

通胀小幅反弹，全年中枢处于低位

——12月通胀数据点评

2024年01月16日

- **事件：**12月CPI同比-0.3%，前值-0.5%，2023年全年0.2%，环比0.1%；PPI同比-2.7%，前值-3%，环比-0.3%，全年-3%。
- **CPI小幅反弹，但延续负增，食品项价格反弹，核心CPI、服务项目同比持平。**食品项同比由-4.2%上行至-3.7%，核心CPI同比持平于0.6%，消费品价格小幅回暖。
- **食品价格季节性上行，猪肉拖累作用持续，水果、蔬菜形成一定支撑。**12月猪价延续低位，随着高基数作用减弱，同比跌幅边际收窄。能繁母猪数量持续减少，11月环比减少1.2%，养殖户亏损的背景下，行业产能去化小幅被动提速。寒潮影响下，蔬菜、水果价格季节性环比上行，同比延续负增，农产品整体供应充足。粮食、食用油、烟草、酒类同比小幅下滑。
- **非食品项中，汽车价格持续下行，元旦假期带动出行、服务需求。**国际油价中枢回落，国内交通工具用燃料分项环比回落，同比受基数走低影响，跌幅收窄；冬季寒潮影响下，家用水电燃料同比持平于0.3%，环比为0.1%。汽车降价促销尚未结束，交通工具同环比增速下探。通信工具在11月降价潮之后，12月价格有所恢复。服务项中，旅游、教育服务同比持平，医疗服务同比增速上行，家庭服务同比下降。房租价格同比小幅上行，终端消费需求依然略显不足。
- **PPI同比反弹，加工工业-原材料工业剪刀差再度回落。**PPI价格水平仍处于收缩区间，且CRB指数同比延续回落，PPI上行动力不足。PPI生产资料中，加工工业同环比增速继续下探，原材料工业同、环比增速小幅上行，价格传导依然不畅。
- **黑色金属明显上行，有色金属表现偏弱，输入性因素影响下，能源开采、加工产业链环比回落，下游制造业价格依然较为低迷。**国际油价波动影响，能源产业链环比增速回落。黑色金属采选、加工增速上行，有色有所回落，也反映了短期内外经济、需求预期的差异。下游制造业价格走势偏弱，部分行业需求不足的问题依然存在。
- **通胀短期或延续低位。**2023年全年价格中枢整体偏低，需求不足的问题显现。猪肉产能保持去化，2024年猪价中枢预期抬升，给CPI带来支撑。2023年同期1月春节的影响，CPI在高基数作用下依然承压。我国经济仍处于缓步修复的进程中，地产行业有待修复，部分中下游行业产能有待出清，一季度海外经济体预期尚未开启加息，海外定价的大宗商品上行幅度有限，一季度PPI上行驱动偏弱。我国财政政策将发力提振内需，PSL、专项债额度预期陆续落地，给经济带来支撑。短期价格预期延续低位震荡，随着经济的修复，价格提振仍需时间。
- **风险因素：**海外经济政策节奏和幅度超预期，居民消费需求持续疲弱，原油价格上行幅度超预期。

分析师： 于天旭

执业证书编号： S0270522110001

电话： 17717422697

邮箱： yutx@wlzq.com.cn

相关研究

多措并举，助力经济增长向好

稳中求进，行稳致远

经济高质量发展，科创为重要方向

正文目录

事件.....	3
1、CPI 小幅反弹，食品项价格季节性上行.....	3
2、PPI 同比反弹，中下游行业表现偏弱.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	7
图表 1: CPI 同比增速小幅反弹 (%).....	3
图表 2: CPI 食品项环比走强 (%).....	3
图表 3: 核心 CPI、服务项通胀持平 (%).....	3
图表 4: 油价中枢整体下行 (元/吨).....	3
图表 5: 猪肉价格继续下行 (元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪去化进程边际提速 (万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜价格环比季节性反弹上行 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格季节性反弹 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项走势 (%).....	5
图表 10: 服务相关分项走势 (%).....	5
图表 11: CRB 指数同比回落, PPI 上行动力不足 (%).....	6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差再度回落 (%).....	6
图表 13: 黑色、有色产业链价格走势分化 (%).....	6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差区间窄幅震荡 (%).....	6
图表 15: M1 增速逐步回落, 资金活化不足 (%).....	7
图表 16: 居民杠杆率增速上行放缓 (%).....	7

