

内需疲软，通胀延续弱走势

中信期货研究所 宏观与商品策略研究团队

张文 从业资格号: F3077272 投资咨询号: Z0018864  
 研究员 屈涛 从业资格号: F3048194 投资咨询号: Z0015547  
 刘道钰 从业资格号: F3061482 投资咨询号: Z0016422

投资咨询业务资格:  
 证监许可【2012】669号

**事件:** 11月CPI同比下降0.5% (市场预期均值-0.1%, 前值-0.2%), 环比下降0.5%, 核心CPI同比0.6%, 与前值持平; PPI同比下降3.0% (市场预期均值-2.8%, 前值-2.6%), 环比下降0.3%。

**观点:**

1、CPI环比继续走弱，内需恢复态势疲软。11月CPI环比下行0.4个百分点至-0.5%，核心CPI环比由持平转为下降0.3%。环比下降主要是天气偏暖农产品供应充足、国际油价下行和出行等服务消费需求季节性回落影响。其中，食品价格下降0.9%，降幅超季节性水平，鲜菜、鸡蛋和水产品、猪肉等鲜活食品价格分别下降4.1%、3.1%、1.6%和3.0%；鲜果价格季节性上涨1.9%。非食品价格下降0.4%，国内汽油价格下降2.8%，服装价格上涨0.6%；旅游出行进入淡季，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格均下降。

2、能源食品为主要拖累项，核心CPI同比走势保持稳定。CPI同比降幅扩大至0.5%，主要受能源价格同比由涨转降，食品价格跌幅扩大影响。食品中，猪肉价格降幅扩大1.7个百分点至31.8%，鸡蛋、食用油、牛羊肉、禽肉类和水产品价格降幅均有扩大，鲜菜、鲜果价格上涨。非食品价格涨幅回落0.3个百分点至0.4%，能源价格由上月上涨1.2%转为下降1.3%，服务价格涨幅回落，机票价格由涨转降，宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格涨幅均回落，服装价格上涨。

3、CPI同比环比走势偏弱，低于市场预期，剔除掉食品和能源的核心CPI环比下降0.3%，降幅为2019年3月以来最低值。2022年以来居民中长期消费贷款中枢明显下降，11月耐用品消费也进一步走弱，反应当前国内经济需求较弱，地产下行、内需不足的风险较大，仍需期待后续经济政策向居民端的倾斜来修复消费信心。

4、受国际油价回落、部分工业品市场需求偏弱等因素影响，11月PPI环比由平转降，同比降幅扩大。环比看，国际油价下行，带动国内石油行业价格下行；煤炭和天然气需求季节性增加，燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格上涨。重大项目建设稳步推进，水泥制造、黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨。同比方面，主要行业中，石油和天然气开采业价格由涨转降；煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、石油煤炭及其他燃料加工业价格降幅均扩大；化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业价格降幅均收窄。装备制造业中，锂离子电池制造价格、计算机通信和其他电子设备制造业价格和汽车制造业价格同比环比均下降。

5、M1增速领先PPI增速约9-12个月，近月来M1同比增速持续下行，反应企业投资意愿偏弱。11月制造业采购经理指数（PMI）出厂价格指数为48.2，仍旧维持在收缩区间，反应供需失衡影响下工业品价格的下行压力。今年二三季度GDP平减指数分别为-0.92%和-0.84%，结合11月物价数据来看，今年我国经济中存在低通胀压力。12月8日政治局会议上，中央强调财政政策要“适度加力，提质增效”，随着增发国债政策的落地以及明年宏观调控力度的加大，我们预计后续内需的复苏会带动通胀的修复。

**风险提示:** 国内经济弱于预期，海外经济显著下滑。

图1: CPI同比及环比 (%)

