



“宏观基本面”系列

宏观专题研究报告
 证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

温和通胀的微观基础？

以 CPI 为代表的物价指标自 2023 年初以来持续回落，背后成因、映射怎样的经济线索？2024 年通胀图景又将如何演化，本文详细梳理，敬请关注。

一、2023 年，CPI 同比回落主因部分商品供给扰动、与服务业涨价放缓等有关

2023 年，以 CPI 为代表的物价明显回落，一度跌至-0.5%、创近 3 年新低。CPI 同比自 1 月的 2.1%、延续回落至 7 月的-0.3%，8 月、9 月在“零”附近震荡，随后进一步下探至 11 月的-0.5%。环比来看，2023 年前 11 个月中，有 8 个月 CPI 环比低于季节性水平，除去“春节错位”影响，四季度以来，CPI 环比与往期平均水平的偏离度进一步扩大。拆分来看，CPI 持续回落主因食品端拖累、非食品支撑也有所放缓。除阶段性翘尾因素扰动外，食品端为主要拖累、同比增速自年初的 6.2% 回落至 11 月的-4.2%，环比增速也多低于季节性。相较于食品端，CPI 非食品同比于三季度明显回升、从 6 月的-0.6% 上涨至 9 月的 0.7%，但四季度以来涨价有所放缓、10 月后降至 0.6% 左右。

食品端拖累与生猪等供给扰动有关，非食品变化主因服务涨价放缓等。食品端，猪价、作为波动主要来源，价格持续低迷，前 11 月 CPI 猪肉同比累计降幅近 44 个百分点、与生猪产能去化较慢等有关。非食品端，出行活动增加等带动服务价格改善支撑非食品在三季度明显上涨；四季度以来，服务业涨价放缓、叠加原油链拖累等，支撑作用明显减弱。

二、2024 年，部分商品供给去化较慢、叠加需求修复相对平缓等，对价格提振或有限

食品端：新一轮猪周期产能去化或相对偏慢、涨价弹性或相对有限。上一轮非洲猪瘟影响下，生猪均价一度上涨至 38 元/千克，带动产能大幅扩张，行业集中度抬升、CR10 从 2019 年的 9.3% 抬升至 2022 年的 20.2%。大规模利润累积下，养殖企业“抗亏损”能力明显增强，叠加猪种改良等提升行业生产效率，或使得生猪产能去化节奏相对偏慢。

非食品端：内需逐步修复带动服务业价格温和回升，外需偏弱下原油链等输入性影响或相对较弱。稳增长下内需逐步修复，但债务压制、预期偏弱等或限制修复弹性，对部分商品、服务价格提振或有限。外需偏弱、叠加部分供给扰动，原油链涨价弹性或受限，近月已有所体现，例如，油价回落带动 11 月 CPI 交通工具用燃料环比超季节性降至-2.7%。

三、通胀环境相对温和，或较难成为债市核心矛盾，后续可重点跟踪政策与基本面变化等

2024 年 CPI 同比中枢或在 0.5% 左右，呈浅“√”型。中性情境下，年初部分服务、商品涨价，叠加春节“错位”等，CPI 或于 2 月回升至 0.5% 左右；内需温和修复、部分商品去化仍有压力，外需走弱拖累部分大宗商品等综合影响下，二、三季度 CPI 相对温和、0.4% 附近震荡；四季度后，内需逐步释放、叠加基数等，CPI 或回升至高点、1.2% 左右。经济复苏初期、需求刚刚开始修复，对价格提振作用或相对较弱。经验显示，物价的周期性波动是经济周期性变化的滞后表现；经济复苏初期，以 CPI 为代表的物价指标往往处于低位徘徊区间，比较典型的阶段如，2017 年初，PMI 由 1 月的 51.3% 上涨 0.5 个百分点至 3 月的 51.8%，但同期 CPI 同比表现相对温和，2 月、3 月均在 1% 以下。

温和通胀环境，或较难成为债市的核心矛盾，后续可重点跟踪政策与基本面变化等。传统周期下，物价跟随经济需求变化而大幅波动，CPI 同比一旦突破 3%、多会出现较大通胀压力，宏观调控往往收紧“银根”、稳定物价，使得 CPI 同比与债市收益率多呈现同向波动。近年，宏观调控更注重稳定预期，温和通胀环境或对市场情绪的影响相对较小。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

一、年初以来，CPI 回落主因部分商品供给扰动、与服务业涨价放缓也有关.....	4
(一) 年初以来，CPI 持续回落主因食品端拖累、非食品支撑有所放缓.....	4
(二) 食品拖累与商品供给扰动有关，非食品变化主因服务涨价放缓等.....	5
二、部分商品供给去化较慢、叠加需求修复相对平缓等，对价格提振或有限.....	8
(一) 食品端：新一轮猪周期产能去化或相对偏慢、涨价弹性或相对有限.....	8
(二) 非食品端：服务业价格温和修复，外需偏弱下原油链涨价弹性或受限.....	9
三、温和通胀环境或较难成为债市核心矛盾，后续可重点跟踪政策与基本面等.....	11
(一) 2024 年 CPI 中枢或在 0.5%左右，温和通胀在经济复苏初期较为常见.....	11
(二) 温和通胀对货币政策掣肘或相对有限，或较难成为债市的核心矛盾.....	12
风险提示.....	14

图表目录

图表 1：年初以来，CPI 同比一度跌入负值区间.....	4
图表 2：CPI 环比多低于同期均值.....	4
图表 3：CPI 回落一定程度上与基数有关.....	4
图表 4：CPI 同比回落主因食品价格拖累.....	5
图表 5：CPI 食品环比多低于季节性水平.....	5
图表 6：非食品同比增速一度明显回升.....	5
图表 7：四季度以来，CPI 非食品明显走弱.....	5
图表 8：CPI 食品回落主因猪价拖累.....	6
图表 9：定点屠宰场屠宰量明显高于往年同期水平.....	6
图表 10：CPI 鲜菜下半年以来也明显低于季节性.....	6
图表 11：四季度后，鸡蛋价格一度明显回落.....	6
图表 12：线下服务相关价格一度明显支撑 CPI.....	7
图表 13：CPI 旅游环比一度明显涨价.....	7
图表 14：核心 CPI 和服务价格边际放缓.....	7
图表 15：四季度后，原油链拖累逐步凸显.....	7
图表 16：生猪产能一度明显扩张.....	8
图表 17：养猪行业集中度明显上升.....	8
图表 18：生猪养殖利润一度明显扩张.....	8
图表 19：本轮生猪亏损周期明显长于以往.....	8
图表 20：二元能繁母猪占比明显抬升.....	9



