

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

杨亚仙
分析师
SAC 执证编号：S0110522080001
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-81152627

相关研究

- 2023 年宏观策略：峰回路转，爬坡前行
- 现实仍弱，预期趋强
- 谨慎乐观

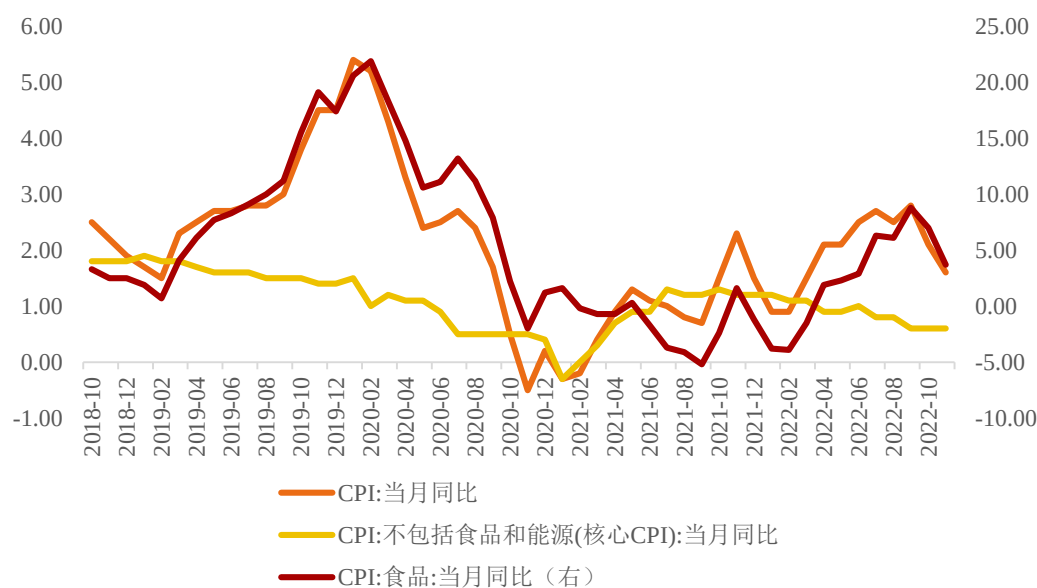
- 11 月 CPI 同比上涨 1.6%，符合市场预期，低于前值 2.1%，环比下降 0.2 个百分点。其中，食品 CPI 同比上涨 3.7%，较前值下降 3.3 个百分点，猪价下行较多，是最大拖累项。核心 CPI 同比上涨 0.6%，连续三个月保持一致，但环比下降 0.2 个百分点，处于季节性同期较低水平。CPI 价格延续 10 月份的下行趋势。11 月在疫情防控继续严格和地产持续偏弱的情况下，内需仍未好转。往后看，随着防控政策的优化调整，消费逐渐复苏，核心 CPI 好转或将带动 CPI 见底回升。
- 11 月 PPI 同比下降 1.3%，与上月持平。其中，生产资料价格同比下降 2.3%，跌幅收窄 0.2 个百分点；生活资料价格同比上涨 2.0%，涨幅回落 0.2 个百分点。PPI 环比上涨 0.1%，涨幅有所回落。PPI 同比读数较低与去年煤炭价格高企带来的基数效应有关，近期商品价格反弹较多，后续 PPI 下行趋势或趋缓。
- 上周三，“新十条”落地，随着防疫措施的进一步优化调整，全国经济活动明显好转，物流、出行类高频数据均明显反弹。从反弹力度来看，百城拥堵延时指数>航班量>整车物流指数>地铁出行，侧面说明中小城市恢复较快。对比同样受疫情困扰的北京、广州和重庆，恢复速度和程度上，广州>重庆>北京。目前北京的修复速度较慢，地铁客运量显示复工率仍然不高，后续存在疫情发展超预期的可能性，预计经济活动恢复速度仍然较慢，全面复工仍有一定的难度。
- 上周市场在政策变化的催化下，风险偏好继续回升，股市继续反弹，债市震荡走弱。沪深 300 指数累计上涨 3.29%，10 年国债收益率累计上行 2.2BP，延续股强债弱的走势。但市场对于疫情的交易相对充分，股市反弹动能已经走弱，债市经历了两轮快速上行，目前基本进入休整阶段，短期内十年国债收益率或在 2.90%-2.95% 的区间震荡，可能会有波段机会。消费和地产及其后周期在政策不断催化下，超额收益较大，预计未来一段时间仍是市场资金青睐的板块，建议持续关注。
- 目前经济基本面仍然较弱，但在市场预期之内。市场当下关注点主要有两个：（1）疫情进展和防控变化对经济的影响；（2）中央经济工作会议内容和政策走向，包括房地产政策。当前基本面和风险偏好的修复仍在初期，因此市场判断仍保持对股市偏乐观，对债市谨慎。但经济难以修复至 2019 年的水平，10 年国债收益率中枢有望升至 3.0%-3.1%，上升幅度不大。建议关注本周即将召开的中央经济工作会议。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