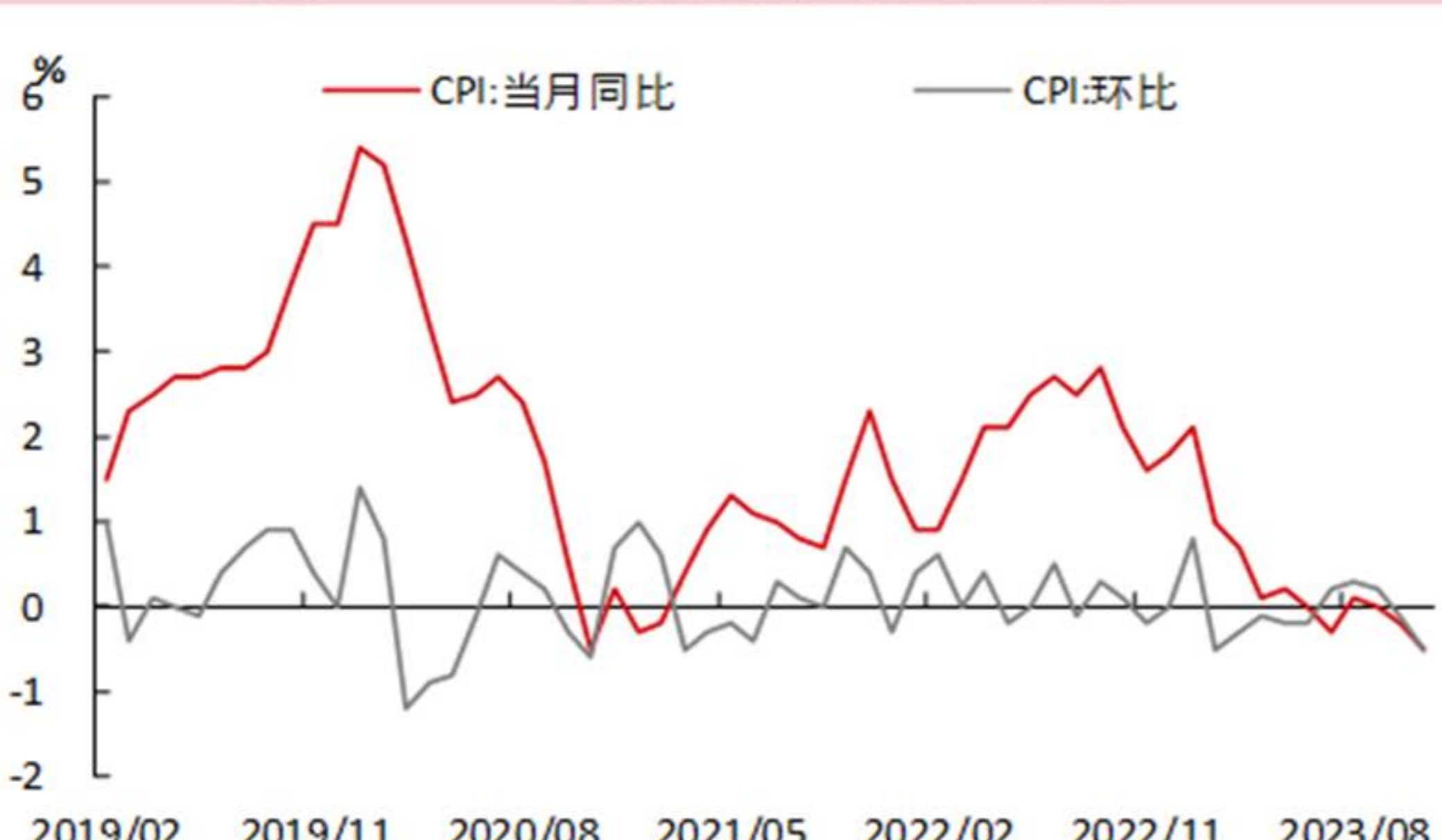


图2: 核心CPI走势 (%)

