

证券研究报告**宏观研究****专题报告**

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

价格水平先向着 1%迈进

2024年2月8日

- **剔除高基数后，国内需求不足仍存。**今年1月CPI同比降幅继续扩大，有上年同期春节效应带来的高基数影响，但剔除高基数后，国内需求不足的问题也仍然存在。2023年至今的这轮价格水平形势，和2009年面临的形势有所区别。对比来看，近期这轮“类通缩”价格水平的全面性弱于2009年，因此2024年内CPI转正的难度或低于2009年。展望2月，由于“春节错位”转向拉升CPI，我们预计2月CPI同比增速有较大概率回正。
- **部分工业品需求好转，PPI降幅收窄。**由于国内部分行业进入传统生产淡季，全国PPI环比依旧为负，但环比降幅也已出现收窄。分行业来看，黑色链和有色链价格环比回升是PPI环比降幅收窄的重要支撑。其中，节前钢材补库需求增加，带动了黑色金属冶炼价格环比上涨；而部分地区采暖需求增加，也带动煤炭开采洗选业价格回升，这也解释了采掘价格环比好转、带动生产资料价格回升这一现象。
- **价格水平先向着 1%迈进。**总体来看，今年CPI向3%迈进有阻力，我们认为2024年CPI或先向着1%迈进。而这轮物价水平形势的表现，或也决定了2024年货币政策的方向。我们认为，当前实际利率仍偏高，因此今年货币政策宽松或难结束，仍有降息空间。而我们面临的最大问题是如何加快资金流动效率和传导效率，以推动实体经济发展。基于这一考虑，我们认为，全年整个货币政策可能更倾向于使用结构性货币政策工具来精准支持。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、剔除高基数后，国内需求不足仍存.....	3
二、部分工业品需求好转，PPI 降幅收窄.....	4
三、价格水平先向着 1%迈进.....	6
风险因素.....	8

表目录

表 1: 历次 CPI 持续转负梳理.....	7
-------------------------	---

图目录

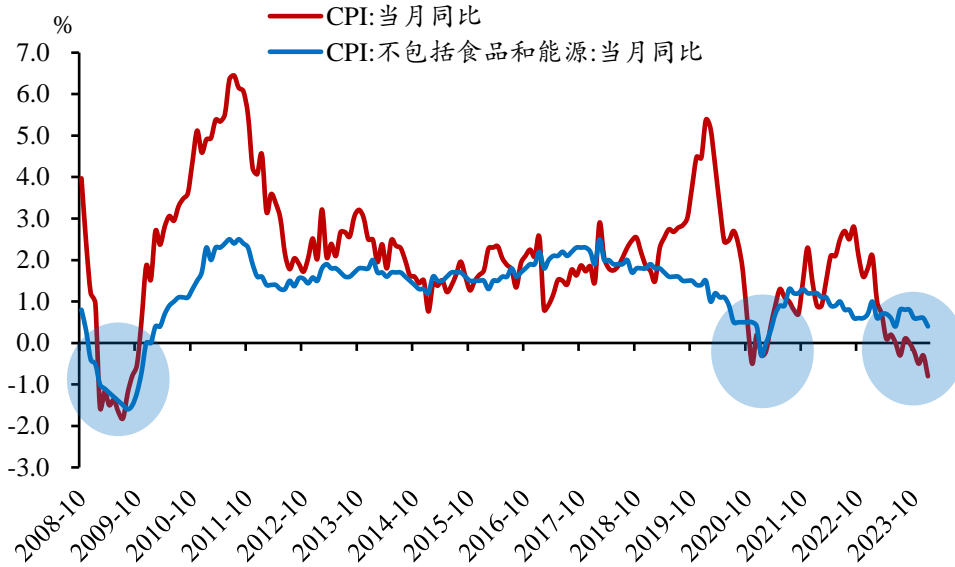
图 1: CPI 持续负增，但与 2009 年不同.....	3
图 2: 2024 年 1 月 CPI 环比不及季节性环比表现.....	3
图 3: 2023 年全年 CPI 同比上涨 0.2%，好于 2009 年.....	4
图 4: 2024 年 1 月 PPI 同比降幅收窄.....	5
图 5: 采掘工业价格环比明显好转.....	5
图 6: 制造业价格端未能持续上涨.....	6