图表 21: 二元母猪产仔能力更强.....	9
图表 22: 服务消费对于经济的拉动作用一度明显突出.....	9
图表 23: 服务业 PMI 边际回落.....	9
图表 24: 居民可支配收入处于修复通道.....	10
图表 25: 消费者信心指数尚在低位徘徊.....	10
图表 26: 下半年以来, 促消费政策频出.....	10
图表 27: 外需偏弱下, 原油等大宗商品价格承压.....	11
图表 28: 原油等大宗商品价格影响 CPI 非食品分项.....	11
图表 29: 部分商品供给仍有压力.....	11
图表 30: 原油等大宗商品价格对国内传导或相对有限.....	11
图表 31: 中性情境下, 2024 年 CPI 或温和修复、中枢或在 0.5%左右.....	12
图表 32: 传统周期下, 物价表现滞后经济表现 1-2 个季度.....	12
图表 33: 2015 年、2017 年初经济处于复苏初期.....	13
图表 34: 对应阶段, CPI 表现相对温和.....	13
图表 35: 温和通胀对货币政策掣肘或相对较小.....	13
图表 36: 温和通胀或较难成为债市核心矛盾.....	13

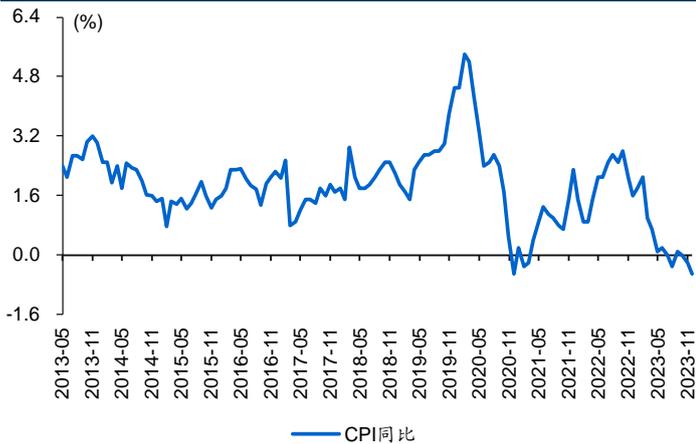


一、年初以来，CPI 回落主因部分商品供给扰动、与服务业涨价放缓也有关

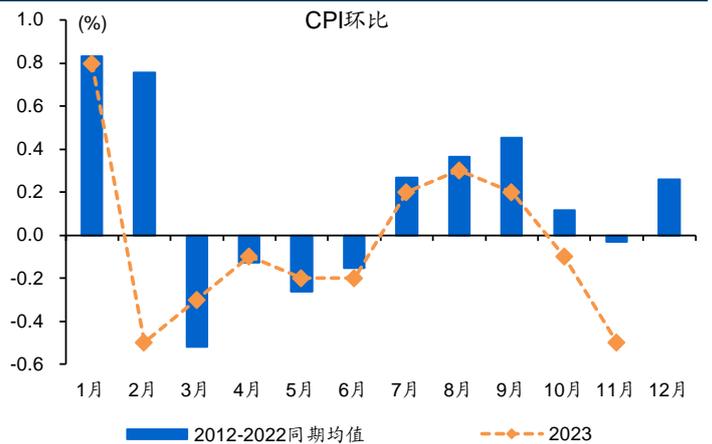
(一) 年初以来，CPI 持续回落主因食品端拖累、非食品支撑有所放缓

年初以来，以 CPI 为代表的物价明显回落，一度跌至-0.5%、创近 3 年新低。2023 年以来，CPI 同比增速呈现下行趋势，1 月高点为 2.1%、延续回落至 7 月的-0.3%，8 月、9 月在“零”附近震荡，四季度以来，进一步下探至 11 月的-0.5%。环比来看，2023 年前 11 个月中，有 8 个月 CPI 环比低于季节性水平，除去“春节错位”影响外，四季度以来，CPI 环比与季节性平均水平的偏离度逐渐扩大至 11 月的 0.5 个百分点。

图表1：年初以来，CPI 同比一度跌入负值区间



图表2：CPI 环比多低于同期均值

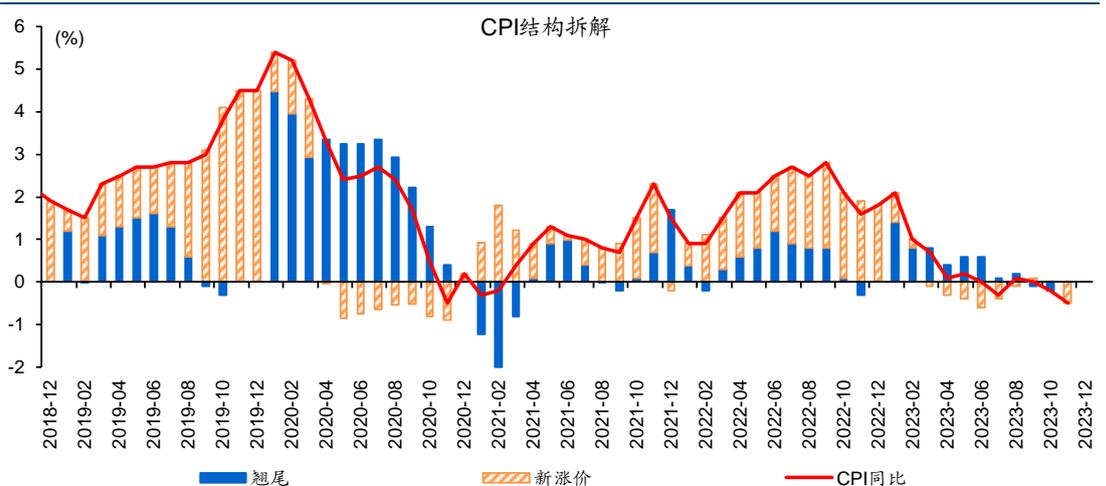


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

拆分来看，除阶段性翘尾因素扰动外，食品价格回落为主要拖累。CPI 翘尾自年初的 1.4 个百分点持续回落至 10 月的-0.2 个百分点，对 CPI 支撑力量逐步走弱、个别月份甚至有所拖累。除基数影响外，分项来看，食品端为主要拖累、同比增速自年初的 6.2% 回落至 11 月的-4.2%；环比增速也多低于季节性，尤其是下半年、环比较往年同期平均水平低 1 个百分点左右（详情参见《经济“透视”，来自物价的视角》）。