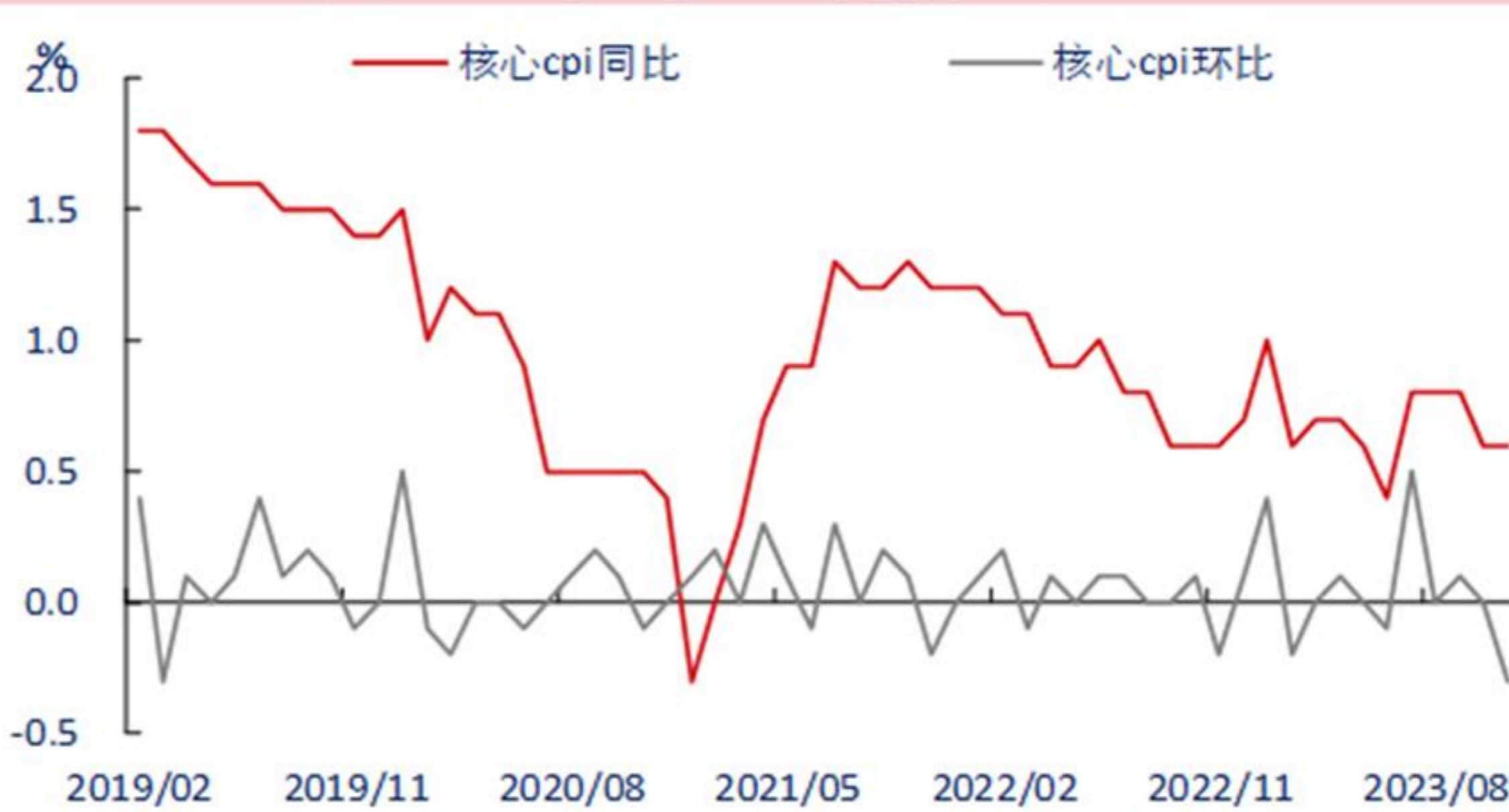


图3: CPI服务当月同比与环比 (%)