一、剔除高基数后，国内需求不足仍存

今年1月CPI同比下降0.8%，前值为-0.3%，CPI同比降幅继续扩大，且跌幅大于市场预期（预期值：-0.5%）。

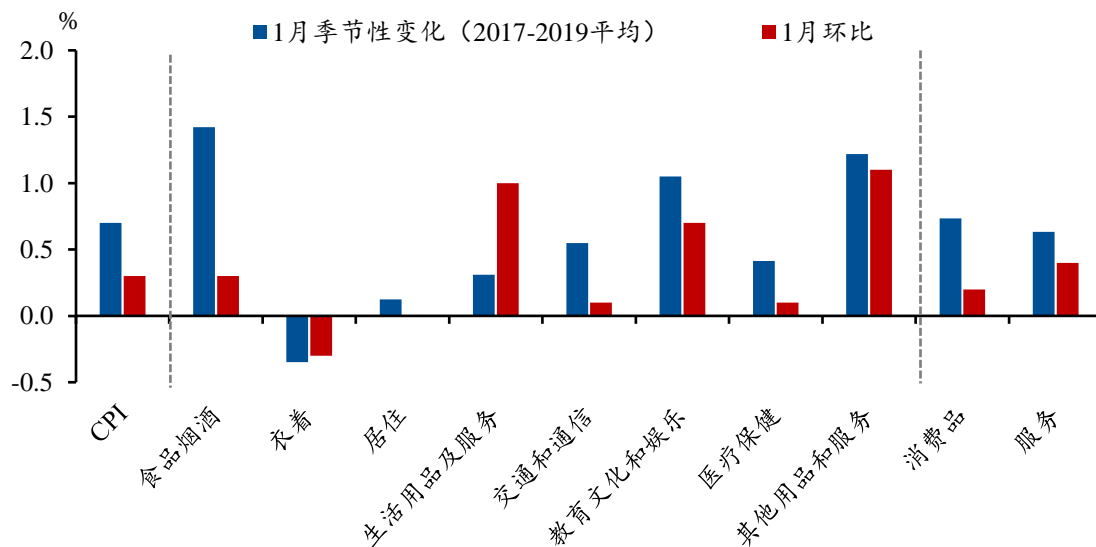
CPI同比降幅较大，部分受到上年同期春节效应带来的高基数影响，但剔除高基数后，国内需求不足也仍存在。在1月份-0.8%的CPI同比变动中，翘尾影响约为-1.1个百分点，价格变动的新影响约为0.3个百分点。从市场预期的-0.5%的CPI来看，预期环比为0.6%，但实际1月CPI环比上涨0.3%，而且也弱于季节性（图2），说明国内本身需求不足的现象也仍然存在。

图 1：CPI 持续负增，但与 2009 年不同



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：2024 年 1 月 CPI 环比不及季节性环比表现



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

CPI 持续 4 个月负增，却与往年不同。自 2023 年四季度起，CPI 持续负增，这一现象并不常见，历史上 CPI 同比负增超过 3 个月的时段要追溯到 2009 年。但近期 CPI 同比持续负增的现象和 2009 年并不相同，这或决定了今年货币政策的方向。

1) 从全年增速上来看，虽然 2023 年出现 CPI 持续负增现象，但整体情况远好于 2009 年。

2) 今年 1 月扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.3%，涨幅与近十年同期平均水平相当；核心 CPI 同比上涨 0.4%，保持温和上涨。而 2009 年的 CPI 负增是核心 CPI 和整体 CPI 同步回落。