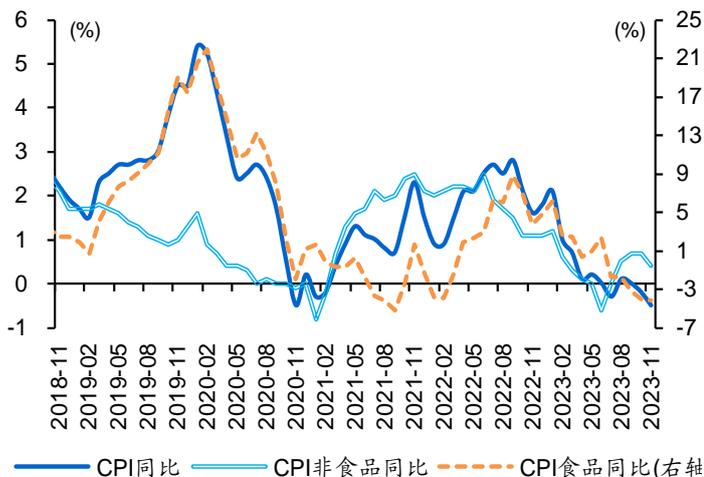
图表3：CPI 回落一定程度上与基数有关



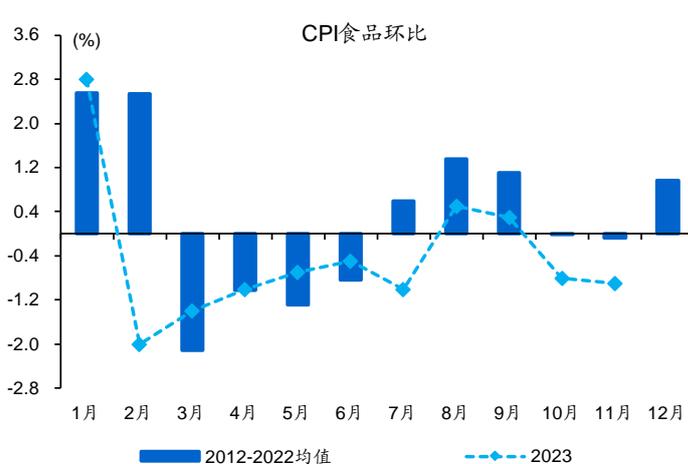
来源：Wind、国金证券研究所



图表4: CPI 同比回落主因食品价格拖累



图表5: CPI 食品环比多低于季节性水平

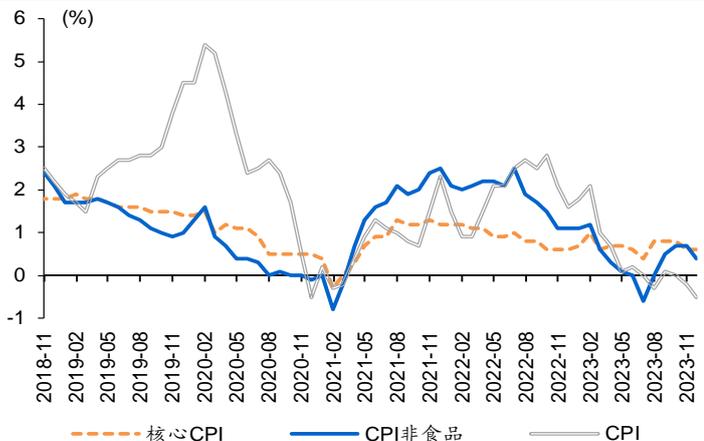


来源: Wind、国金证券研究所

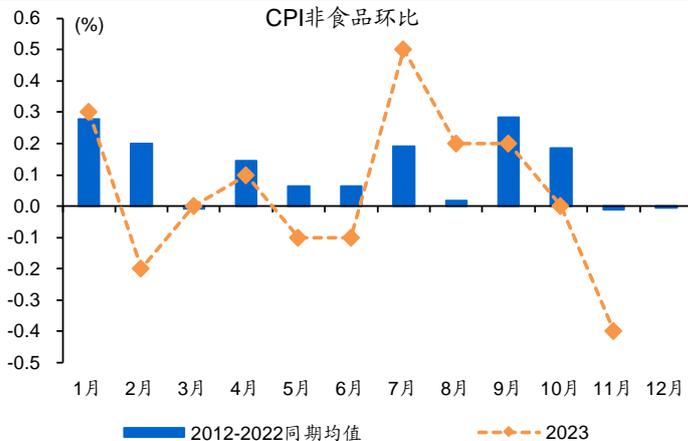
来源: Wind、国金证券研究所

非食品一度起到支撑作用,但四季度以来已有所放缓。相较于食品端,CPI 非食品同比于三季度明显回升、从6月的-0.6%上涨至9月的0.7%,但四季度以来涨价放缓;相似地,非食品环比在7月、8月一度超季节性上涨,但四季度以来,环比明显回落、一度跌至11月的-0.4%。同期,核心CPI 同比也经历明显的先升后降,自6月的0.4%回升至第三季度的0.8%,10月后降至0.6%(详情参见《物价回升的“坎坷”之路》)。

图表6: 非食品同比增速一度明显回升



图表7: 四季度以来, CPI 非食品明显走弱



来源: Wind、国金证券研究所

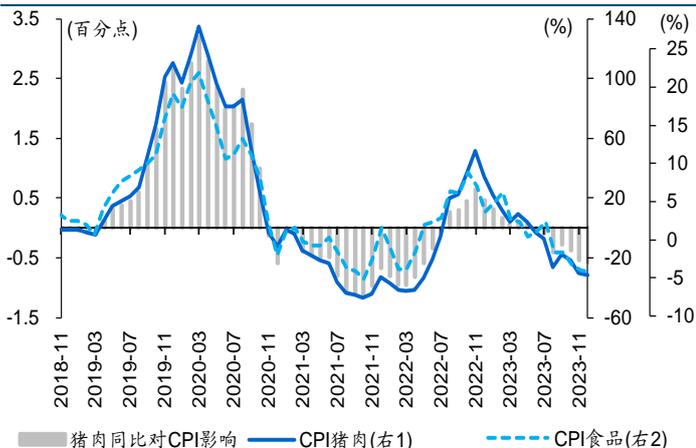
来源: Wind、国金证券研究所

(二) 食品拖累与商品供给扰动有关, 非食品变化主因服务涨价放缓等

食品端价格持续低位,主因猪价回落拖累、与生猪产能去化相对偏慢等有关。猪价、作为CPI 食品项波动的主要来源,价格持续低迷,直接表现为CPI 猪肉自年初的11.8%跌至11月的-31.8%、降幅近44个百分点,与生猪供给压力等有关。例如,生猪定点屠宰企业屠宰量,自年初以来的单月屠宰量较近5年同期均值高出30%左右,11月屠宰量更是多增40%以上至3280万头、创有数据以来同期新高。