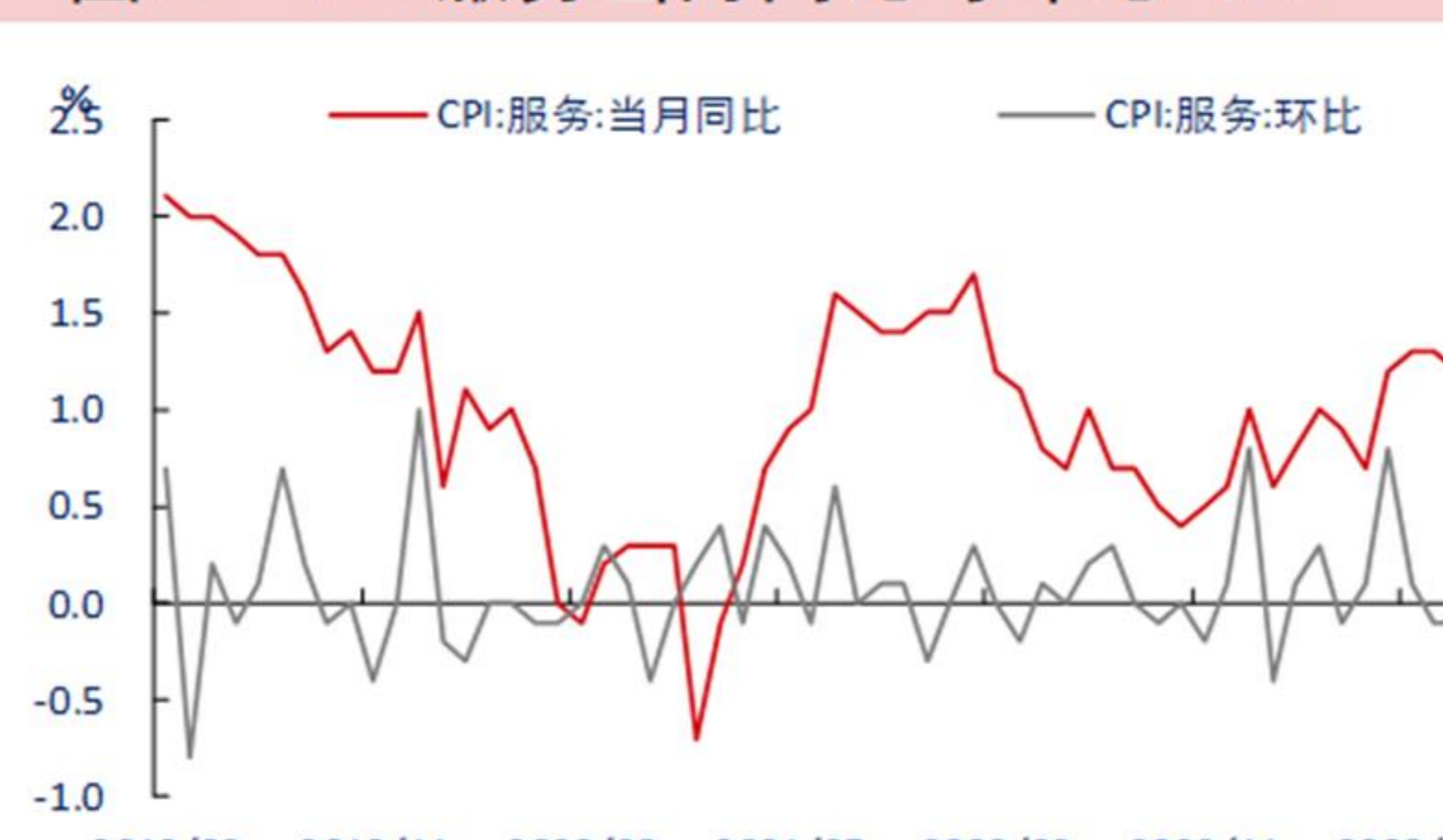


图4: CPI消费当月同比与环比 (%)