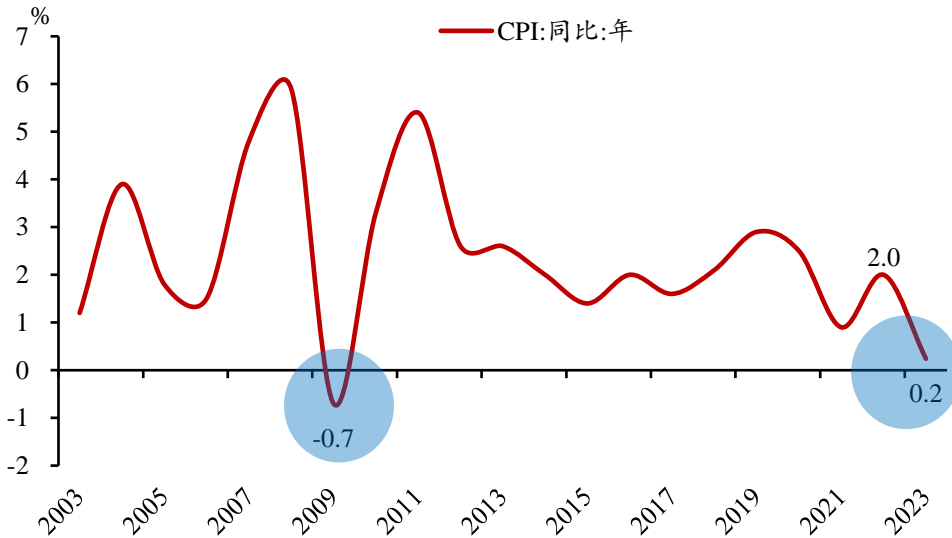
我们认为：

消费品价格表现弱，一是工业消费品价格偏弱，二是猪周期压制，三是能源价格回落。

从消费品价格拖累程度来看，猪周期压制 > 工业消费品 > 油价等能源价格压制。

展望 2 月，由于“春节错位”转向拉升 CPI，我们预计 2 月 CPI 同比增速有较大概率回正。

图 3：2023 年全年 CPI 同比上涨 0.2%，好于 2009 年



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、部分工业品需求好转，PPI 降幅收窄

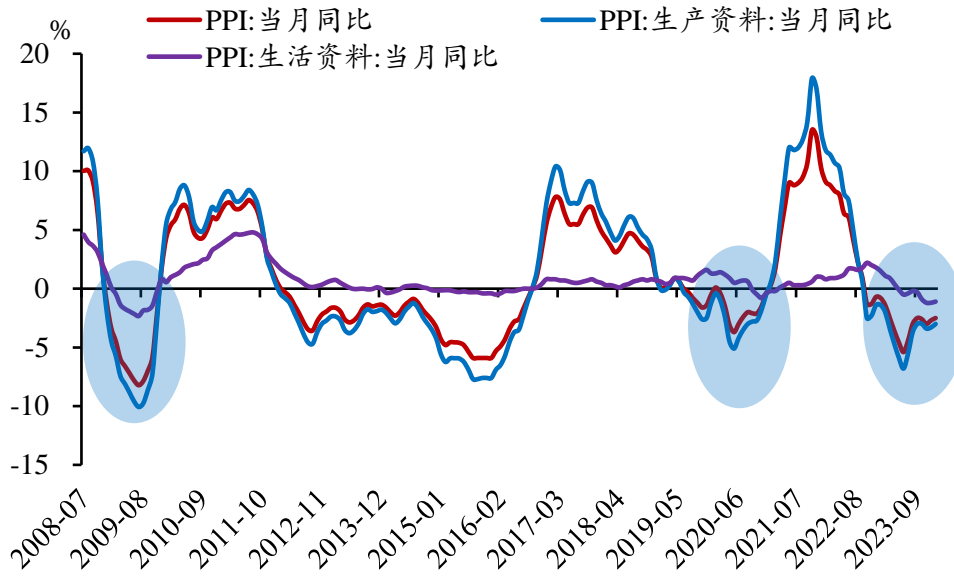
2024 年 1 月 PPI 同比降幅收窄至 2.5%，略微好于市场预期的 -2.6%。由于国内部分行业进入传统生产淡季，全国 PPI 环比依旧为负，但 PPI 环比降幅也已出现收窄。

生产资料和生活资料同比降幅均有收窄，且生产资料的收窄幅度更加明显。从生产资料分类来看，这一收窄或更多由采掘工业的环比好转引起；而生活资料价格改善程度有限，或是受耐用消费品类价格环比下降较多的拖累。锂离子电池制造、计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业价格分别下降 2.6%、0.3%、0.3%。

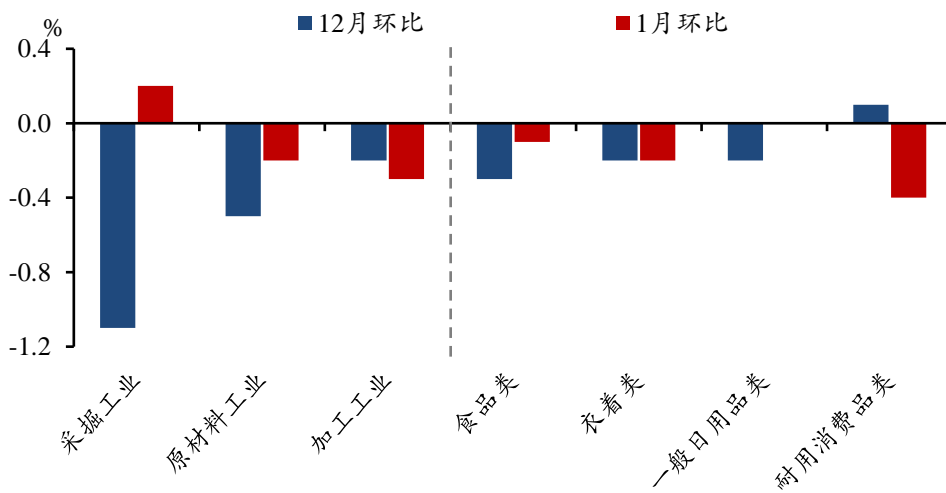
黑色和有色链价格环比回升是 PPI 环比降幅收窄的重要支撑。节前钢材补库需求增加，带动黑色金属冶炼价格环比上涨。而有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.3%，其中锌冶炼、铝冶炼价格分别上涨 0.7%、0.6%。