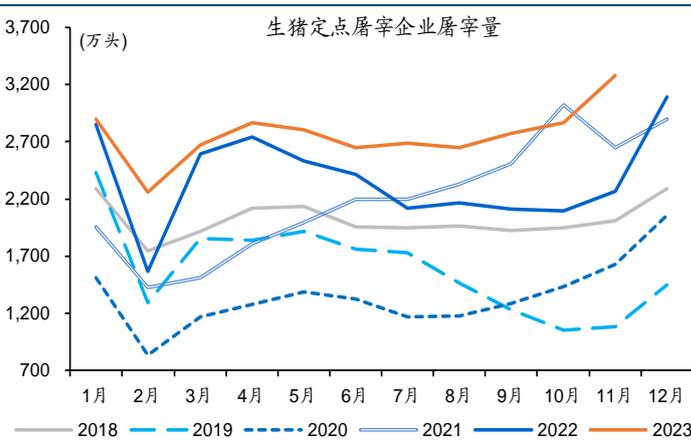


图表8: CPI 食品回落主因猪价拖累



来源: Wind、国金证券研究所

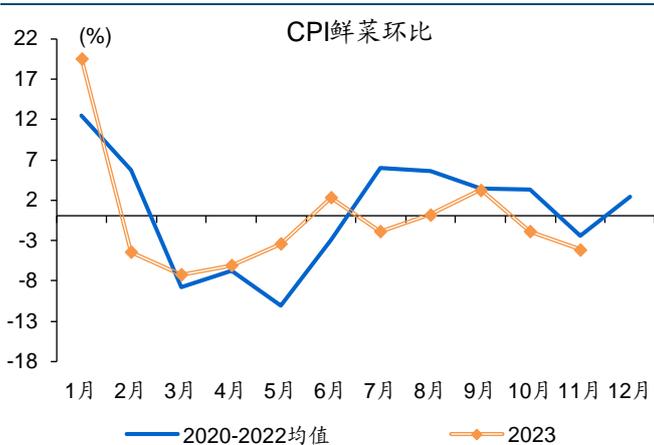
图表9: 定点屠宰场屠宰量明显高于往年同期水平



来源: Wind、国金证券研究所

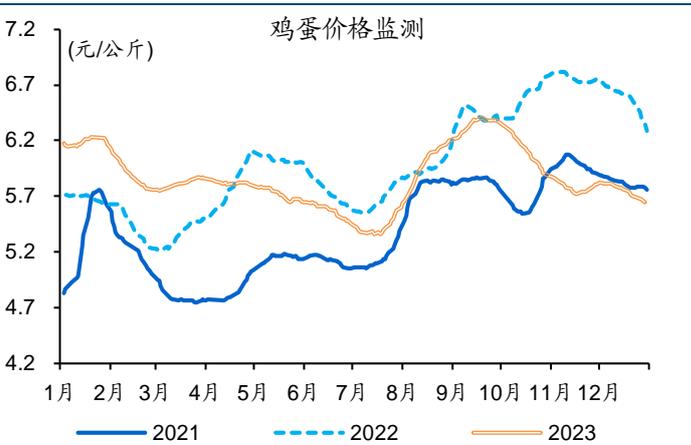
除猪价低位拖累外,部分商品也有阶段性供给扰动,例如,暖冬下鲜菜、水产等也超季节性降价。部分商品供给端扰动对CPI也有阶段性影响,鲜菜价格环比自下半年来持续低于季节性,冬季也未有明显改善。叠加上,暖冬影响下,部分商品供给大幅上量,以鲜菜、鸡蛋和水产为典型代表,三者合计影响11月CPI同比增速下降0.13个百分点(详情参见《物价阶段性底部已现》)。

图表10: CPI 鲜菜下半年以来也明显低于季节性



来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 四季度后,鸡蛋价格一度明显回落

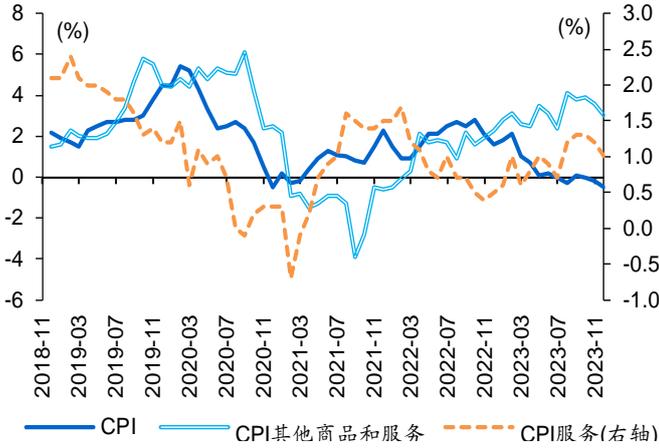


来源: Wind、国金证券研究所

非食品的阶段性支撑主要来自线下消费相关的服务业涨价,以旅游等为典型代表。出行活动增加等带动服务价格改善,在CPI服务同比中一度有明显体现、自去年底的0.6%上涨至9月的1.3%,尤其是与场景修复的部分领域,例如,CPI旅游环比于7月起季节性上涨至10.1%、创历史同期新高。相互印证的是,与线下消费活动相关的、CPI其他商品服务同比自年初以来延续回升至年中高点的4.1%左右。