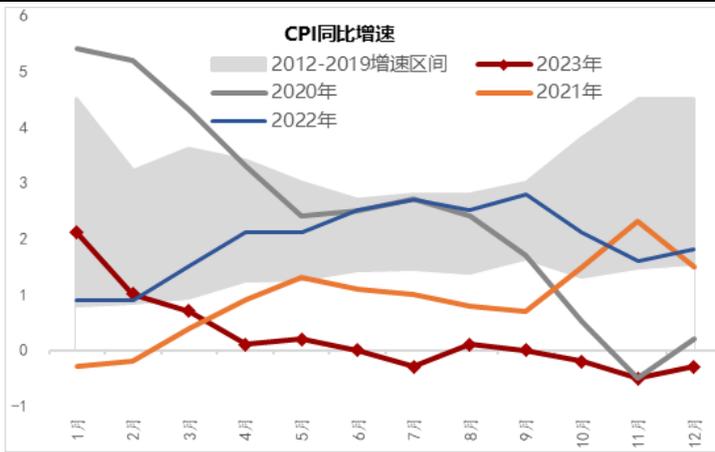
事件

2023年12月，CPI同比增速-0.3%（市场预期-0.3%），较上月上涨0.2个百分点，环比增速0.1%，前值-0.5%，2023年全年CPI累计同比0.2%。PPI同比增速-2.7%（市场预期-2.6%），较上月上行0.3个百分点，环比增速-0.3%，前值-0.3%，2023年全年PPI累计同比-3%。

1、CPI 小幅反弹，食品项价格季节性上行

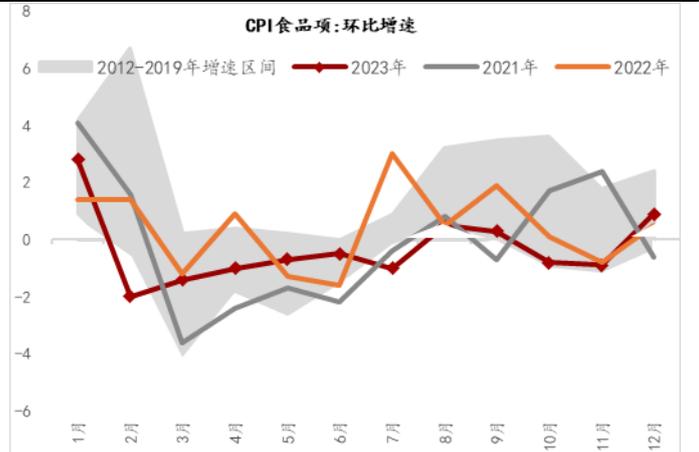
CPI同比增速小幅反弹，非食品项通胀同比小幅上行，食品项同环比增速均上行。2023年12月CPI同比增速较上月反弹0.2个百分点至-0.3%，但延续负增，环比增速0.1%，前值-0.5%。CPI食品项同比增速由11月的-4.2%上行至-3.7%，环比由上月的-0.9%上行为0.9%；非食品项同比由0.4%小幅上行至0.5%，环比由上月的-0.4%上行至-0.1%。

图表1: CPI同比增速小幅反弹 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: CPI食品项环比走强 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

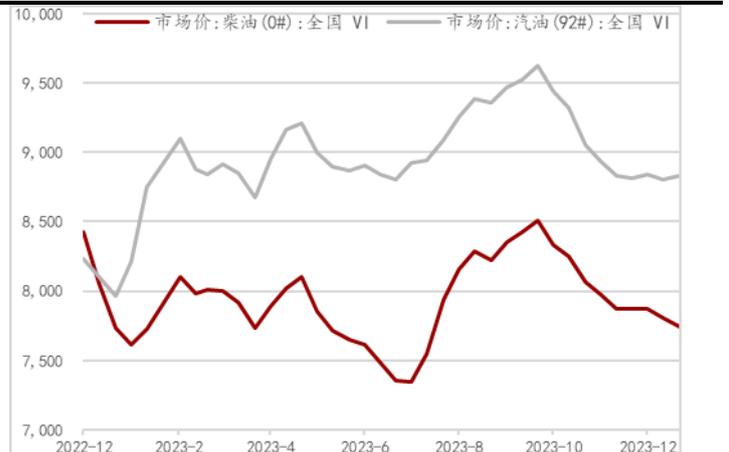
核心CPI、服务项同比持平，消费品同比小幅上行，环比正增。核心CPI同比增速持平于0.6%，环比上行0.1%。CPI服务项同比持平于11月的1%，环比上行0.1%，前值-0.4%；消费品同比则上行0.3个百分点至-1.1%，环比上行0.1%，上月值为-0.5%。