1 基数高，需求弱，物价继续走低

12月9日，国家统计局发布数据显示，11月份CPI同比上涨1.6%，符合市场预期，低于前值2.1%，环比下降0.2个百分点。其中，食品CPI同比上涨3.7%，较前值下降3.3个百分点，非食品CPI同比上涨1.1%，持平于前值。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，连续三个月保持一致，但环比下降0.2个百分点。CPI价格延续10月份的下行趋势。11月在疫情防控继续严格和地产持续偏弱的情况下，内需仍未好转。

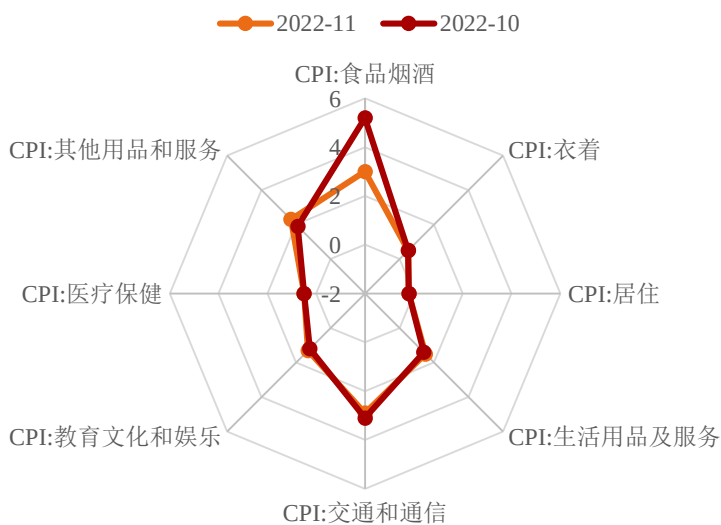
图1：CPI同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

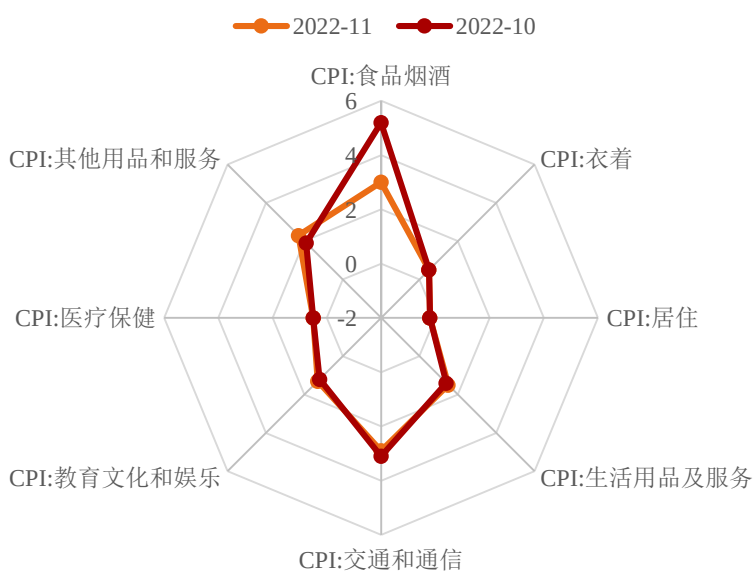
观察8大类消费者价格指数11月同比增速，多数持平或略有上升，但食品烟酒类价格同比下降2.2%，是CPI的最大拖累项，其中鲜菜、猪肉和蛋类下行幅度较大。