此外，部分地区采暖需求增加，也带动煤炭开采和洗选业价格微涨。

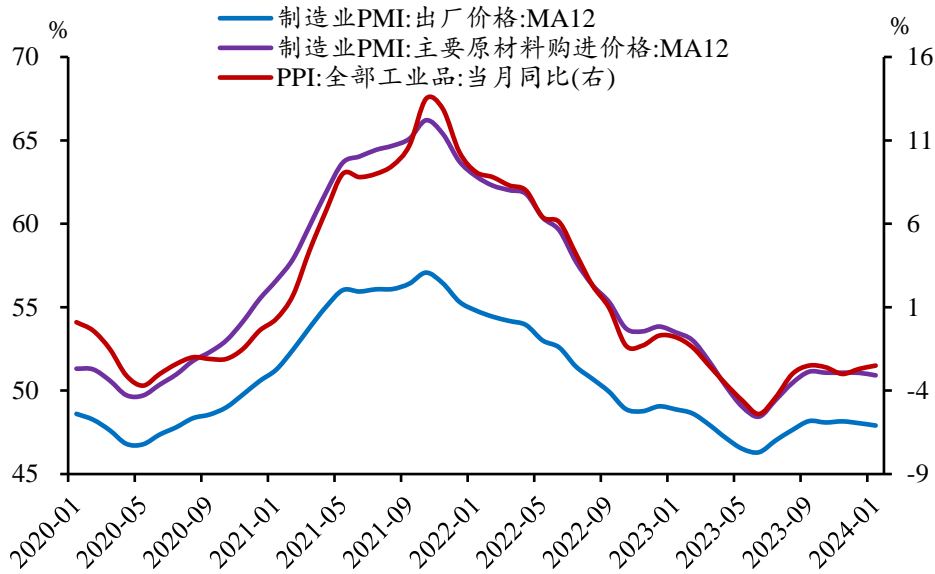
展望年内后续走势，我们认为，PPI 同比回升转正或待年中时点。

图 4：2024 年 1 月 PPI 同比降幅收窄


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：采掘工业价格环比明显好转


资料来源: ifind, 国家统计局, 信达证券研发中心

图 6：制造业价格端未能持续上涨


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、价格水平先向着 1%迈进

2009 年面临的 CPI 同比形势与 2023 年至今不同。2009 年面临的是整体 CPI 和核心 CPI 的同步走弱，核心 CPI 长期走弱需要靠较长时间来修复转正，而 2023 年至今这一轮核心 CPI 保持稳定。

2024 年年内 CPI 转正的难度或低于 2009 年。PPI 同比有望在年中转正，我们认为 CPI 和 PPI 双负局面或不会持续太久，预计价格水平双负局面最早可能在一季度末被打破，而 CPI 和 PPI 同时转正或要等到年中时点。

目前，国内 CPI 仍处于-0.8%的较低水平，今年 CPI 向 3%迈进有阻力，**我们认为 2024 年 CPI 或先向着 1%迈进。**

我们认为，在物价水平双负局面下，目前实际利率仍偏高，因此**2024 年货币政策宽松或难结束，降息仍有空间。**

从物价水平上看，经济指标的表现上反映的是“类通缩”的状态，这说明中国实体经济获得的资金并不足。而我们认为，整个的资金供给量其实较为充裕，我们现在面临的最大的问题是如何去调节资金，让资金合理有效用在更精准的领域；如何加快资金的流动效率和传导效率去推动实体经济的发展。

基于这一考虑，我们认为，**全年整个货币政策可能会更倾向于使用结构性货币政策工具来精准支持。**

表 1：历次 CPI 持续转负梳理

时间	CPI 负增持续时间	特征	背景	政策
2009 年	9 个月	全面走低： <ul style="list-style-type: none"> • CPI 同比转负 • 核心 CPI 同比转负 • PPI 同比转负 	<ul style="list-style-type: none"> • 国际金融危机冲击下外需明显萎缩 • 国内产能过剩 • 我国经济下行压力加大等 	<ul style="list-style-type: none"> • 降准降息； • 四万亿投资
2020 年-2021 年	2 个月	<ul style="list-style-type: none"> • PPI 同比持续转负 • CPI 同比短暂性负增 • 核心 CPI 同比短暂性负增 	<ul style="list-style-type: none"> • 猪周期处于下行阶段 	<ul style="list-style-type: none"> • 降准降息； • 2020 年 6 月的抗疫特别国债
2023 年-2024 年 1 月	4 个月	<ul style="list-style-type: none"> • PPI 同比持续转负 • CPI 同比负增 • 核心 CPI 未陷入负增长 	<ul style="list-style-type: none"> • 猪周期处于下行阶段 • 国内产能过剩等 	可能的政策： <ul style="list-style-type: none"> • 降准降息； • 国债 • 结构性货币政策工具

资料来源：中国政府网，经济日报，国家发改委，信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。