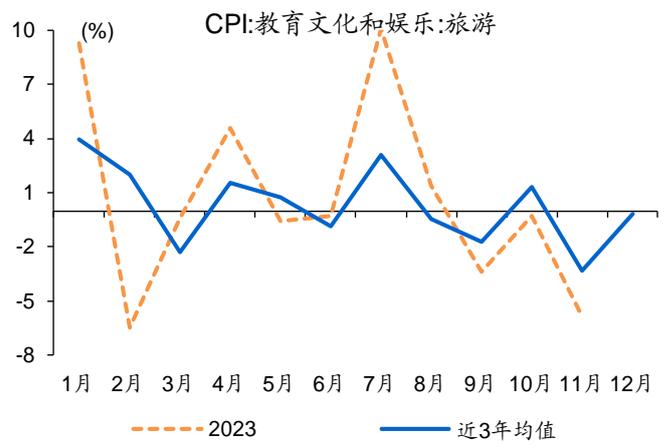


图表12: 线下服务相关价格一度明显支撑CPI



来源: Wind、国金证券研究所

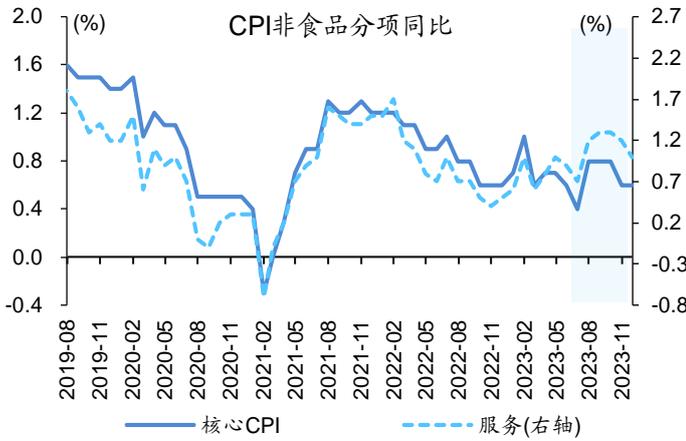
图表13: CPI 旅游环比一度明显涨价



来源: Wind、国金证券研究所

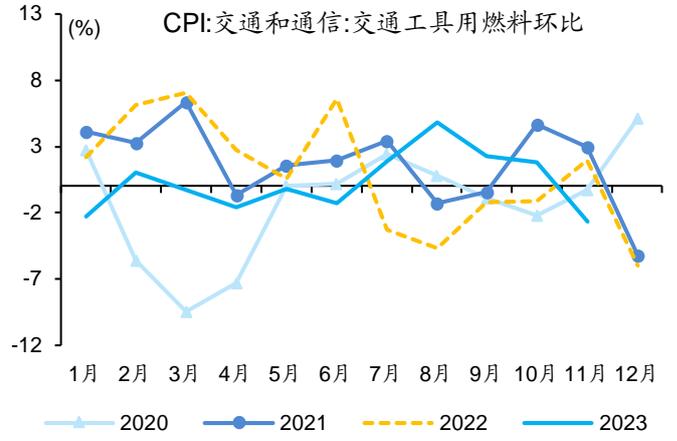
四季度以来,服务业涨价边际放缓、原油链拖累等影响下,非食品支撑作用边际回落。非食品同比自四季度以来明显回落,一是源于服务价格边际回落,CPI服务同比、核心CPI同比均“拐头”向下,与前期积蓄涨价压力集中释放后的回归常态有关,也一定程度上与终端需求修复偏弱等有关。二是原油价格承压向相关国内相关链条传导,例如,CPI交通工具用燃料环比自四季度以来明显回落,11月环比超季节性降至-2.7%。

图表14: 核心CPI和服务价格边际放缓



来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 四季度后,原油链拖累逐步凸显



来源: Wind、国金证券研究所

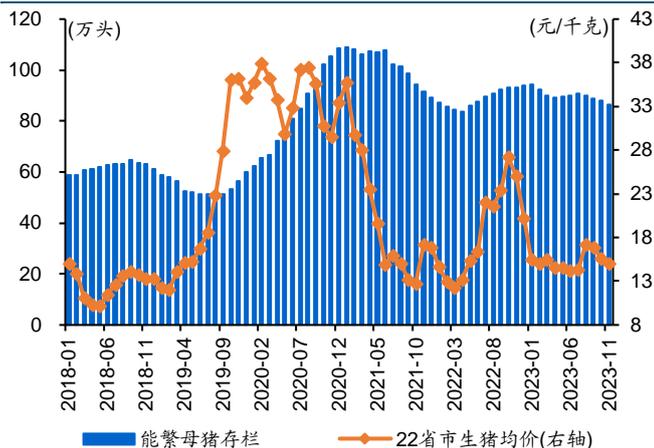


二、部分商品供给去化较慢、叠加需求修复相对平缓等，对价格提振或有限

(一) 食品端：新一轮猪周期产能去化或相对偏慢、涨价弹性或相对有限

上一轮超级猪周期带来行业产能大幅扩张、行业集中度也明显上升。上一轮非洲猪瘟影响下，生猪均价于2019年三季度加速上涨、一度高达38元/千克；同期，生猪产能也明显扩张，由2019年三季度低点、51万头，持续扩张至2020年高点的108万头左右，并在100万头以上的高位存量上维持近三个季度。规模化养殖占比也明显抬升，直接表现为行业CR10由2019年的9.3%大幅抬升至2022年的20.2%。

图表16：生猪产能一度明显扩张



来源：Wind、国金证券研究所

图表17：养猪行业集中度明显上升



来源：Wind、国金证券研究所

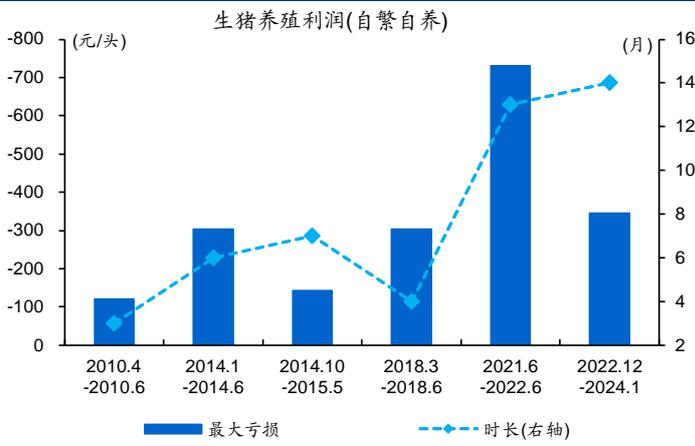
大规模的利润累积，使得养殖企业“抗亏损”的能力明显增强。猪周期本质上是养殖盈利驱动下的生猪存栏量变化。上一轮非洲猪瘟影响下，养殖利润一度大幅扩张，以自繁自养生猪为例，养殖利润一度达3080元/头、往期高点在700-800元/头左右。大规模的利润累积使得养殖户“抗亏损”能力更强。本文梳理了自2010年来养殖利润处于负值区间的时长、及亏损程度，发现非洲猪瘟之后，自繁自养生猪养殖利润亏损周期明显拉长、由此前的5个月左右拉长至13个月以上，亏损额也由原先的220元/头左右、一度深度亏损至730元/头（详情参见《通胀的“序章”》）。

图表18：生猪养殖利润一度明显扩张



来源：Wind、国金证券研究所

图表19：本轮生猪亏损周期明显长于以往

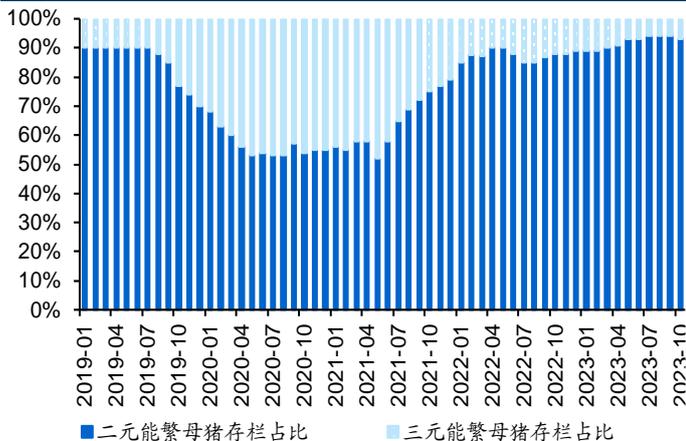


来源：Wind、国金证券研究所

此外，行业生产效率提高等，也或使得新一轮猪周期去化偏慢、上涨弹性或相对有限。伴随着产能扩展、规模化养殖等，猪种也明显改良，二元能繁母猪占比自2020年中的50%左右、大幅抬升至2023年的93%以上；二元母猪占比抬升下，生猪供给上量变得更快，或使得生猪产能去化节奏放缓。



图表20: 二元能繁母猪占比明显抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 二元母猪产仔能力更强

指标	二元母猪	三元母猪
配种成功率	95%	70%
乳猪成活率(断奶前)	85%	75%
育肥成活率	93%	90%
最高胎龄	8胎	3胎
当下平均胎龄	7.5	1.5
PSY	21	14
非瘟成活率	87%	87%