图 2：8 大类分项同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

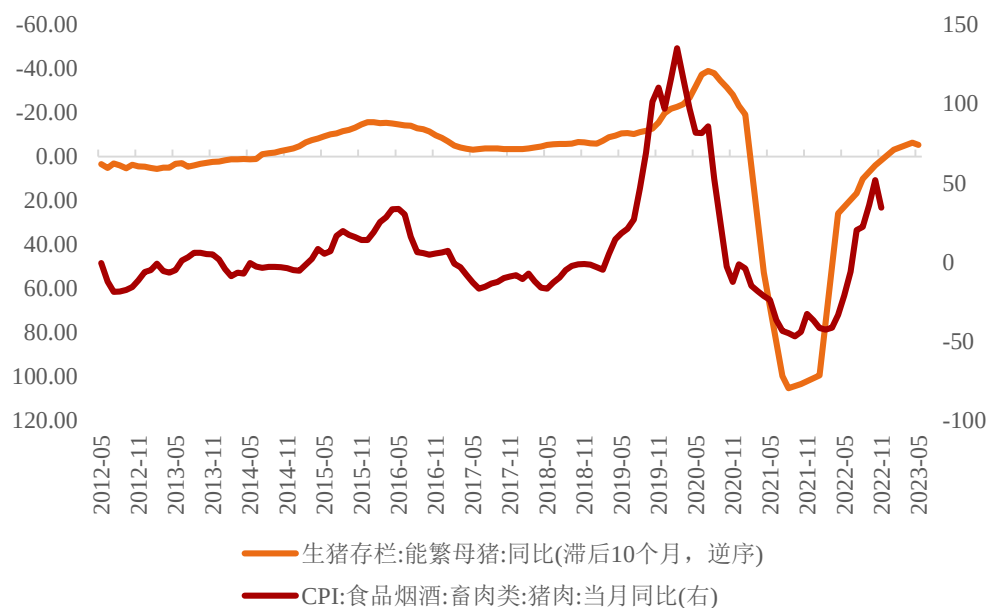
图 3：CPI 食品分项当月同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

11 月生猪供给偏强，养户冬至前出栏积极性较高，但需求端偏弱。11 月中上旬多地仍处于疫情严格管制之中，尽管防控措施进行了优化调整，随着消费的复苏，猪肉需求逐渐恢复，但需求整体弱于供给，因此猪价出现了大幅下行，预计 12 月下行趋势可能仍会延续。