图表3: 核心CPI、服务项通胀持平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 油价中枢整体下行 (元/吨)

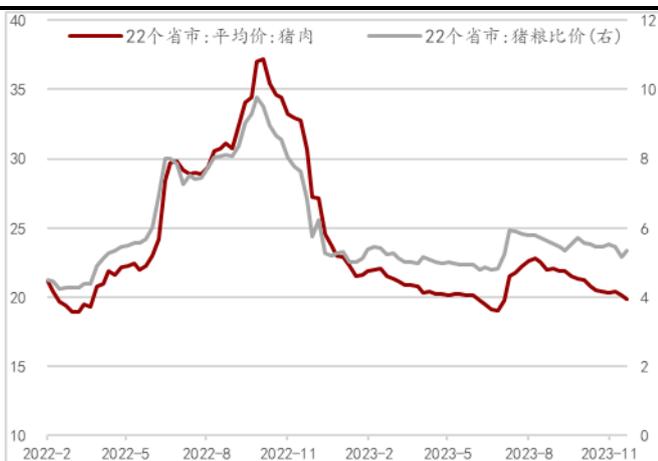


资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品项价格反弹，猪肉拖累作用持续，水果、蔬菜形成一定支撑。12月猪价延续低位，随着高基数作用减弱，同比跌幅边际收窄。能繁母猪数量持续减少，11月环比减少1.2%，养殖户亏损的背景下，行业产能去化小幅被动提速。寒潮影响下，蔬菜、水果价格季节性环比上行，同比延续负增，农产品整体供应充足。粮食同比小幅回落，食用油价格同比跌幅继续扩大，烟草、酒类同比小幅下滑。

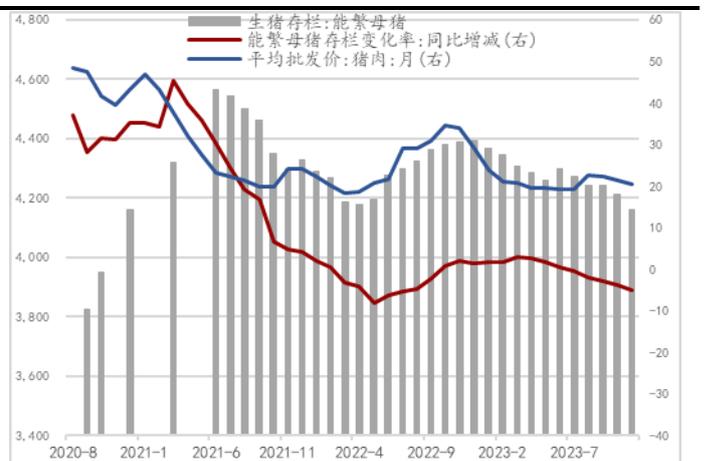
从CPI食品具体分项来看，12月，猪肉价格同比反弹5.7个百分点至-26.1%，跌幅有所收敛，环比增速由上月的-3%小幅上行至-1%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的-5.7%、-6.5%变动为-6%、-5.7%，蛋类同比增速上行1.8个百分点至-7%，环比-0.2%。鲜菜价格同比下跌0.1个百分点至0.5%，环比上行6.9%；鲜果价格同比下跌3个百分点至-0.3%，环比上行1.7%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由11月的0.5%、-4.1%、-1.1%、1.3%、-0.6%变动为0.4%、-4.6%、-0.6%、1.2%、-0.7%。

图表5: 猪肉价格继续下行 (元/公斤)