图5: 居民中长期消费贷款

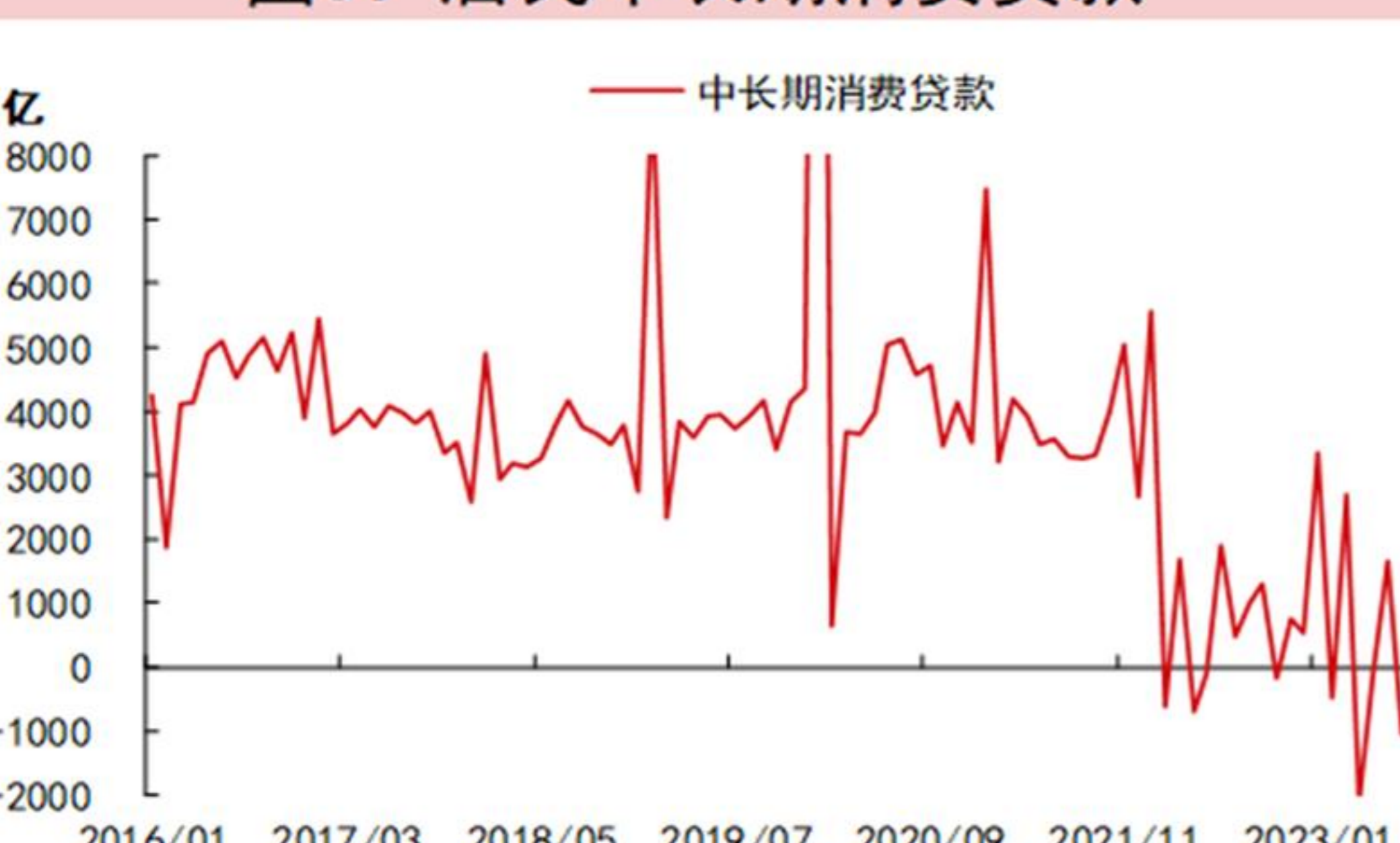


图6: GDP平减指数

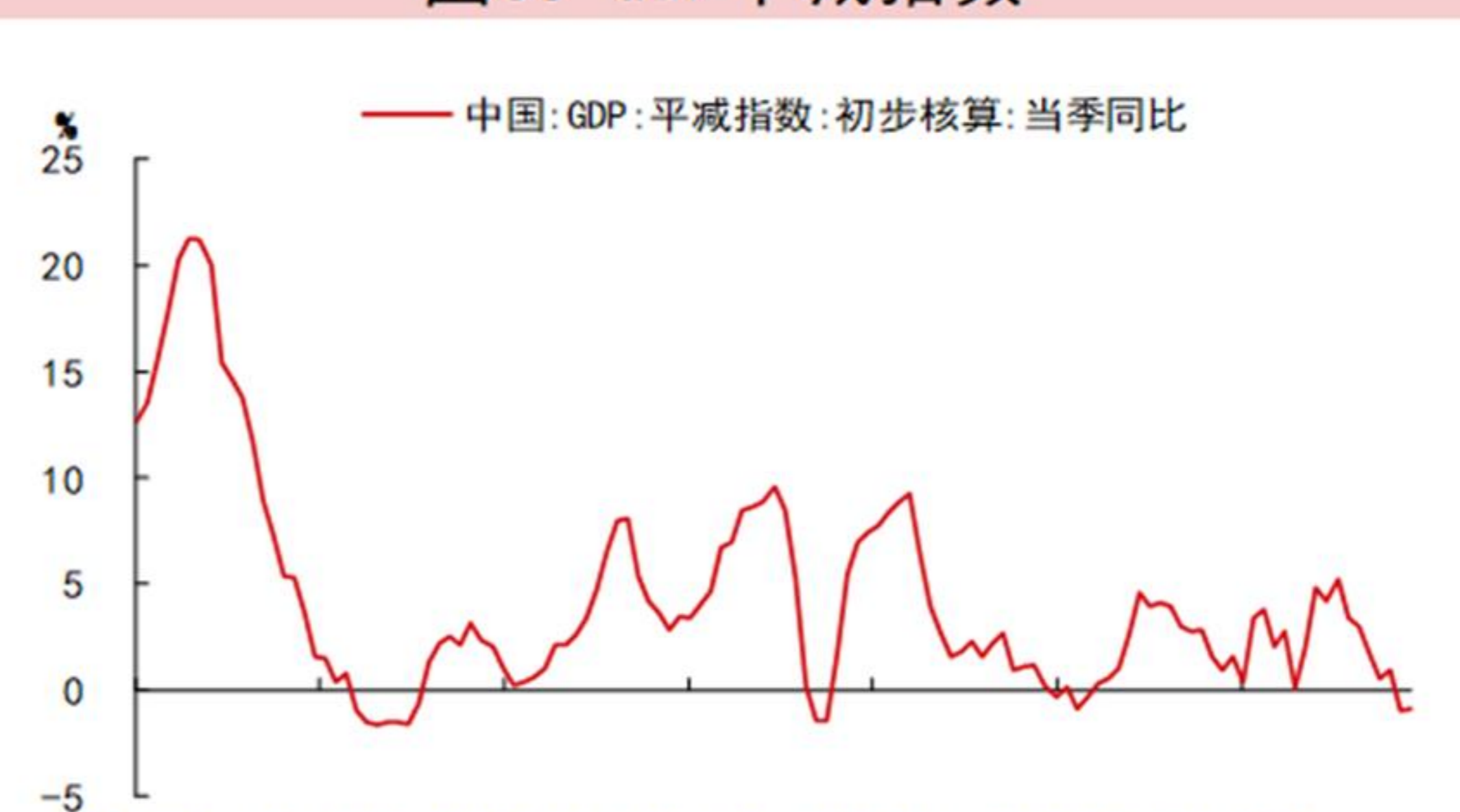


图7: PPI同比及环比走势

