

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

消费需求尚未如期回暖

2023年12月9日

- **消费需求尚未如期回暖。**CPI 同比继续下滑，出现超预期下跌。核心 CPI 同比持平，但实际上其环比创 2019 年 3 月以来的新低。总体上看，环比创新低和同比超预期下跌都显示国内消费需求并未能如期回暖。我们认为，价格继续下滑和农产品供应充足、猪价表现旺季不旺、油价创今年以来最大跌幅、制造业景气度弱有关。同时，地产压制也是核心 CPI 环比降幅扩大以及居住项、生活用品及服务等多个分项不及季节性变化的关键因素。
- **大部分工业品需求偏弱，PPI 同比修复受阻。**整体来看，11 月 PPI 降幅超预期扩大背后反映两点：一是部分工业品需求偏弱，分行业来看，我们认为，高耗能行业的低景气度拖累了相关行业需求，带动价格环比走低。二是国内原材料补库进程或有波折。过去 PPI 同比边际改善有国内原材料补库的支撑，但 11 月制造业采购活动和原材料库存表现显示企业原材料补库的进程可能有波折。
- **年内 CPI、PPI 转正压力较大。**11 月物价水平同比降幅扩大，折射出经济压力并不小。无论是 CPI 同比，还是 PPI 同比，降幅均比市场预期的跌幅要大，总体上看，我们认为年内 CPI、PPI 同比再次回正的压力较大。即使明年初 CPI 转正，整体价格水平表现或也较弱。因为 CPI 最大的持续性制约来自猪周期的演绎，这需要经过行业产能逐步出清来缓解。
- **物价继续下行，市场对政策发力的预期提升。**12 月 8 日政治局会议提到“要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”，在 11 月价格表现中重大项目建设带动水泥制造、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨，期待后续在促进内需方面更多实质性政策推出对消费需求的提振。总体上，CPI 的回升高度依旧需要关注猪周期产能去化的节奏和地产下游等相关链条消费的改善节奏。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、消费需求未能如期回暖.....	3
二、大部分工业品需求偏弱，PPI 同比修复受阻.....	5
风险因素.....	8

图目录

图 1: CPI 同比回落，核心 CPI 同比持平.....	3
图 2: 11 月 CPI 环比表现很弱.....	3
图 3: 环比来看，食品烟酒和消费品均和季节性表现大幅背离.....	4
图 4: 猪肉价格同比下行拖累消费品价格.....	4
图 5: 油价交通工具项燃料 CPI 继续下行.....	5
图 6: 11 月 PPI 同比降幅扩大.....	6
图 7: 制造业价格端未能持续上涨.....	6
图 8: 11 月生产资料环比表现都很差.....	7

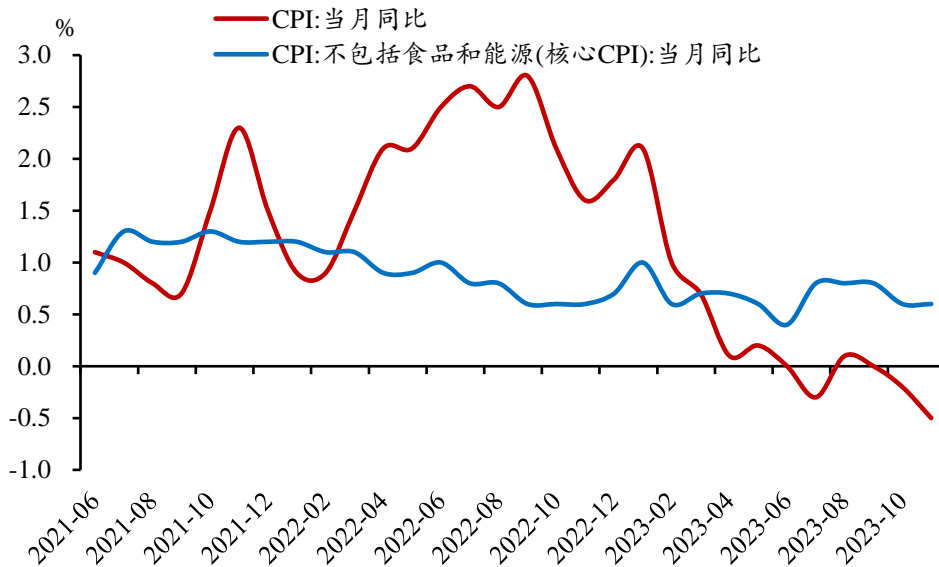
一、消费需求未能如期回暖

CPI 同比继续下滑，出现超预期下跌。11 月 CPI 同比录得-0.5%，远低于前值(-0.2%)和预期值(-0.2%)。从环比表现来看，可以看到 11 月 CPI 的环比也较弱，录得-0.5%，CPI 环比表现再次成为近两年低点。

核心 CPI 同比持平，但实际上其环比为 2019 年 3 月以来新低。11 月核心 CPI 同比持平，看似核心 CPI 同比没有跟着 CPI 同比下降。但环比来看，核心 CPI 环比表现创下了 2019 年 3 月以来的新低，因此核心 CPI 同比实现持平主要是基数支撑其表现。

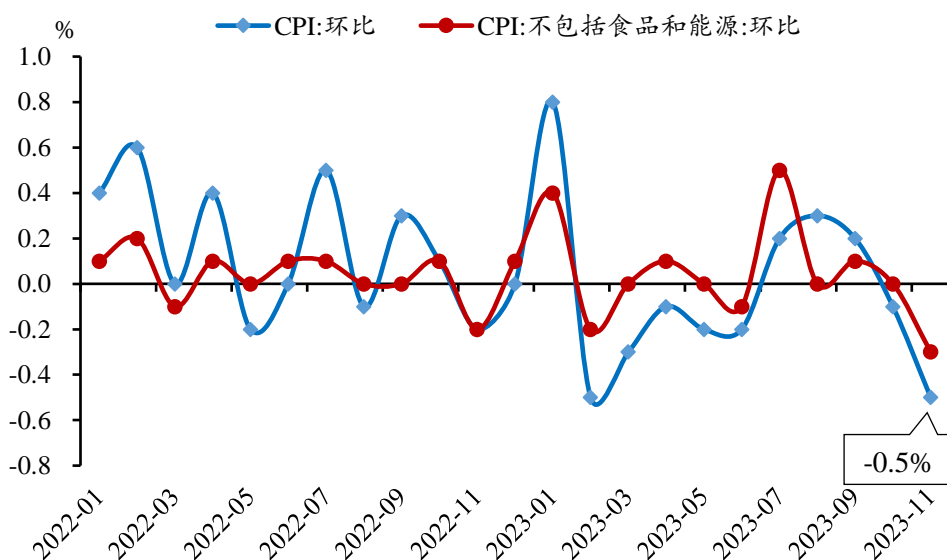
总体上看，环比创新低和同比超预期下跌都显示国内消费需求尚未如期回暖。

图 1: CPI 同比回落，核心 CPI 同比持平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 11 月 CPI 环比表现很弱



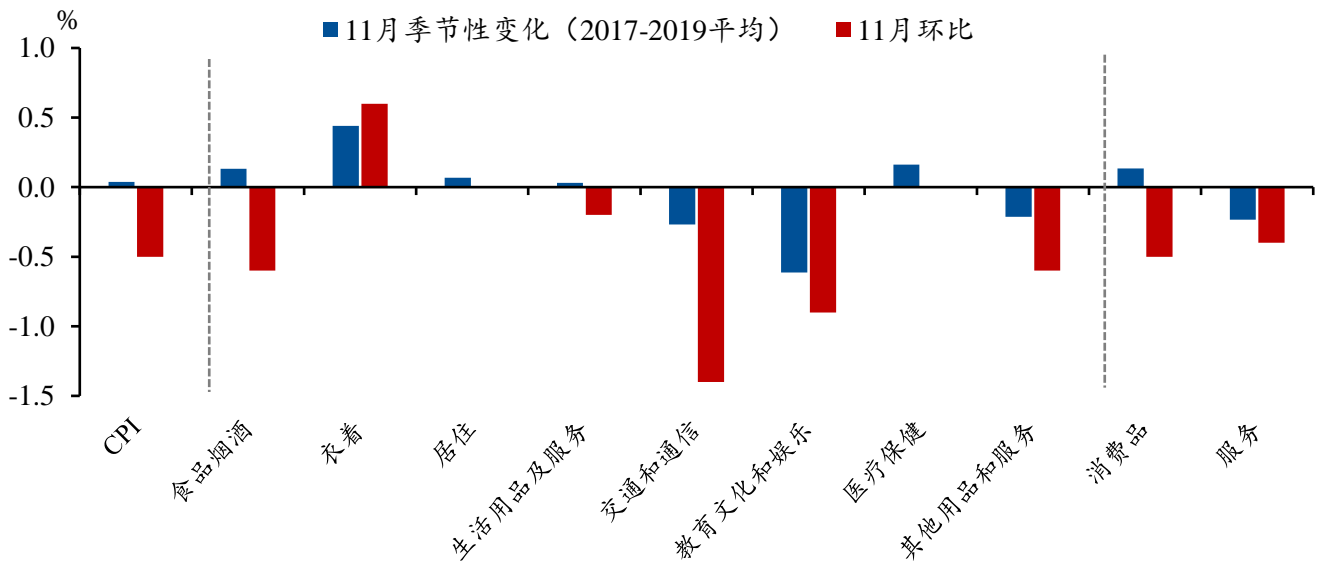
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从幅度上讲，11月CPI环比降幅和今年2月份的物价环比回落幅度相当；而核心CPI环比更是创下疫情发生以来的最大环比降幅。

分项来看，食品烟酒环比表现与季节性变化大幅背离，影响整体CPI环比下降0.18个百分点；不仅如此，整个消费品环比也和季节性相背离。我们认为，CPI与季节性相背离与多个因素有关。

