

12月通胀数据点评:年度数据回顾与展望



左景冉 分析师

Email: zuojingran@lczq.com

证书: S1320523020001

投资要点:

12月国内CPI同比增速连续三月处在负区间,增速-0.3%,但受22年低基数的影响,降幅较上月略有收窄,上次出现此种现象需要追溯至2009年,显示了当前国内经济景气度不高、内需恢复不及预期、24年仍将面临一定的下行压力。

国际油价低迷仍旧是制约PPI环比转正的主要原因,与之相对的是,以内需定价原料商品价格在12月表现相对亮眼。

回溯2023年国内通胀数据表现,全年CPI同比增速为0.2%,为2009年以来新低,PPI同比增速为-3%,价格表现远低于2022年末市场对其整体预期,总结原因主要包含以下几点:猪肉价格低迷、服务类需求不旺、原油价格中枢回落、地产市场景气度延续下行。

我们判断2024年CPI将呈现温和上升,全年增速0.8%。PPI预计年中能够回升至正区间,但反弹过程将较为温和,且转正后上行幅度有限,全年同比增速预计为0.5%。

对于2024年财政及货币政策可能的发力点,我们有以下几点判断:积极的货币政策仍将延续、中央赤字率适度扩大、财政发力预计前置、发力点将由收入端转向支出端、地方再融资债券规模将适度扩大。

风险提示:国内经济修复不及预期、地产景气度超预期下行、出口超预期调整、中美补库周期节点超预期、美联储货币政策超预期、地缘政治影响扩散。

相关报告

美国12月非农点评:就业超预期程度或被高估

2024.01.09

逆周期、跨周期下的中国稳平衡发展——
联储证券2024年度宏观报告

2024.01.08

12月PMI数据解读:供需延续季节性回落

2024.01.03

目 录

1. CPI: 连续三月同比负增	4
2. PPI: 油价低迷制约环比转正	5
3. 年度价格水平回顾与展望	6
4. 风险提示	9

图表目录

图 1	连续 3 月国内 CPI 同比增速为负 (%)	4
图 2	食品分项同比增速触底 (%)	4
图 3	12 月 CPI 环比增速季节性反弹 (%)	4
图 4	多数食品分项价格走势符合季节性规律 (%)	4
图 5	12 月 PPI 同比增速小幅收窄 (%)	5
图 6	定基指数度过平台期 (%)	5
图 7	PPI 环比增速延续下行趋势 (%)	6
图 8	多数行业产品价格符合均值波动趋势 (%)	6
图 9	2023 年国内整体呈现低通胀 (%)	7
图 10	2000 年至今国内通胀水平回溯 (%)	8
表 1	12 月国内 CPI 分项环比增速与均值数据对比 (%)	5
表 2	12 月 PPI 各分项环比增速与均值数据对比 (%)	6
表 3	2000 年至今低通胀时段央行操作	8

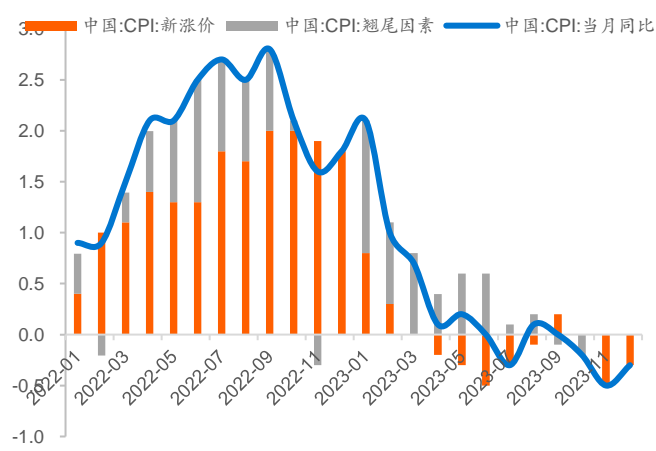
2024年1月12日，国家统计局公布2023年12月全国CPI和PPI数据，其中CPI¹同比下降0.3%，前值-0.5%，环比上涨0.1%，前值-0.5%；PPI²同比下降2.7%，前值-3%，环比下降-0.3%，降幅与前值持平。