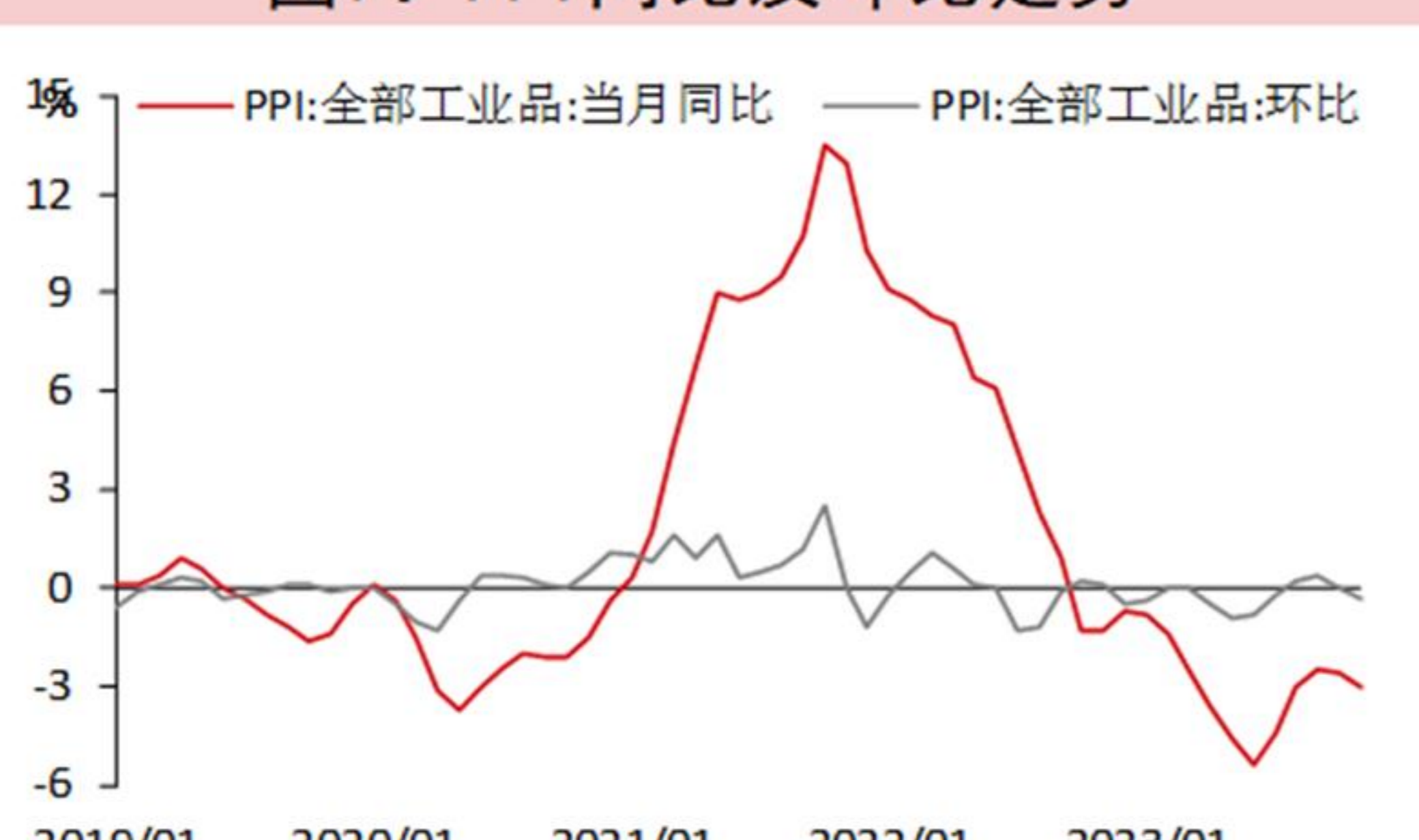


图8: PPI与M1走势

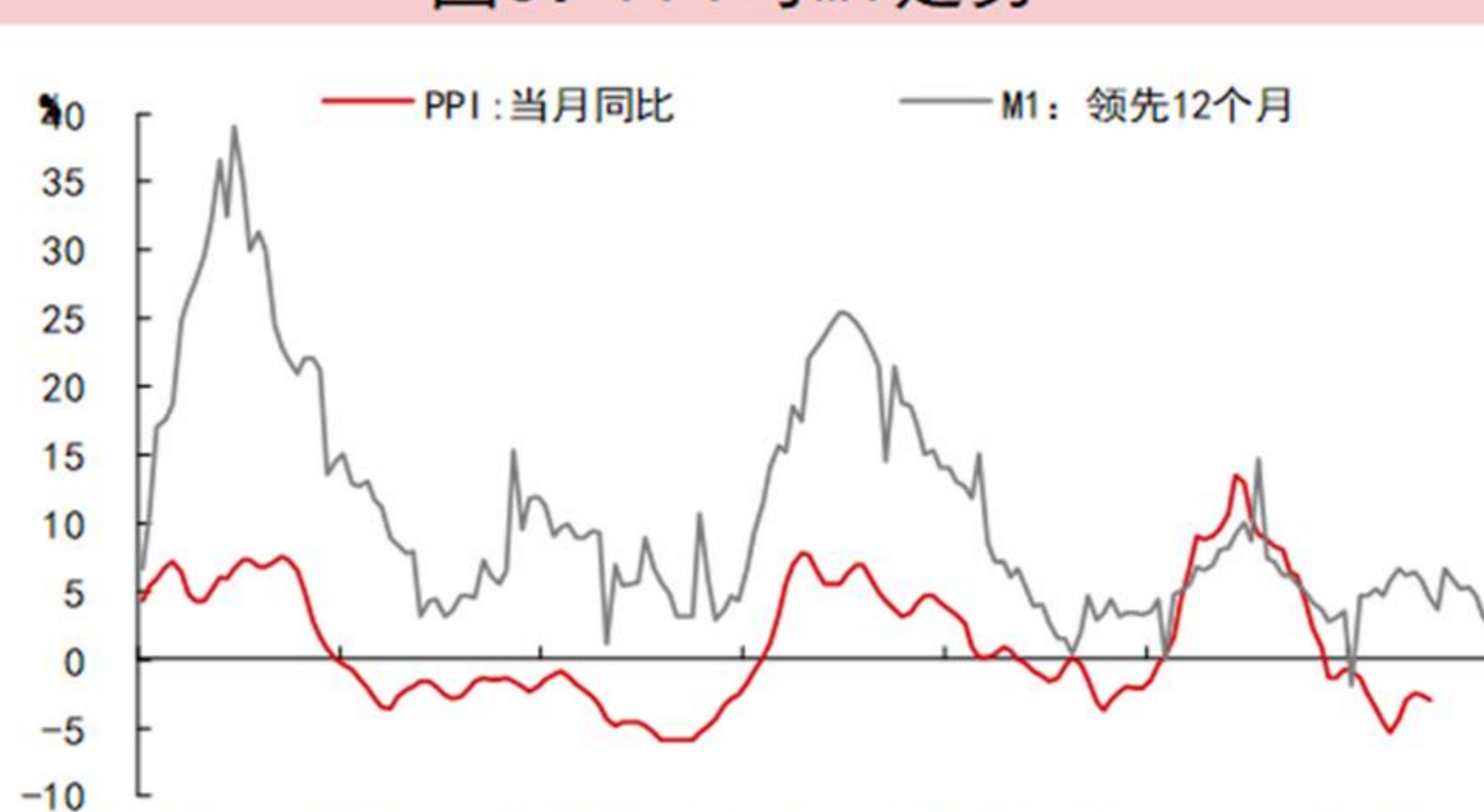


图9: PPI分大类环比

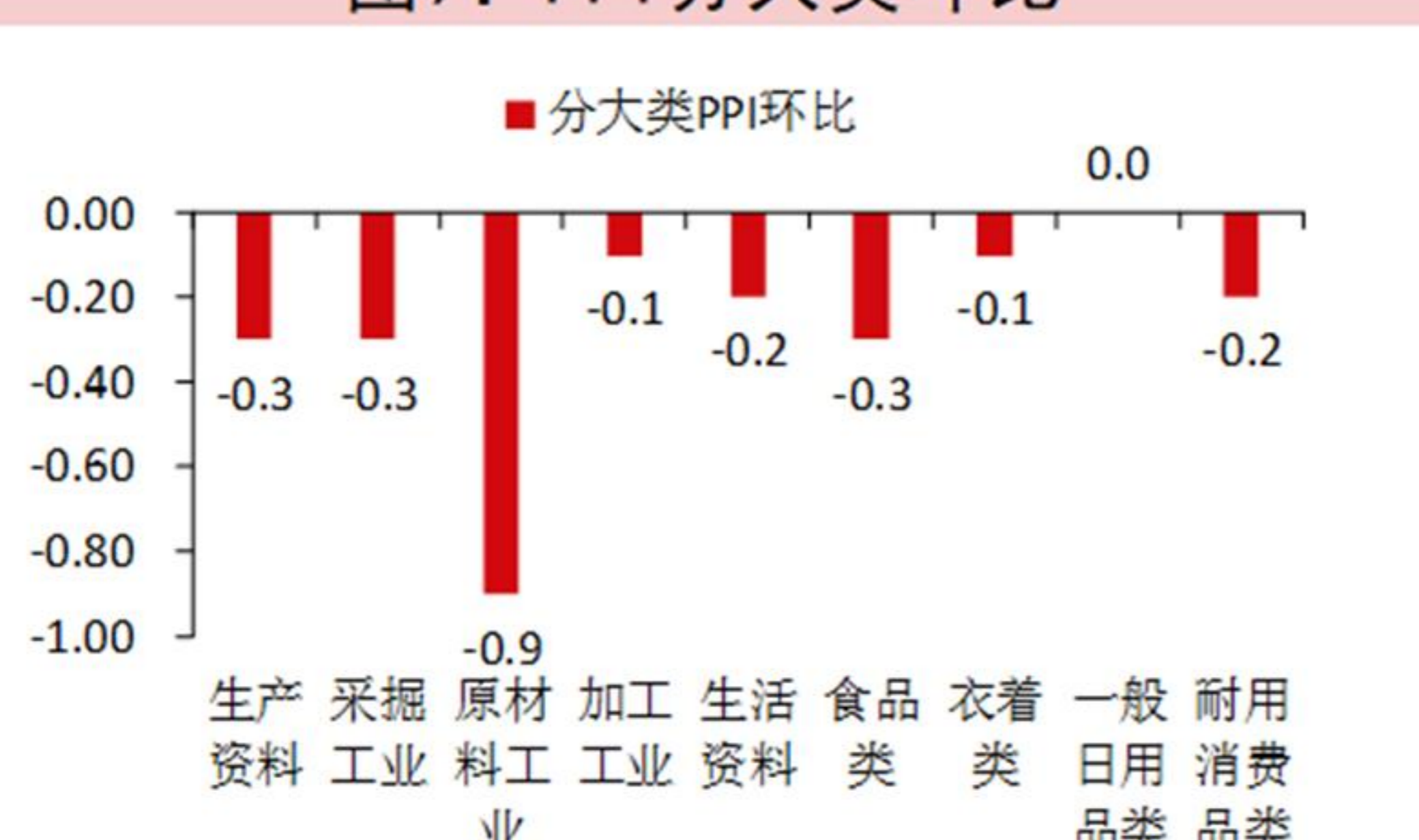