图 4：猪价同比与能繁母猪同比（%）

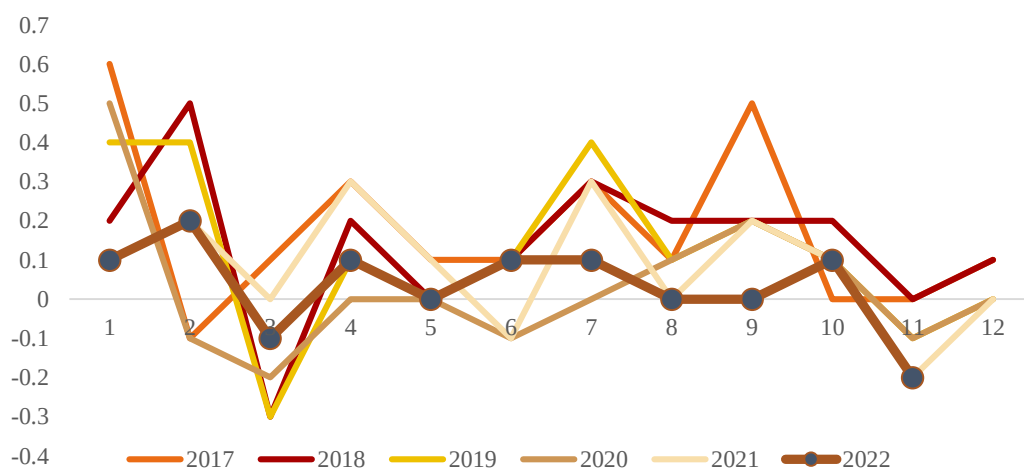


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从季节性表现来看，11月CPI环比为-0.2%，明显低于季节性平均水平，核心CPI环比为-0.2%，处于季节性同期较低水平。今年内需整体较弱，1-11月核心CPI环比加总仅持平于2020年的水平，与过去几年相差甚大。

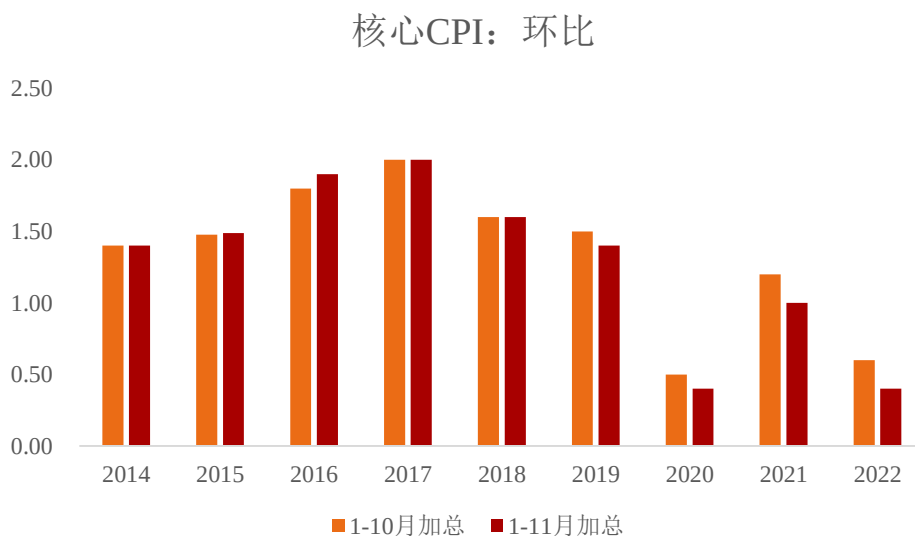
图 5：核心 CPI 弱势延续（%）

核心CPI：当月环比



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

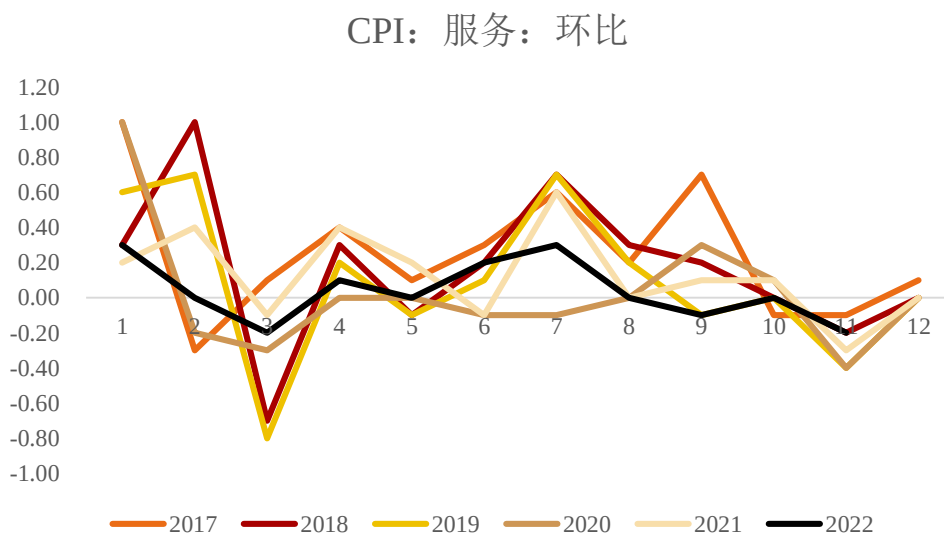
图 6：核心 CPI 环比加总 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