1. CPI: 连续三月同比负增

12月国内CPI同比增速连续三月处在负区间，增速-0.3%，但受22年低基数的影响，降幅较上月略有收窄，上次出现此种现象需要追溯至2009年，显示了当前国内经济景气度不高、内需恢复不及预期、24年仍将面临一定的下行压力。

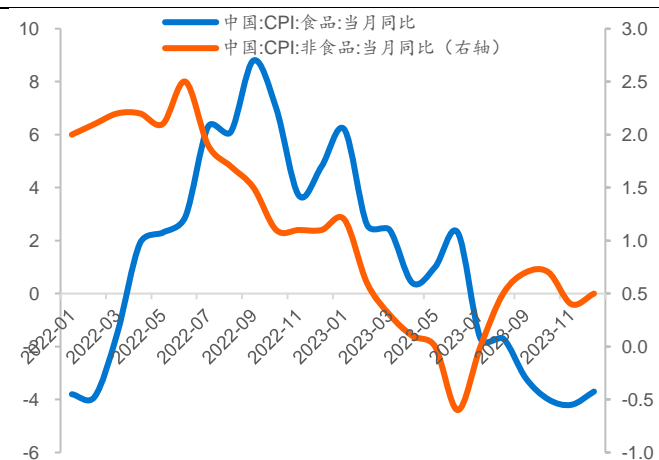
其中食品分项同比增速-3.7%，降幅较前值收窄0.5个百分点，主要原因在于猪肉价格度过基数高点，同比降幅显著收窄，非食品分项增速0.5%重回正区间。

图1 连续3月国内CPI同比增速为负(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图2 食品分项同比增速触底(%)

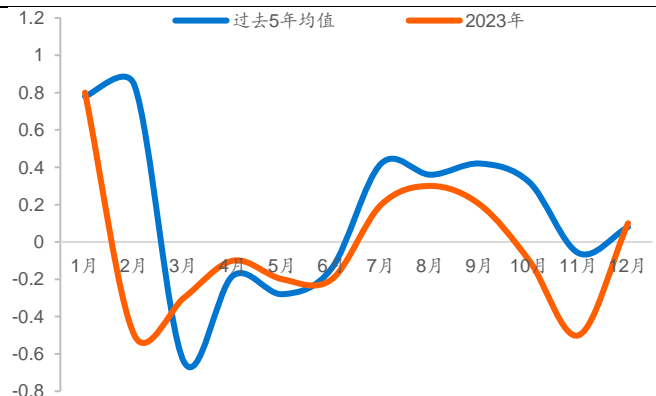


资料来源: Wind, 联储证券研究院

环比方面，12月CPI环比增速止跌反弹，9月后首次转正，增速0.1%，整体走势符合历史趋势，但涨幅超过均值水平。

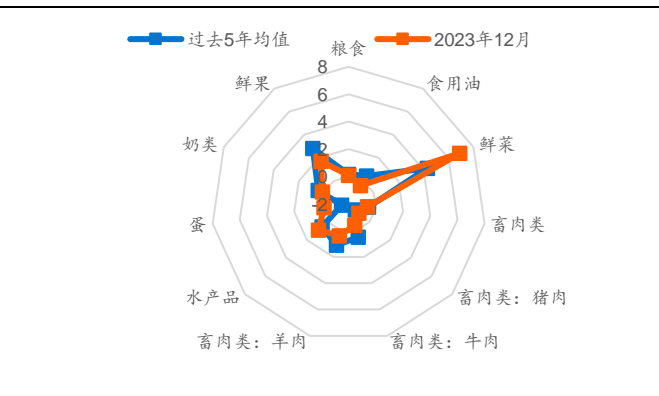
其中食品价格受寒潮雨雪天气的影响，储运供给受限，同时叠加节前居民消费需求释放，价格普遍回升。猪肉价格环比下行1%，降幅较前值显著收窄；鲜菜价格环比上涨6.9%、鲜果价格上涨1.7%、水产品价格上涨0.9%、奶类价格0.1%。

图3 12月CPI环比增速季节性反弹(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图4 多数食品分项价格走势符合季节性规律(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

¹ https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202401/t20240112_1946465.html

² https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202401/t20240112_1946466.html

非食品方面，核心 CPI 环比增速由负转正，受元旦消费季的带动，交运、旅游、娱乐相关价格普遍上行。而受国际油价下行的影响，能源价格成为非食品分项中的主要拖累项，燃料分项环比增速-4.5%，为年内新低，影响 CPI 下降约 0.17 个百分点。