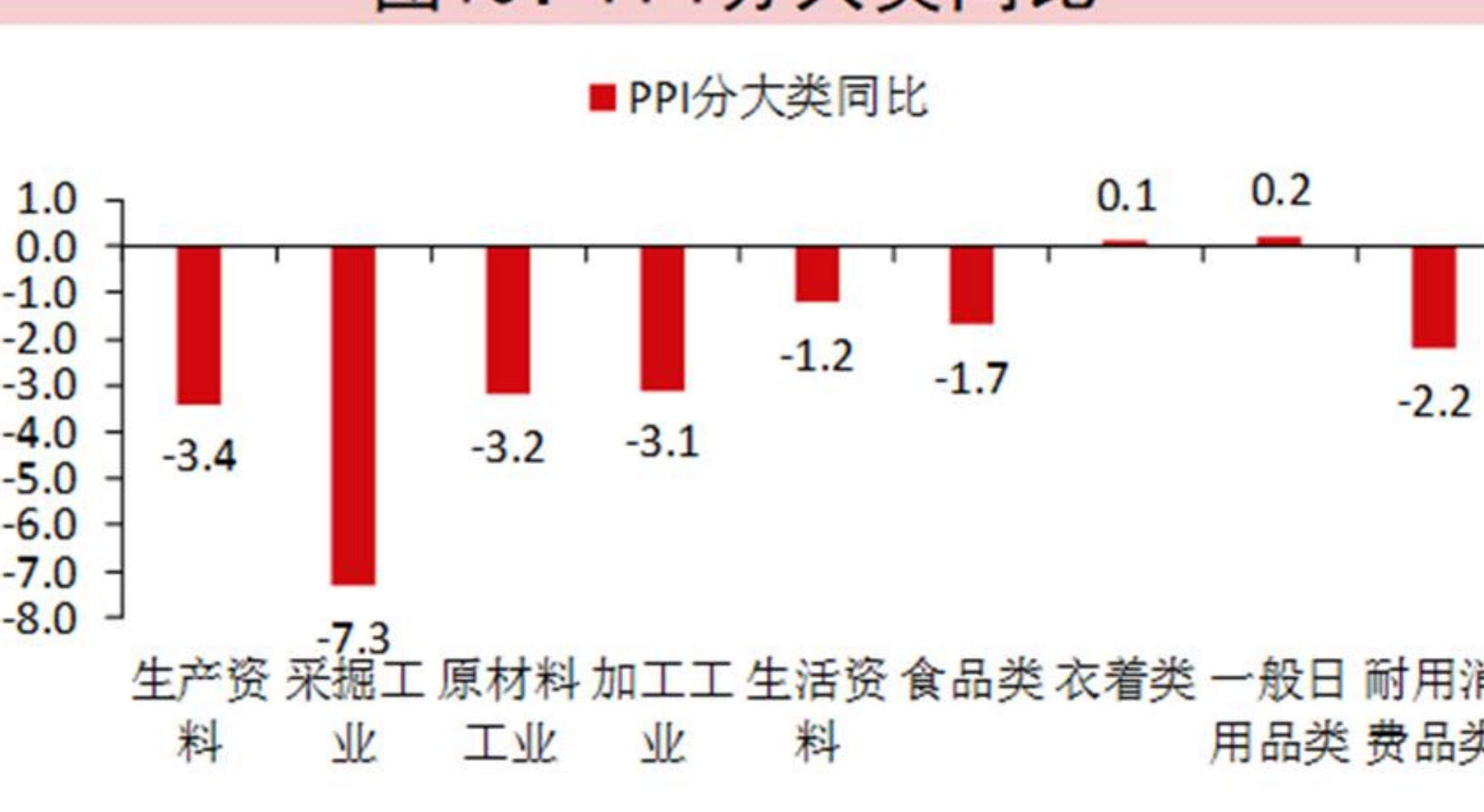


图10: PPI分大类同比



数据来源: Wind 中信期货研究所

**重要提示:** 本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

**免责声明:** 除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权/或其他相关知识产权。未经授权，不得发送或复制本报告任何内容。中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。本报告并不构成中信期货给予的任何私人咨询建议。