但服务类价格环比略好于季节性，防控措施优化调整后首先受益是服务类消费，预计服务类价格恢复速度可能加快。

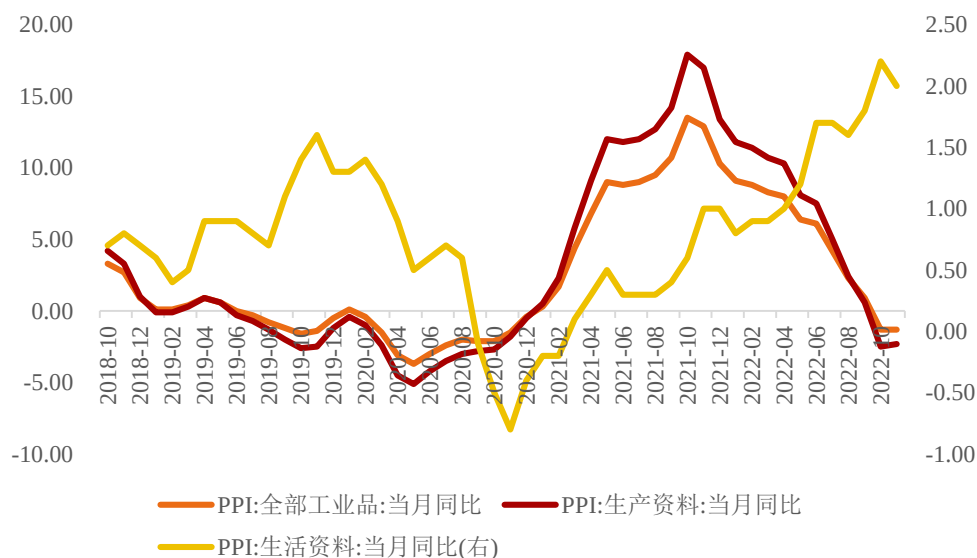
图 7：服务类价格环比表现好于季节性 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

11 月 PPI 同比下降 1.3%，与上月持平。其中，生产资料价格同比下降 2.3%，跌幅收窄 0.2 个百分点；生活资料价格同比上涨 2.0%，涨幅回落 0.2 个百分点。PPI 环比上涨 0.1%，较上月回落 0.1 个百分点，涨幅有所回落。PPI 同比读数较低与去年煤炭价格高企带来的基数效应有关，近期商品价格反弹较多，后续 PPI 下行趋势或趋缓。

图 8: PPI 当月同比 (%)