表1 12月国内 CPI 分项环比增速与均值数据对比 (%)

	CPI	食品(28.19%)	非食品(71.81%)	核心 CPI	消费品	服务	
2023-12	0.10	0.90	-0.10	0.10	0.10	0.10	
2023-11	-0.50	-0.90	-0.40	-0.30	-0.50	-0.40	
2022-12	0.00	0.50	-0.20	0.10	-0.10	0.10	
过去 5 年均值	0.08	0.68	-0.08	0.04	0.14	0.02	
		食品烟酒(28%)					
	粮食(2%)	鲜菜(1.85%)	畜肉类(3.03%)	畜肉类:猪肉(1.25%)	鲜果(2.03%)	水产品(2%)	
2023-12	0.10	6.90	-0.60	-1.00	1.70	0.90	
2023-11	0.10	-4.10	-1.60	-3.00	1.90	-1.60	
2022-12	0.20	7.00	-4.60	-8.70	4.70	0.40	
过去 5 年均值	0.16	4.30	-0.54	-1.34	2.82	0.54	
	居住(22.12%)	教育文化和娱乐(13.65%)	交通和通信(11.25%)	医疗保健(11.24%)	衣着(6.81%)	生活用品及服务(4.74%)	其他用品和服务(2%)
2023-12	0.00	0.10	-1.20	0.10	0.10	0.80	0.30
2023-11	0.00	-0.90	-1.40	0.00	0.60	-0.20	-0.60
2022-12	-0.10	0.10	-1.40	0.00	0.10	0.30	0.40
过去 5 年均值	0.00	0.00	-0.70	0.06	0.04	0.20	-0.04

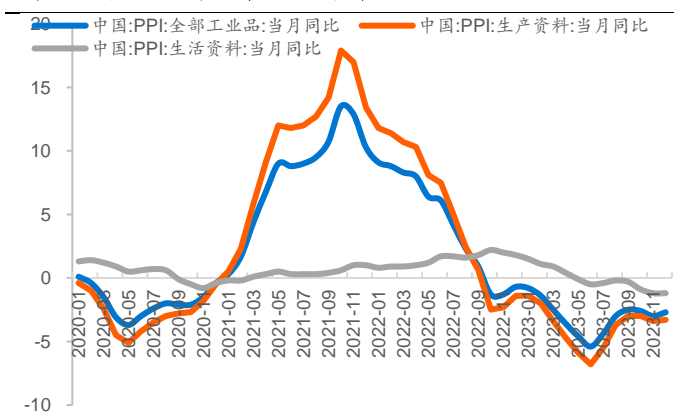
资料来源: Wind, 联储证券研究院

备注: 括号内为各分项权重参考, 由于具体数据国家统计局并未公布, 部分按照同比数据测算

2. PPI: 油价低迷制约环比转正

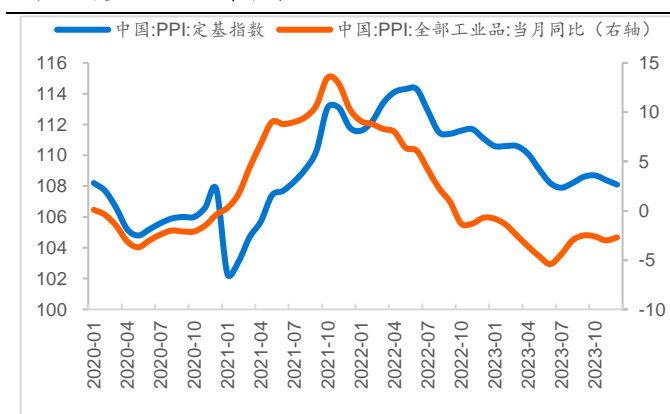
12月国内 PPI 同比增速小幅收窄。其中全部工业品同比增速-2.7%，较前值收窄 0.3 个百分点，生产资料同比增速-3.3%，较前值收窄 0.1 个百分点，生活资料同比增速-1.2%，与前值持平。整体上看，PPI 同比能够实现小幅回升，主要受低基数效应的带动，12月 PPI 定基指数度过 2022 年度最后一个平台期，再度进入新一轮下行区间。

图5 12月 PPI 同比增速小幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图6 定基指数度过平台期 (%)