来源: Wind、国金证券研究所

(二) 非食品端: 服务业价格温和修复, 外需偏弱下原油链涨价弹性或受限

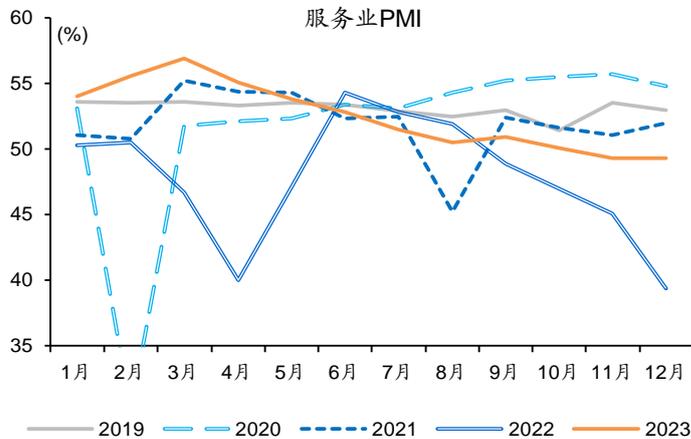
伴随场景修复等, 服务业一度明显涨价, 涨幅边际放缓、与终端需求偏弱等有关。相较于食品端容易受供给端扰动, 非食品变化、尤其是与线下消费相关服务业价格或更能反映终端需求修复节奏的变化。三季度非食品同比增速一度回升、尤其是旅游等线下服务分项大幅上涨, 与消费的阶段性提振密切相关。相互印证的是, 三季度经济数据超预期、服务业消费是主要拉动力; 四季度以来, 服务业 PMI 延续回落, 11月、12月均位于临界值下方。

图表22: 服务消费对于经济的拉动作用一度明显突出



来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 服务业 PMI 边际回落

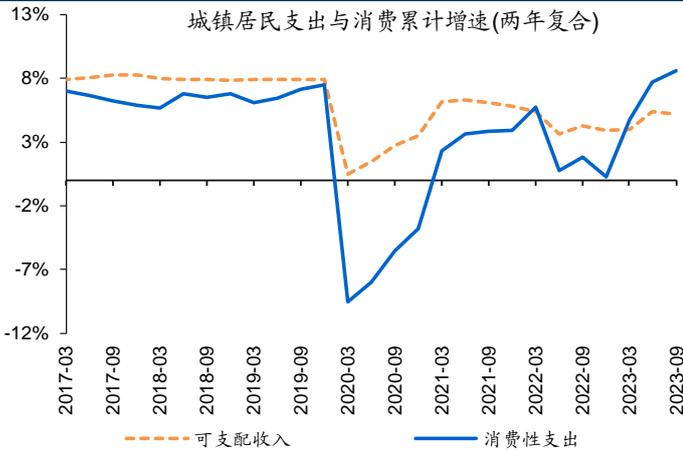


来源: Wind、国金证券研究所

往后来看, 政策加力等或带动内需逐步修复, 但债务压制、预期偏弱等或限制修复弹性, 对价格的提振或相对温和。疫情冲击、基数影响减弱下, 消费或向收入端延续收敛, 带动消费小幅改善。但存量债务压力等或影响实体加杠杆的能力和意愿, 调查数据显示, 消费者收入信心、消费意愿指数尚在低位徘徊。往后来看, 消费需求或延续修复通道、但弹性或相对温和, 稳增长中产能增加等也或压制部分商品涨价弹性。



图表24: 居民可支配收入处于修复通道



图表25: 消费者信心指数尚在低位徘徊



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表26: 下半年以来, 促消费政策频出

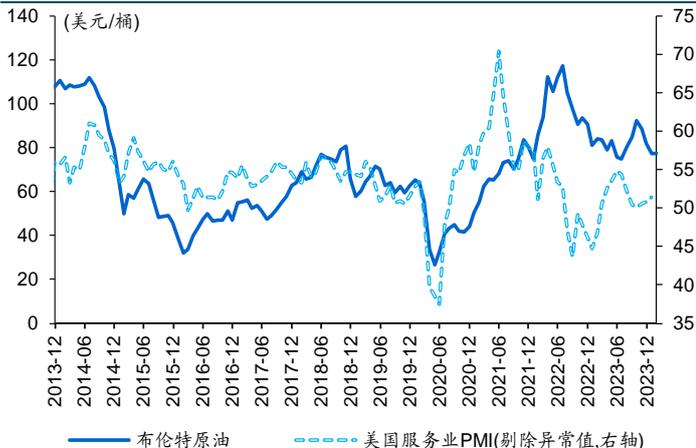
时间	部门	政策/活动	主要内容
2023年7月	发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	从大宗消费、服务消费、农村消费、新型消费、消费设施、消费环境等六个方面提出20条措施。本轮政策增量在于餐饮、住房消费等领域, 另外强调了全面落实带薪休假制度、推进海南国际旅游消费中心建设等事项。
2023年8月	文旅部	《关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区(第三批)出境团队旅游业务的通知》	即日起, 恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家和地区(第三批)出境团队旅游和“机票+酒店”业务。国家包括英、美、日、韩等国。
2023年8月	商务部等	《县域商业三年行动计划》	到2025年, 在全国打造一批县域商业“领跑县”, 90%的县达到“基本型”及以上商业功能, 具备条件的地区基本实现村村通“快递”。计划明确“建立县域统筹, 以县城为中心、乡镇为重点、村为基础的农村商业体系”。
2023年9月	商务部	《关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》	突出“大家居”和场景创新, 聚焦绿色智能适老等领域, 组织开展家居焕新活动, 鼓励有条件的地区出台针对性政策措施, 引导企业提高家居消费供给质量和水平, 提供更多高品质、个性化、定制化家居产品。
2023年9月	工信部等7部门	《汽车行业稳增长工作方案(2023—2024年)的通知》	文件提出支持扩大新能源汽车消费, 稳定燃油车消费, 促进老旧车报废、更新和二手车消费, 提升产品供给质量。
2023年9月	国务院	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	文件提出加大优质旅游产品和服务供给, 激发旅游消费需求, 改善旅游消费环境, 完善消费惠民政策, 有序发展夜间经济。
2023年10月	商务部	“2023全国一刻钟便民生活节”	鼓励家居卖场、家居产品和家装企业、电商平台, 在社区组织开展优惠促销活动。
2023年11月	商务部	《关于加强商务领域品牌建设的指导意见》	文件提出要丰富消费新场景, 建设品牌消费载体, 打造品牌消费地标, 办好消费促进活动。
2023年12月	中央	中央经济工作会议	着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费, 扩大有效益的投资, 形成消费和投资相互促进的良性循环。
2023年7月	国新办发布会	国务院政策例行吹风会	持续扩大就业、促进居民增收, 是释放居民消费潜力的有效手段。将落实就业优先政策, 推动更多低收入群体迈入中等收入行列。
2023年8月	央行	2023年下半年工作会议	继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行, 更好满足居民刚性和改善性住房需求。指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
2023年8月	国务院	《国务院关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》	3岁以下婴幼儿照护专项附加扣除标准, 由每个婴幼儿每月1000元提高到2000元。子女教育专项附加扣除标准, 由每个子女每月1000元提高到2000元。赡养老人专项附加扣除标准, 由每月2000元提高到3000元。
2023年11月	税务总局	《延续优化完善的税费优惠政策》	延续实施金融机构农户贷款利息收入免征增值税政策; 明确增值税小规模纳税人减免增值税。

来源: 政府网站、国金证券研究所

外需偏弱、叠加部分供给扰动, 或限制原油等商品涨价弹性, 或约束相关链条价格表现等。外需走弱、叠加供给端无较大扰动等, 原油等国际定价大宗商品价格或较难有大幅反弹, 进而对国内输入性通胀影响或相对有限。原油等国际大宗商品对国内CPI影响途径主要有两条, 一是直接影响部分消费品价格, 例如原油涨价直接抬升相关燃料价格, 影响CPI水电燃、CPI交通工具用燃料等分项; 二是间接影响生产和服务成本, 进而传导至终端消费(详情参见《脆弱与反脆弱》)。

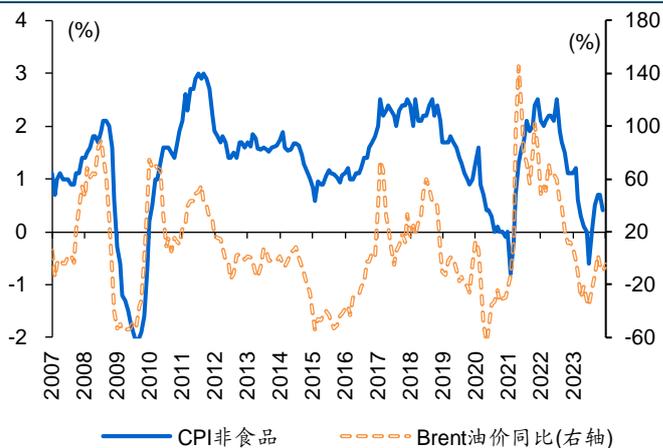


图表27: 外需偏弱下, 原油等大宗商品价格承压



来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 原油等大宗商品价格影响CPI非食品分项



来源: Wind、国金证券研究所

三、温和通胀环境或较难成为债市核心矛盾, 后续可重点跟踪政策与基本面等

(一) 2024年CPI中枢或在0.5%左右, 温和通胀在经济复苏初期较为常见

综合来看, 2024年CPI同比或温和修复、中枢或在0.5%左右。拆分来看, 食品端波动的主要来源、猪价, 在行业产能大幅扩张、生产效率提升等影响下, 或较难有明显的上涨弹性。非食品端, 内需温和修复, 对服务业价格支撑弹性或相对有限, 叠加稳增长下部分产能增加等或使得部分商品去化相对较慢, 对价格提振也或较为有限; 外需偏弱下, 原油等国际定价大宗商品涨价弹性或相对温和, 对国内输入性通胀影响或相对较小。

图表29: 部分商品供给仍有压力



来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 原油等大宗商品价格对国内传导或相对有限

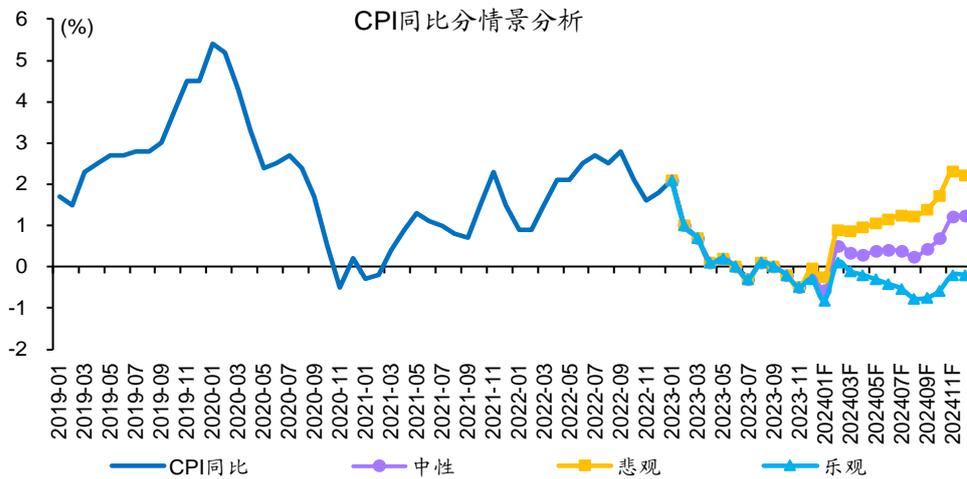


来源: Wind、国金证券研究所



节奏上来看，整体呈现浅“√”形，年初或修复至阶段性高点、二季度至三季度相对温和、边际回落，四季度或有所抬升。中性情境下，年初节假日期间或支撑部分线下消费相关的服务价格，部分商品季节性涨价，叠加春节“错位”影响等，CPI 同比或于 2 月回升至阶段性高点、0.5%左右；内需温和修复、部分商品去化仍有压力，叠加外需走弱对部分大宗商品价格支撑较弱下，二、三季度 CPI 同比相对温和、0.4%附近震荡；四季度后，内需动能逐步释放、叠加基数影响等，CPI 同比或回升至年内高点、1.2%左右。

图表31：中性情境下，2024 年 CPI 或温和修复、中枢或在 0.5%左右

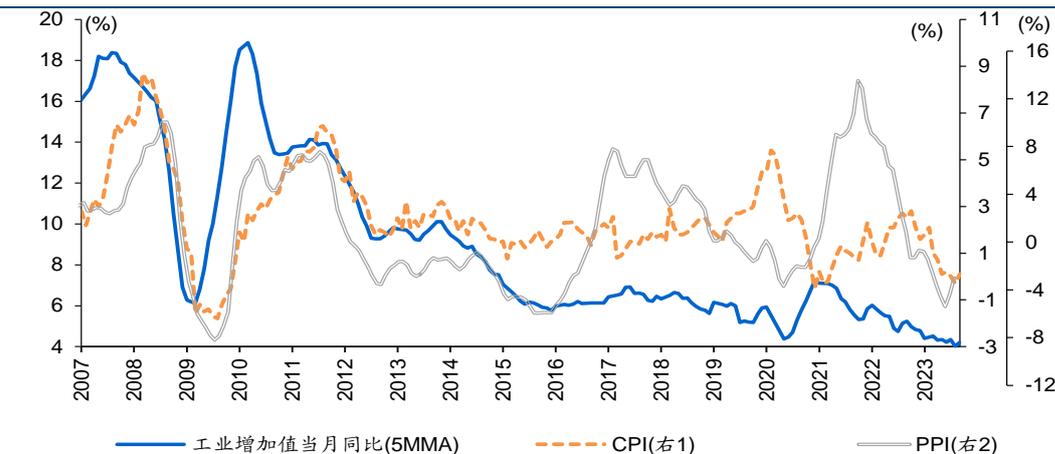


来源：Wind、国金证券研究所

(二) 温和通胀对货币政策掣肘或相对有限，或较难成为债市的核心矛盾

经验显示，物价的周期性波动是经济周期性变化的滞后表现。过往经验显示，经济的周期性波动，主要由需求端驱动，物价作为经济的滞后指标，表现出明显的周期性波动。PPI、CPI 等常用的物价指标，与经济走势大体类似，一半滞后经济表现 1-2 个季度左右。PPI 增速略领先于 CPI，与政策主导下，地产和基建等传统负债驱动的增长模式等有关。