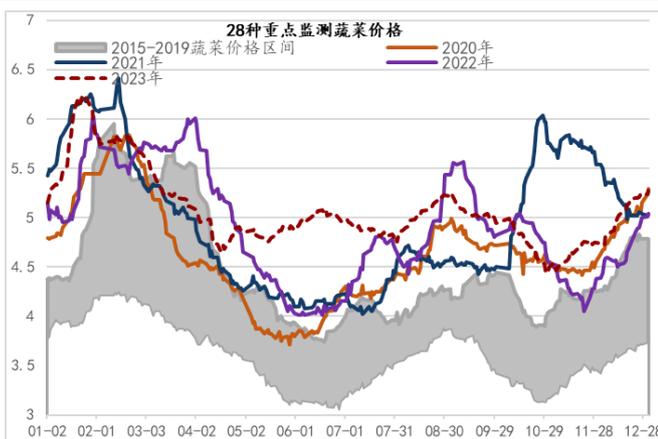
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪去化进程边际提速 (万头, %)



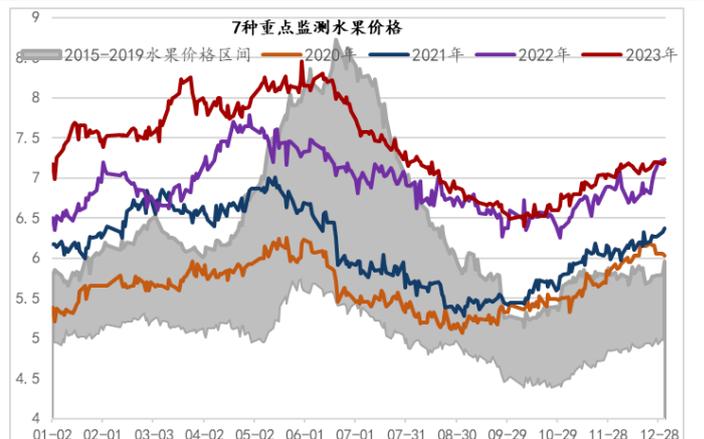
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜价格环比季节性反弹上行 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 水果价格季节性反弹 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

非食品项中，汽车价格持续下降，假期带动出行、服务需求。地缘政治影响下，国际油价中枢回落。国内交通工具用燃料分项环比增速由-2.7%继续下行至-4.5%，同比受基数走低影响，跌幅收窄；冬季寒潮影响下，家用水电燃料同比持平于0.3%，环比为0.1%。汽车降价促销尚未结束，交通工具分项同比由-5%继续降至-5.4%，环比下

探至-0.7%。通信工具在11月降价潮之后，12月价格有所恢复，环比上行3.1%。服务项中，旅游分项同比持平于6.8%，环比由-5.9%上行为0.1%，元旦假期出行、娱乐需求边际增加。教育服务同比持平于1.8%，家庭服务分项同比由2%下降为1.7%，医疗保健同比由1.3%上行为1.4%，其中西药和医疗服务为上行拉动项。房租价格同比上行0.1个百分点至0.2%，环比0%，终端消费需求依然略显不足。地产下游的家具器具同比由-0.7%上行为-0.6%，环比由-1.1%上行为0.6%。

图表9: CPI燃料相关分项走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务相关分项走势 (%)



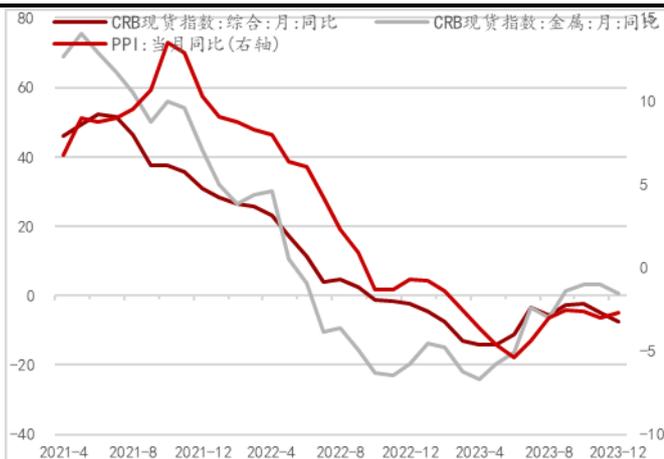
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、PPI 同比反弹，中下游行业表现偏弱

PPI同比反弹，上行动力不足，加工工业-原材料工业剪刀差再度回落。PPI同比反弹，价格水平仍处于收缩区间。且CRB指数同比延续回落，PPI上行动力不足。PPI生产资料中，加工工业同环比增速继续下探，采掘工业同比上行，但环比下滑明显，原材料工业同、环比增速小幅上行，加工工业-原材料工业剪刀差再度回落。生活资料同比持平，仅食品类同比增速上行，一般日用品形成一定拖累。