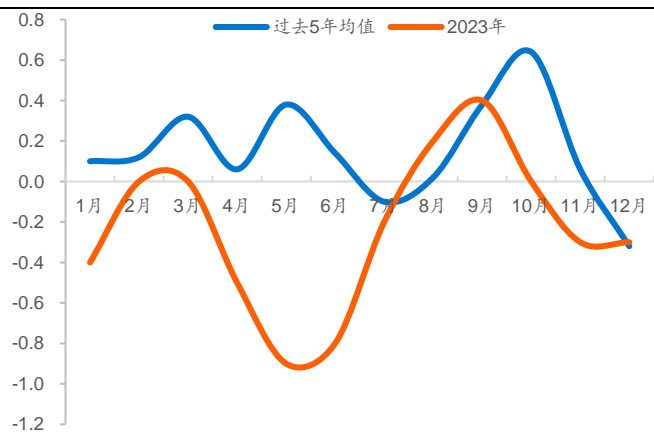


资料来源: Wind, 联储证券研究院

环比方面，12月国内 PPI 环比数据延续下行趋势，增速-0.3%，降幅与前值持平，同历史均值数据相比，略优于季节性数据。

具体拆分来看，国际油价低迷仍旧是制约 PPI 环比转正的主要原因。布伦特原油现货价格月初小幅提振之后，月中再度跌破 80 美元/桶，传导至国内市场，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%，两项合计贡献对于环比数据六成以上的负向拉动。

图7 PPI 环比增速延续下行趋势 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图8 多数行业产品价格符合均值波动趋势 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

与之相对的是, 以内需定价原料商品价格在 12 月表现相对亮眼。黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业价格环比增长 3.2%、0.8%, 水泥制造业价格上涨 2.2%, 上述商品价格均与基建行业景气度相关, 12 月价格上行应为年末部分基建项目集中施工, 相关商品需求旺盛, 带动价格阶段性快速上涨。有色金属商品价格表现相对低迷, 有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业价格环比增速分别为 0.1%、-0.3%, 均落后于均值水平, 显示相关行业市场需求尚未修复, 短期基本面或存在部分供给过剩。

表2 12 月 PPI 各分项环比增速与均值数据对比 (%)

	PPI	生产资料	生活资料	
2023-12	-0.3	-0.3	-0.1	
2023-11	-0.3	-0.3	-0.2	
2022-12	-0.5	-0.6	-0.2	
过去 5 年均值	-0.32	-0.42	-0.06	
	采掘	原料	加工	
2023-12	2.4	0.4	-0.2	
2023-11	1.8	1.3	0.1	
2022-12	1	-0.1	0.1	
过去 5 年均值	3.2	1.08	0.4	
	食品	衣着	一般日用品	耐用消费品
2023-12	-0.3	0.1	0	-0.1
2023-11	0.2	0.2	0.1	0
2022-12	0.6	0.5	0.3	0.7
过去 5 年均值	0.32	0.2	0.1	0.04

资料来源: Wind, 联储证券研究院

3. 年度价格水平回顾与展望

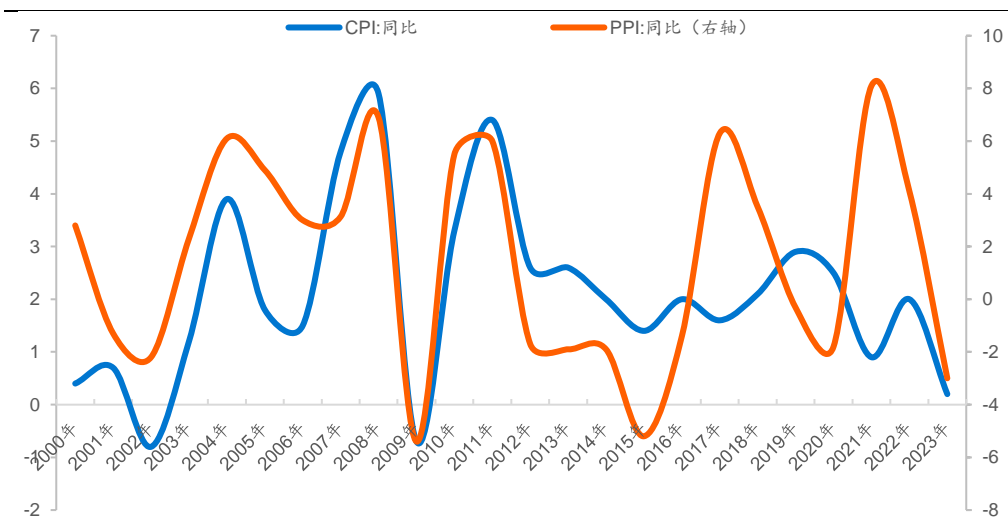
回溯 2023 年国内通胀数据表现, 全年 CPI 同比增速为 0.2%, 为 2009 年以来新低, PPI 同比增速为 -3%, 价格表现远低于 2022 年末市场对其整体预期, 总结原因主要包含以下几点:

