略有回升，价格传导仍有梗阻

(1) 12月CPI-PPI同比剪刀差收窄，较前值下降0.1个百分点至2.4%，PPI生活资料-生产资料同比增速差较前值下降0.1个百分点至2.1%；上游采掘工业、原材料工业同比降幅较前值收窄，下游衣着与耐用消费品价格同比与前值持平，一般日用品同比较前值下降。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上游原材料成本略有回升，下游消费品价格稍显疲软，反映价格传导仍有梗阻。

2.2、生产端成本扰动增加，大宗商品价格涨跌互现

(1) 能源方面，OPEC+实际减产力度不及市场预期而实际需求平淡，国内石油链产品价格下行；寒潮天气下取暖需求增加，而整体需求释放有限，PPI煤炭开采和洗选业环比涨幅收窄。

OPEC+实际减产力度不及市场预期而实际需求平淡，原油价格有所回落。12月布伦特原油期货价格环比下跌6%，WTI原油期货环比下跌6.7%，国内石油链产品价格下行，PPI石油和天然气开采业环比-6.6%，前值-2.8%。

动力煤方面，寒潮天气下取暖需求增加，但整体需求释放有限，动力煤价格上涨乏力。12月PPI煤炭开采和洗选业环比涨幅收窄，较前值下降0.3个百分点至0%。

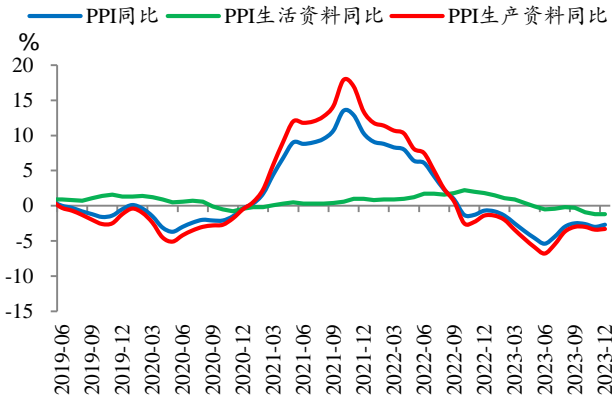
(2) 金属方面，产量减少成本上升，黑色价格延续上行；美联储降息预期升温但需求忧虑仍在，有色价格震荡运行；生产成本上升，非金属矿价格有所回升。

黑色方面，产量减少而成本上升，12月螺纹钢价格环比回升2.1%，PPI黑色金属矿采选业环比涨幅扩大，较前值上升1.4个百分点至3.2%。

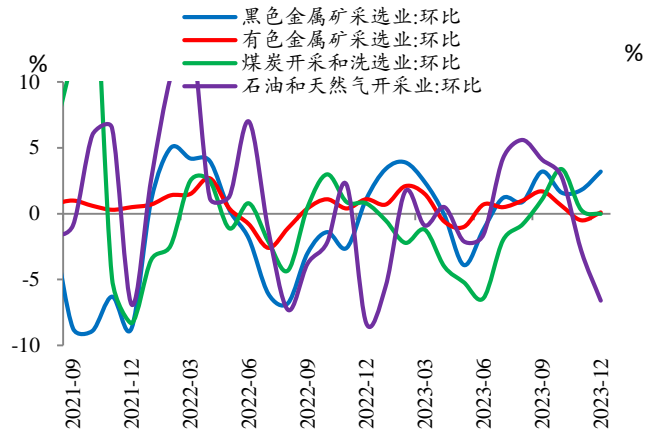
有色方面，美联储降息预期升温但需求忧虑仍在，有色价格震荡运行，国际铜

月均期货价环比上升 1.5%，铝月均期货价环比回落 0.9%，PPI 有色金属矿采选业环比由负转正，较前值上升 0.6 个百分点至 0.1%，PPI 有色金属冶炼及压延环比降幅扩大，较前值下降 0.2 个百分点至 -0.3%。

非金属矿方面，生产成本上升，12 月水泥价格有所回升，PPI 非金属矿物制品业环比由负转正，较前值上升 0.2 个百分点至 0.1%。

图7：12月PPI同比降幅收窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：PPI重点工业品中黑色金属矿采选、有色金属矿采选环比回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、后续通胀预测：1月CPI同比回落，PPI同比回升

3.1、CPI预测：预计1月CPI环比回升，同比回落

高频数据看，截至1月12日的农产品批发价格200指数较前值上升，环比+2.4%，我们预计1月食品CPI延续回升；非食品按等于季节性（为排除春节错月因素，1-3月为2016、2018-2019、2021年均值；4-12月为2016-2019、2021年同期均值）假设，考虑猪肉、成品油价格1月的调整，我们预计1月CPI环比为0.2%左右，受高基数影响，同比或回落至-0.9%左右，再往后，猪价短期内难有大幅上涨，服务与实物消费或将平缓修复，核心通胀将温和回升，CPI同比或在2024年一季度回升至0%以上，下修2024年全年平均同比至0%-1%区间。

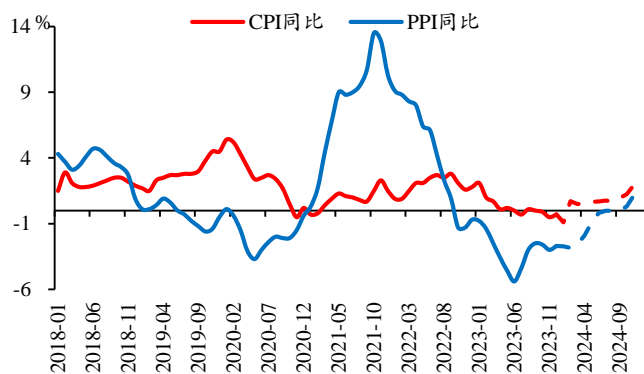
3.2、PPI预测：预计1月PPI同比回升

高频数据看，截至1月11日的CRB现货指数平均值环比下降1.8%，截至1月12日的南华工业品指数平均值环比下降0.3%，截至1月5日的生产资料价格指数平均值环比回落0.04%，我们预计1月PPI同环比降幅均收窄，2024年全年平均同比在-1%-0%区间。

3.3、期待需求端提升通胀措施，带动2024年CPI、PPI回升

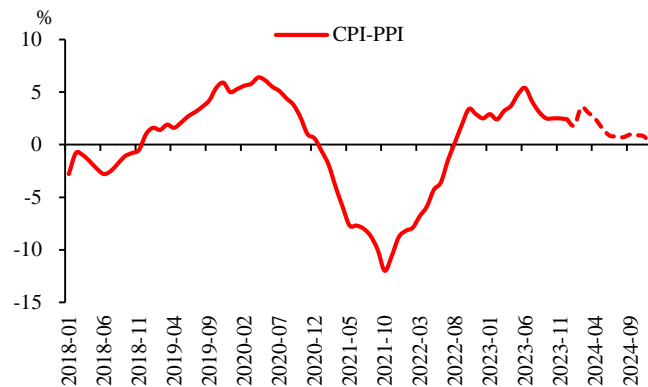
从CPI来看，食品项中蔬菜价格已见底回升，猪肉价格下行幅度放缓，非食品项中核心CPI环比略超季节性，已显现一定积极因素。从PPI来看，近期大宗商品价格震荡运行，未来整体走势大概率仍将延续回升态势。中长期看，随着三大工程推进，实物工作量增加，提振商品及相关原材料消费需求，同时期待更多需求端提升物价的相关政策，带动CPI、PPI良性回升。

图9: CPI 和 PPI 预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: CPI-PPI 预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期, 大宗商品价格波动超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn