

通胀修复之路缓慢，关注政策落地效果

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：12月CPI同比下降0.3%（市场预期均值下降0.3%，前值下降0.5%），环比上涨0.1%，核心CPI同比0.6%持平前值；PPI同比下降2.7%（市场预期均值下降2.6%，前值下降3.0%），环比下降0.3%。

观点：

1、食品价格环比走强带动CPI环比转正。12月CPI环比由降转为上涨0.1%，核心CPI环比上涨0.1%。食品价格由上月下降0.9%转为上涨0.9%，影响CPI上涨约0.17个百分点，是CPI环比转正的主要拉动项。受寒潮天气影响鲜活农产品生产储运，及节日消费需求增加影响，鲜菜、鲜果及水产品价格分别上涨6.9%、1.7%和0.9%，合计影响CPI上涨约0.19个百分点；受供给充裕，需求偏弱影响，猪肉价格环比下跌1.0%。非食品价格下降0.1%，降幅收窄，其中受国际油价持续下行影响，国内汽油价格降幅扩大至4.7%，是拉低CPI环比涨幅的主要因素。此外，受节假日效应影响，假期娱乐出行相关项目均有所上涨。

2、猪肉价格仍是拉低CPI同比走势的主要项目。同比方面，CPI下降0.3%，降幅比上月有所收窄，符合市场预期。其中，食品价格下降3.7%，猪肉价格下降26.1%，影响CPI下降约0.43个百分点，是带动CPI同比下降的主要因素；鸡蛋、牛羊肉、食用油和禽肉类价格降幅在1.7%—8.4%之间。非食品价格上涨0.5%，节假日效应带动下旅游和宾馆住宿分别上涨6.8%和5.5%；机票、燃油和能源汽车下降幅度均在5.0%以上。从重要分项来看，消费CPI同比连续9个月为负值，服务CPI同比走势好于消费品，延续22年底疫情放开后的走势特征，或暗示居民更加热衷于体验型消费。

3、目前CPI已连续在负区间运行3个月，核心CPI同比连续3个月维持在0.6%，宏观经济通胀修复之路仍旧艰难。2023年全年CPI同比上涨0.2%，为2010年以来最低值。2022年以来居民中长期消费贷款中枢明显下降，居民就业、消费信心不足，当前国内经济走势较弱，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、受国际油价继续下行、部分工业品需求不足等因素影响，12月份PPI环比下降，同比降幅收窄。环比降幅与上月相同。国际油价继续下行，带动国内石油相关行业价格下降；受需求不足影响，有色金属冶炼和压延加工业价格下降0.3%；部分基建项目加快施工，水泥等建筑材料供给偏紧，水泥制造、黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨。同比方面PPI降幅比上月收窄0.3个百分点。主要行业中，非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别下降7.9%、1.9%；化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业价格降幅在1.6%—6.3%之间，均有收窄。

5、12月制造业PMI出厂价格指数为47.4，仍旧维持在收缩区间，供需失衡影响下工业品价格仍未摆脱下行趋势。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。2023年PPI同比下降3%，为2016年以来最低值，目前PPI已连续在负区间运行15个月。近期，央行重启抵押补充贷款（PSL）工具投放，多部门召开会议从财政金融、土地要素等方面推动“三大工程”加快落地，后续PSL存在持续投放的空间。1万亿元增发国债与PSL发行或撬动社会投资，随着相关政策的落地以及今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（%）

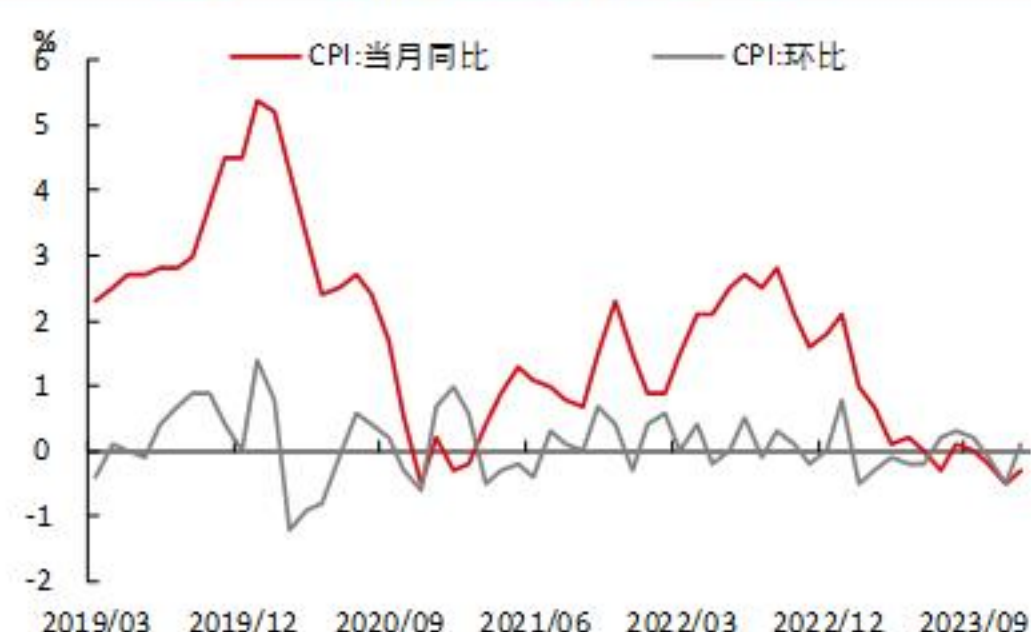


图2：核心CPI走势（%）



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

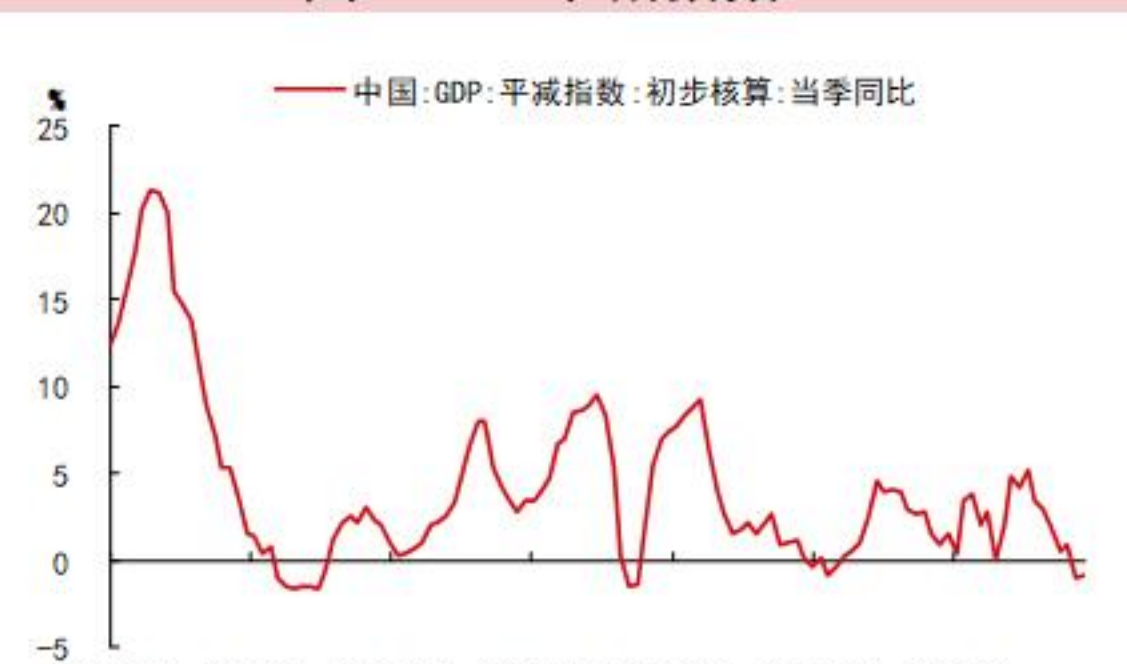


图7：PPI同比及环比走势



图8：PPI与M1走势



图9：PPI分大类环比

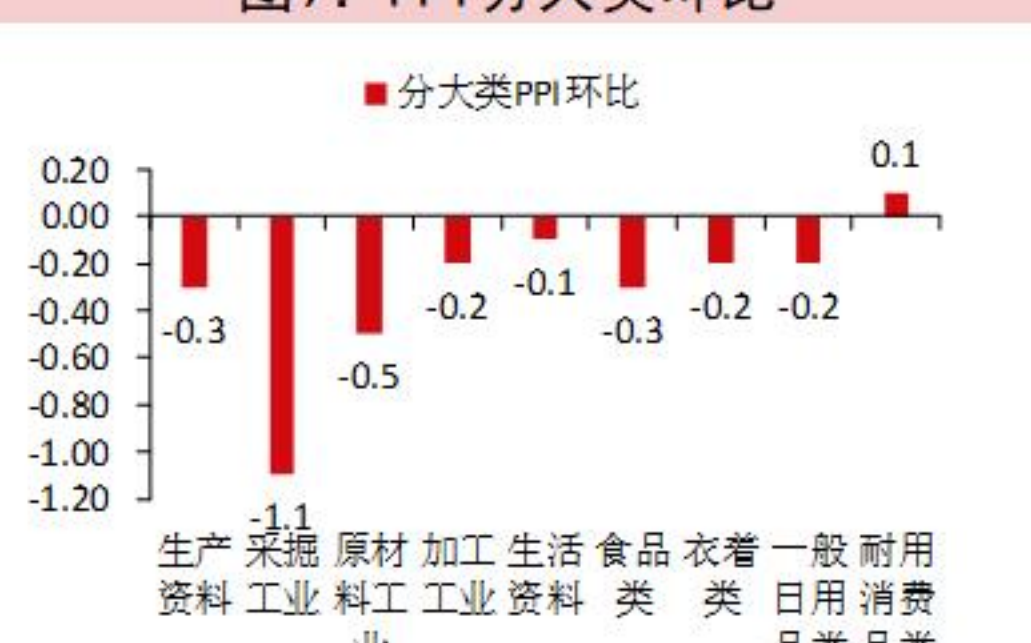