- 第一, 猪肉价格低迷。2023 年国内生猪供应小幅过剩、需求端恢复不及预期, 同时叠加 2022 年高基数的影响, 考虑其在食品分项中所占权重, 对 CPI 同比数据修复形成了较强拖累。
- 第二, 核心 CPI 走低, 服务类需求不旺。2023 年国内核心 CPI 同比增速 0.7%, 为 2013 年统计该数据以来的新低值。其中住房价格持续走低, 房租价格降幅与前值持平, 服务类商品价格二三季度显著上行, 但更多反映疫情期间受压制需求集中释放, 四季度明显延续性不强。

第三，**原油价格中枢回落**。年中国际原油价格快速上涨，布伦特原油现货价一度触及 95 美元/桶，创下年内新高，但三季度后，原油价格再次回落，全年油价中枢较前值显著回落，反映至国内市场，表现为相关产业链商品价格持续走低。

第四，**地产市场景气度延续下行**。当前的地产市场主要问题集中于需求端，所需修复时间较长，虽然年内调控政策不断优化，但居民普遍仍保持观望情绪。反映至价格端，CPI 居住分项继续回落，黑色系商品价格持续下跌。

图9 2023 年国内整体呈现低通胀 (%)



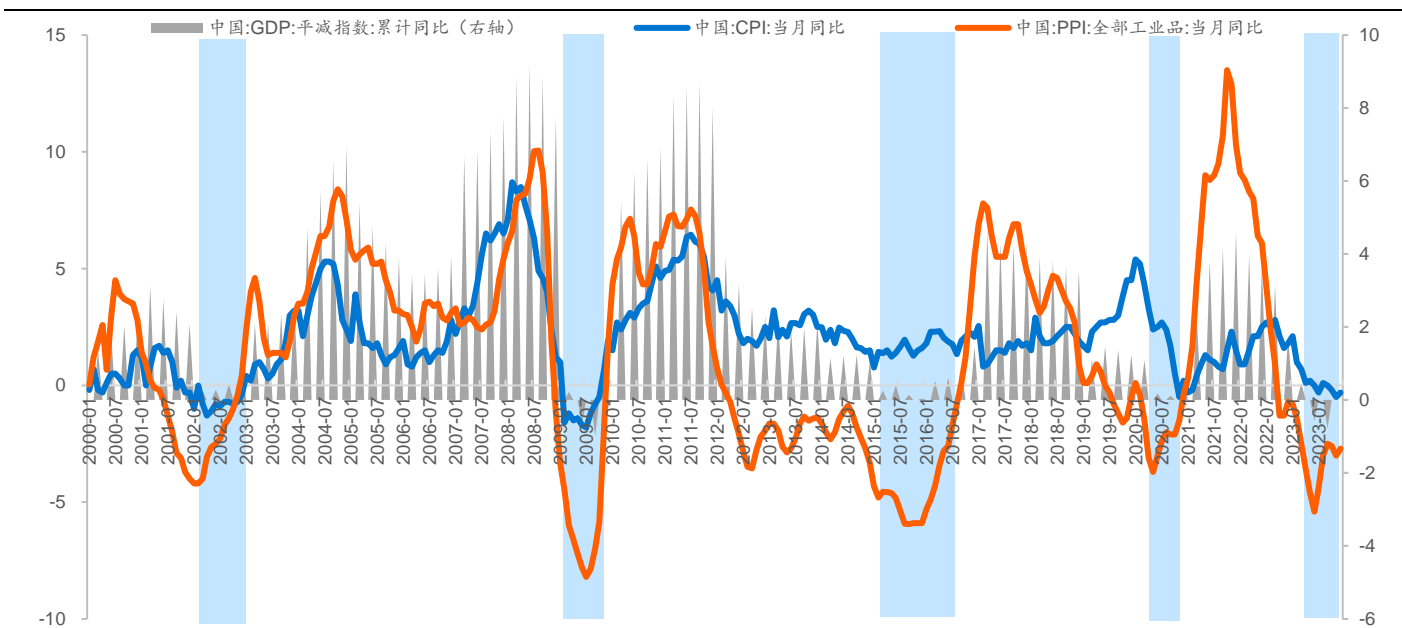
资料来源: Wind, 联储证券研究院

展望 2024 年，猪价、油价波动中枢预计均将上行，伴随年内中美补库周期的开启，商品价格水平将实现上行。但当前能繁母猪存栏量虽有回落，但回落幅度有限，且短期来看，生猪市场仍旧面临较大供应压力，若无外部事件催化，猪价上行幅度预计有限。原油方面以美国为首的发达经济体加息周期虽进入尾声，但上半年预计仍将维持高利率水平，且当前已经进入原油需求季节性淡季，全球经济仍面临下行压力，需求拐点将等待市场对于美联储货币政策转向节点形成一致性预期。供给端 OPEC+ 主要成员国对于减产态度不及预期，且非 OPEC+ 成员国产量增长迅速，预计油价上行幅度同样有限。

我们判断 2024 年 CPI 将呈现温和上升，全年增速 0.8%。PPI 预计年中能够回升至正区间，但反弹过程将较为温和，且转正后上行幅度有限，全年同比增速预计为 0.5%。

当前较低的商品价格水平不利于名义 GDP 的增长，显示居民消费需求及市场信心的修复受到抑制。适度抬升商品价格中枢，走出低通胀环境，2024 年将是政策面重要的发力窗口，而当前 CPI、PPI 双双为负的局面给予了其充分的施策空间。