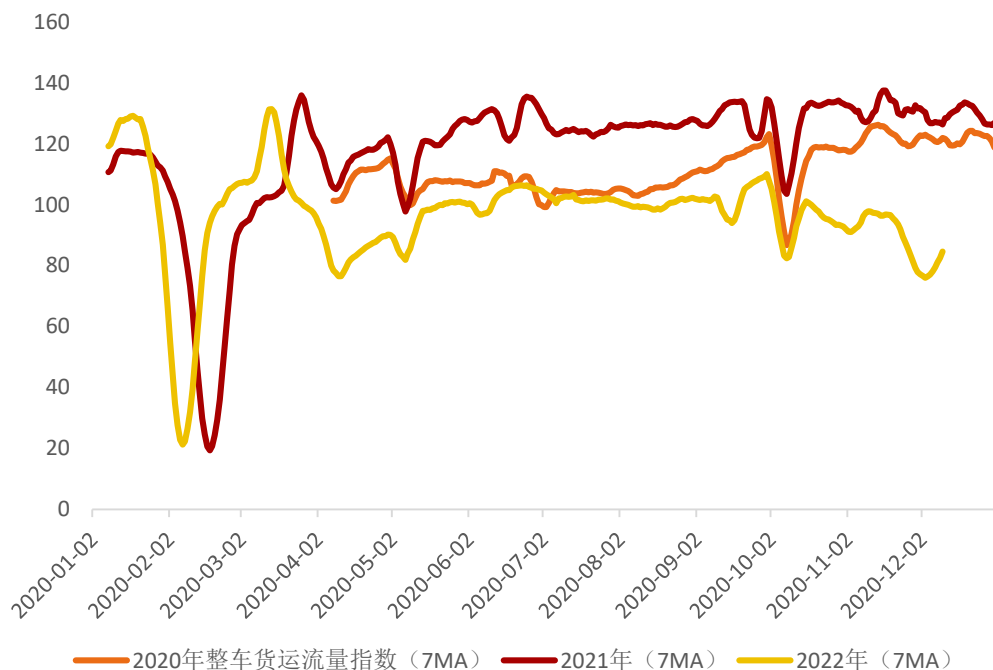
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

往后看, 随着防控政策的优化调整, 消费逐渐复苏, 核心 CPI 好转或将带动 CPI 见底回升, PPI 持续下行趋势可能将有所变缓。

2 经济活动明显好转

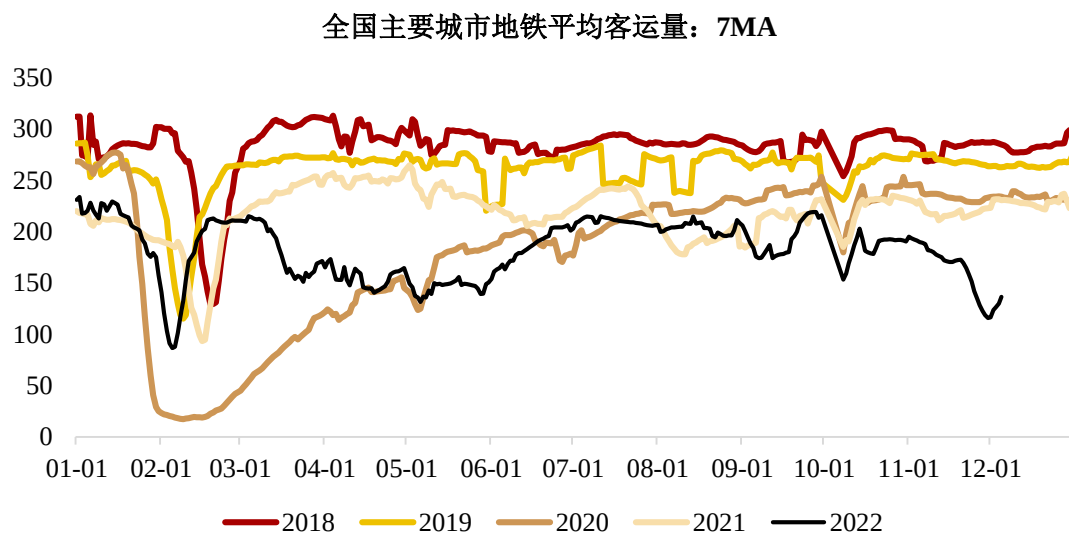
上周三, “新十条”落地, 随着防疫措施的进一步优化调整, 全国经济活动明显好转, 物流、出行类高频数据均明显反弹。从反弹力度来看, 百城拥堵延时指数>航班量>整车物流指数>地铁出行, 侧面说明中小城市恢复较快, 受疫情影响较大的一线城市恢复较慢。