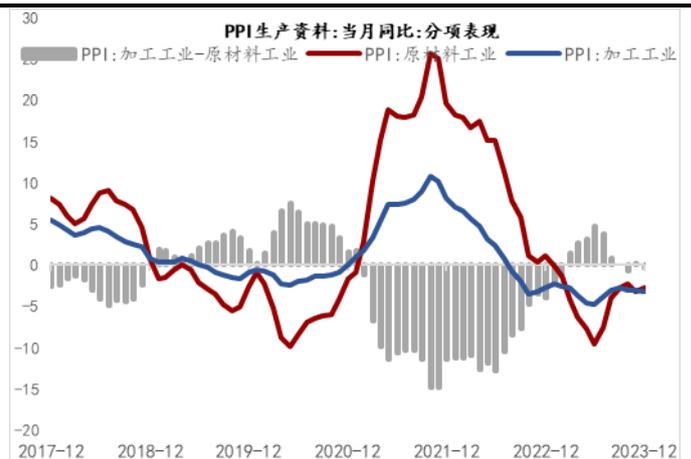
具体数据来看，12月PPI同比-2.7%，较上月上行0.3个百分点，环比增速-0.3%，前值-0.3%。工业生产者购进价格（PPIRM）同比由-4%上行为-3.8%。PPI生产资料同比上行0.1个百分点至-3.3%，其中，采掘工业和原材料工业同比分别由-7.3%、-3.2%上行为-7%、-2.8%，加工工业由-3.1%下跌为-3.2%。PPI生活资料同比-1.2%，与上月持平，环比增速-0.1%，前值-0.2%；其中，食品类同比由-1.7%上行至-1.4%，衣着、耐用消费品同比持平，一般日用品同环保均回落。

图表11: CRB指数同比回落, PPI上行动力不足 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工-原材料工业剪刀差再度回落 (%)

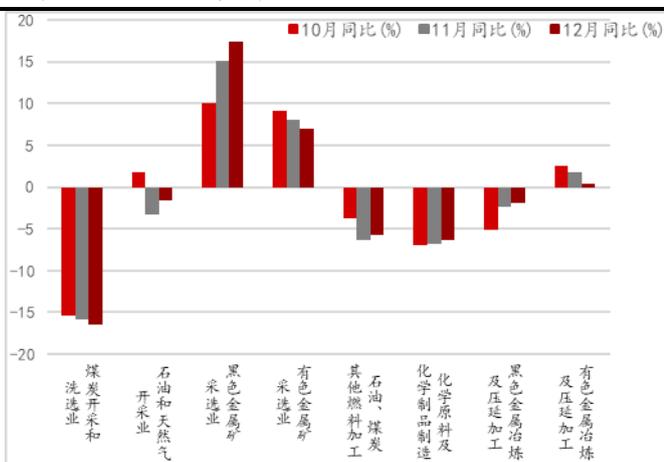


资料来源: Wind, 万联证券研究所

上游原材料加工和开采业表现较好, 黑色金属明显上行, 有色金属表现偏弱, 输入性因素影响下, 能源开采、加工产业链环比回落。国际油价环比下滑, 石油和天然气开采和下游的石油、煤炭及其他燃料加工业环比增速下滑, 同比在基数作用下有所上行。采矿业中, 黑色金属采选同、环比增速明显拉升, 煤炭和有色金属采选同比增速下滑。黑色金属冶炼及压延加工业同比上行, 与有色金属加工业表现分化。部分地区保障房建设开工, 给黑色产业链带来一定提振。