图10 2000 年至今国内通胀水平回溯 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

对于 2024 年财政及货币政策可能的发力点, 我们有以下几点判断:

第一, 积极的货币政策仍将延续。回溯过去四轮低通胀阶段央行操作, 降准、降息为其重要的施策工具。考虑当前较低的通胀水平, 实体经济的融资成本仍然较高, 适度降息一方面能够满足其融资需求, 同时也为地方债务化解争取了腾挪空间。春节前后央行可能通过 SLF、MLF 等形式向市场注入短期流动性, 以减少资金面的波动, 而在年初、季度末等关键节点, 则更有可能使用降准投放中长期流动性。

表3 2000 年至今低通胀时段央行操作

轮次	时段	经济表现	央行操作
第一轮	2002 年	CPI、PPI 同比转负, GDP 平减指数下行	仅降息
第二轮	2008-2009 年	CPI、PPI、GDP 平减指数相继转负	降准、降息
第三轮	2015-2016 年	PPI 同比转负、GDP 平减指数下行	降准、降息
第四轮	2020 年	PPI 同比转负、CPI、GDP 平减指数下行	降准、降息

资料来源: Wind, 联储证券研究院

第二, 适度扩大中央赤字率。当前国内居民及地方层面加杠杆能力有限, 而低通胀环境需要政府层面进行逆周期调节, 预计中央层面将适度提升赤字率, 2024 年将不再受 3% 红线限制, 以向市场传递积极的财政信号, 稳定市场信心。

第三, 财政发力预计前置。2024 年财政发力前置可与 2023 年后置形成良好衔接, 提高相关政策的实施效果, 同时尽早稳定市场信心。

第四, 财政发力点将从收入端转向支出端。2022 年以来, 我国财政政策发力重点主要集中于收入端, 实施了大规模减税降费。通过收入端刺激经济, 传导链条较长, 在市场信心不足的背景下, 实施效果有限, 预计政策面将向支出端进行转向。

第五, 扩大地方再融资债券规模, 辅助地方政府化解债务风险。处在当前时点下,

地方政府完成化债工作，需要中央层面提供支持，预计 2024 年将适度新增再融资地方债额度，同时鼓励金融机构介入，部分地区可进行债务展期或地方融资平台债务重组，实现平稳化解债务风险。

4. 风险提示

国内经济修复不及预期、地产景气度超预期下行、出口超预期调整、中美补库周期节点超预期、美联储货币政策超预期、地缘政治影响扩散。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000