图 9：整车物流指数反弹（%）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图 10：地铁出行反弹（万人次）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图 11：百城拥堵延时指数大幅反弹

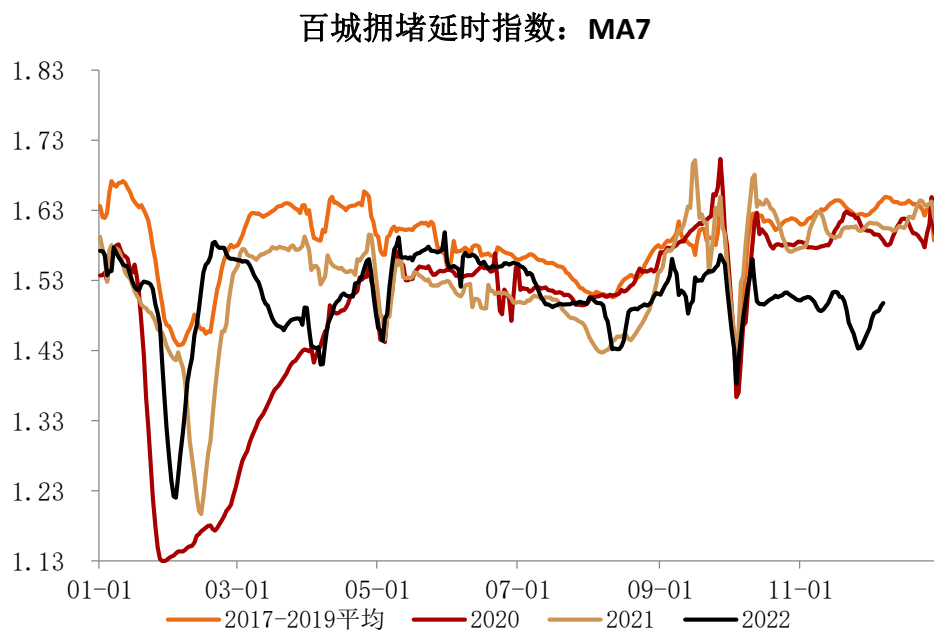
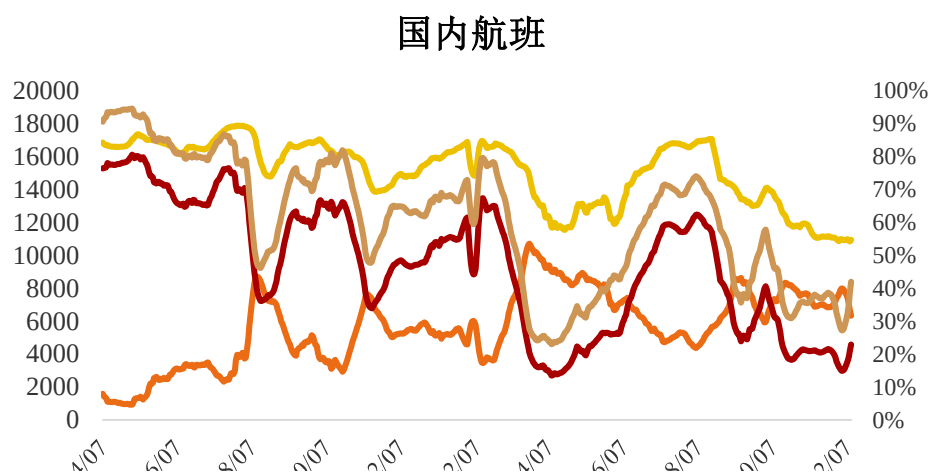


图 12：国内航班反弹速度较快（班次）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50320