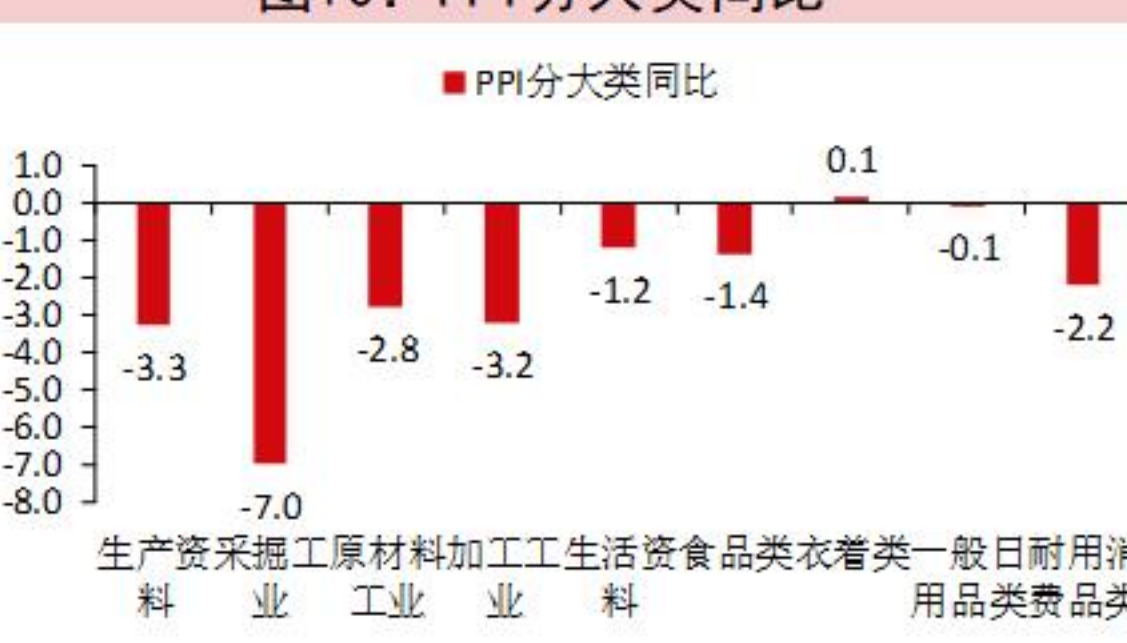


图10：PPI分大类同比



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。我也不会因为关注、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、观点以及其他数据的准确性、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。