图表32：传统周期下，物价表现滞后经济表现 1-2 个季度

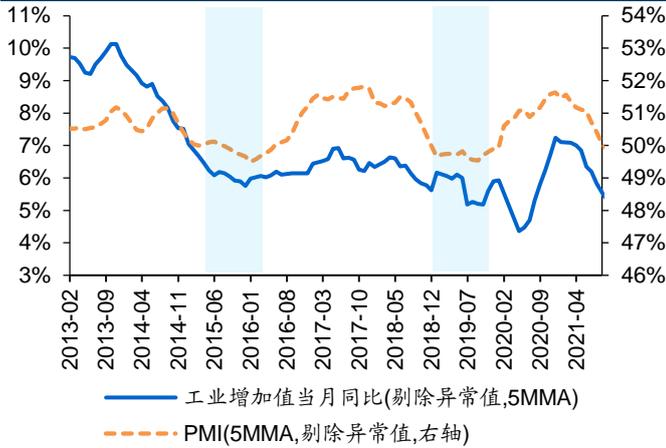


来源：Wind、国金证券研究所

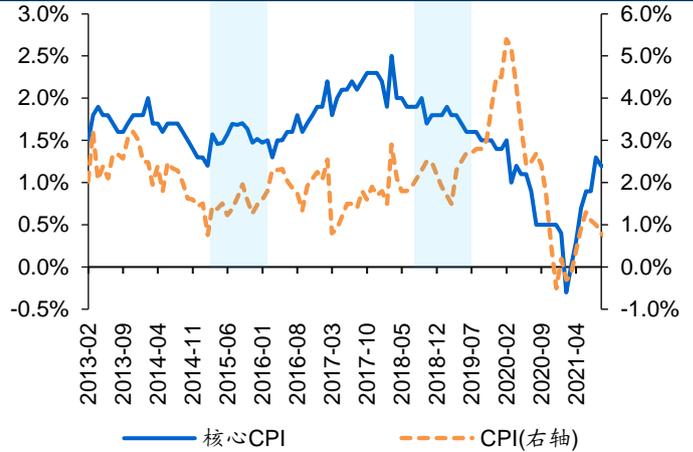
经济复苏初期、需求刚刚开始修复，对价格提振尚不明显。经济复苏初期，以 CPI 为代表的物价指标往往处于低位徘徊区间，比较典型的阶段如，2015 年和 2017 年。前者，PMI 于 2015 年初站上荣枯线上方，但同期 CPI 增速掉至 0.8%；相似地，2017 年初，PMI 由 1 月的 51.3% 上涨 0.5 个百分点至 3 月的 51.8%，但同期 CPI 表现相对温和，2 月、3 月均在 1% 以下（详情参见《经济“透视”，来自物价的视角》）。



图表33: 2015年、2017年初经济处于复苏初期



图表34: 对应阶段, CPI表现相对温和

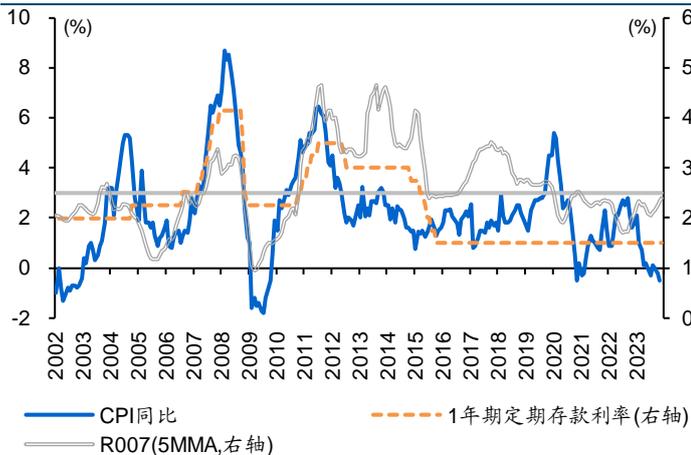


来源: Wind、国金证券研究所

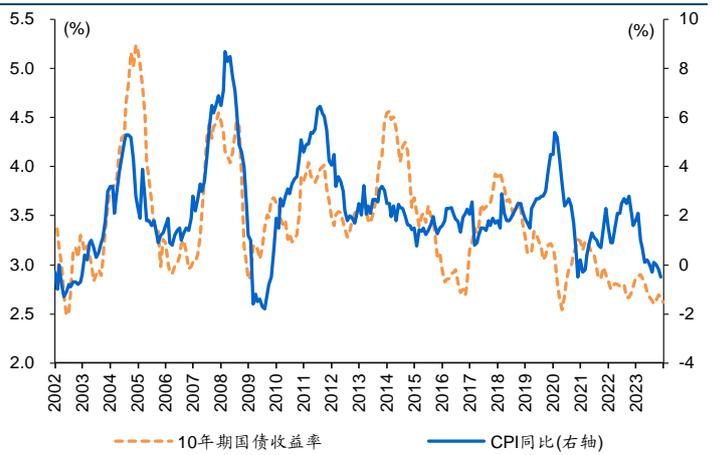
来源: Wind、国金证券研究所

温和通胀环境,或较难成为债市的核心矛盾,后续可重点跟踪政策与基本面变化等。传统周期下,物价跟随经济需求变化而大幅波动,CPI同比一旦突破3%、多会出现较大通胀压力,宏观调控往往收紧“银根”、稳定物价,使得CPI同比与债市收益率多呈现同向波动。近年,宏观调控更注重稳定预期,温和通胀环境或对市场情绪的影响相对较小。

图表35: 温和通胀对货币政策掣肘或相对较小



图表36: 温和通胀或较难成为债市核心矛盾



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

经过研究,我们发现:

- (1) 2023年,以CPI为代表的物价明显回落,一度跌至-0.5%、创近3年新低。拆分来看,CPI持续回落主因食品端拖累、非食品支撑也有所放缓。食品端拖累与生猪等供给扰动有关,非食品变化主因服务涨价放缓等。
- (2) 2024年分项来看:食品端:新一轮猪周期产能去化或相对偏慢、涨价弹性或相对有限;非食品端:内需逐步修复带动服务业价格温和回升,外需偏弱下原油链等输入性影响或相对较弱。
- (3) 2024年CPI同比中枢或在0.5%左右,呈现浅“√”型。经济复苏初期、需求刚刚开始修复,对价格提振作用或相对较弱。温和通胀环境,或较难成为债市的核心矛盾,后续可重点跟踪政策与基本面变化等。



风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究