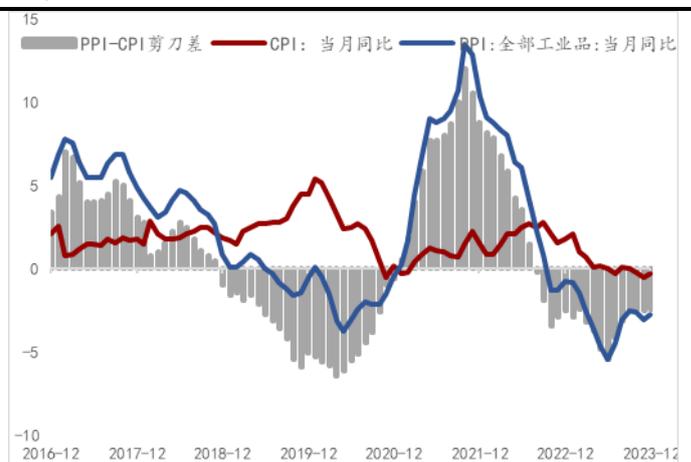
下游制造业价格依然较为低迷, 电力、热力的生产和供应业同环比上行。中游通用设备制造业同比由-0.5%回落为-0.6%, 环比-0.1%; 下游汽车制造同比由-1.6%上行为-1.2%, 环比0.2%, 铁路、船舶等运输设备制造业同比持平于-0.5%, 环比0.2%; 计算机、通信等电子设备制造业同比回落0.4个百分点至-3.9%, 环比由-0.2%下跌为-0.6%。整体中下游行业需求不足的问题依然存在, 表现略弱于上游原材料开采、加工业。电力、热力的生产和供应业同比由-1%上行为-0.9%, 环比0.8%, 燃气生产和供应业同环比上行拉动明显。

图表13: 黑色、有色产业链价格走势分化 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差区间窄幅震荡 (%)

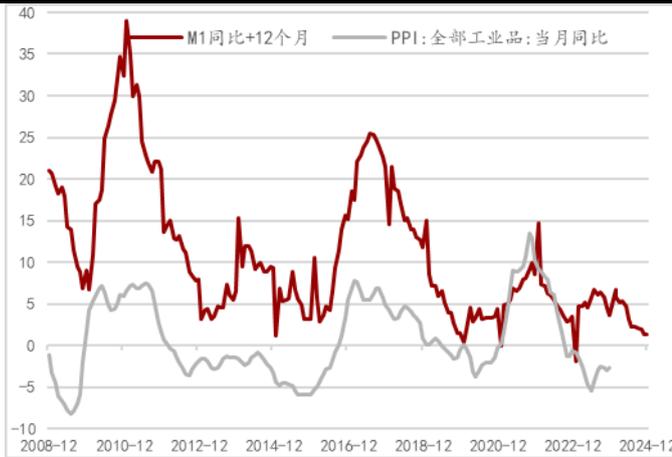


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

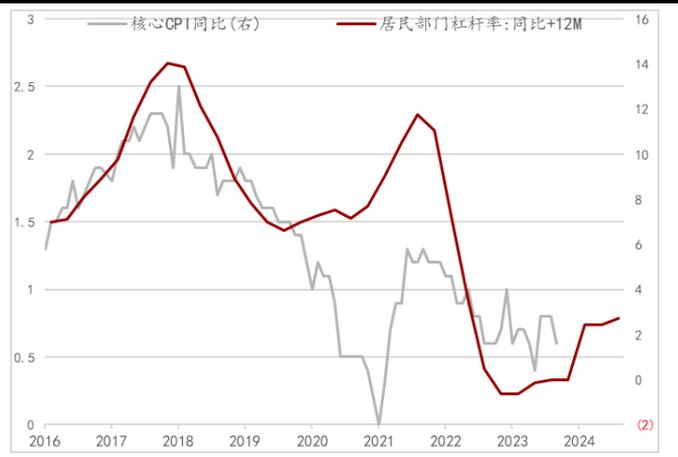
通胀短期或延续低位。2023年全年价格中枢整体偏低，需求不足的问题显现。猪肉产能保持去化，2024年猪价中枢预期抬升，给CPI带来支撑。2023年同期1月春节的影响，CPI在高基数作用下依然承压。我国经济仍处于缓步修复的进程中，地产行业有待修复，部分中下游行业产能有待出清，2024年一季度海外经济体预期尚未开启加息，海外定价的大宗商品上行幅度有限，一季度PPI上行驱动偏弱。我国积极的财政政策将发力提振内需，PSL、专项债额度预期陆续落地，给经济带来一定支撑。短期价格预期延续低位震荡，随着经济的修复，价格提振仍需时间。

图表15: M1增速逐步回落, 资金活化不足 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 居民杠杆率增速上行放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

海外经济政策节奏和幅度超预期,居民消费需求持续疲弱,原油价格上行幅度超预期。

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场