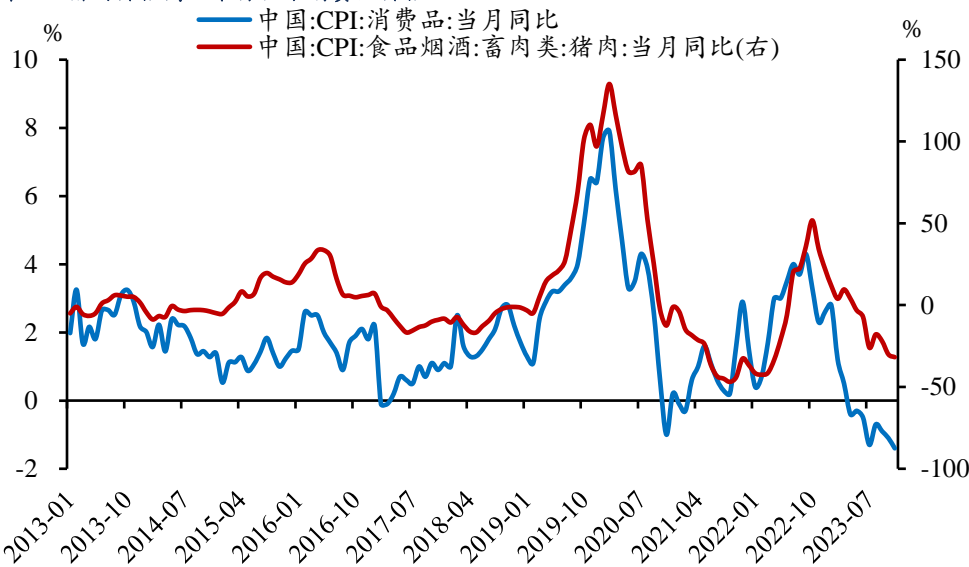
第一，农产品供应充足，猪价表现旺季不旺。11月份全国大部分地区平均气温较常年同期偏高，利于农产品生产储运，农产品供应充足导致鲜菜等食品价格降幅超季节性。不仅如此，生猪出栏量有所增加，但在天气偏暖下，部分腌腊需求延后，这使得11月猪肉价格回落，也拖累食品烟酒分项价格超季节性回落。

图 3：环比来看，食品烟酒和消费品均和季节性表现大幅背离



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：猪肉价格同比下行拖累消费品价格

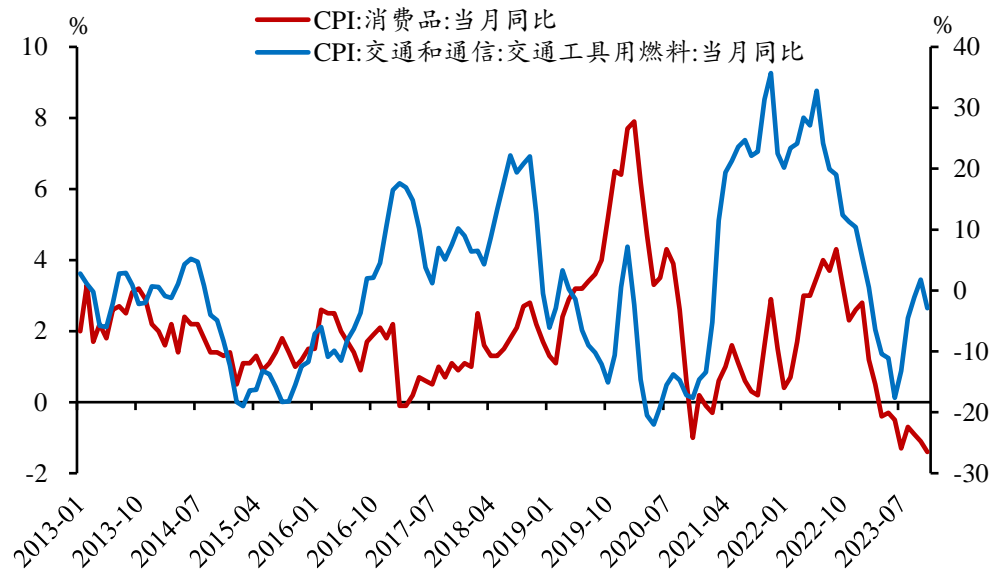


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，国内汽油价格创下今年以来最大降幅。受国际油价下行的影响，国内汽油价格下降 2.8%，为今年以来最大降幅，影响 CPI 环比下降约 0.10 个百分点。

第三，制造业企业景气度较差，消费品价格好转的制约力仍在。扣除食品烟酒和国内汽油价格对 CPI 环比的拖累(0.28 个百分点)，仍有近一半的回落源自其他消费品和服务的弱势表现。与 11 月消费品价格小幅正增长不同，消费品环比与季节性变化背离(见图 3)，显示制约消费品价格好转压力仍在。服务项目价格环比也在下跌，但方向与季节性表现一致。同时，地产压制也是核心 CPI 环比明显回落以及居住项、生活用品及服务等多个分项不及季节性变化的关键因素(见图 3)。

图 5：油价交通工具项燃料 CPI 继续下行



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、大部分工业品需求偏弱，PPI 同比修复受阻

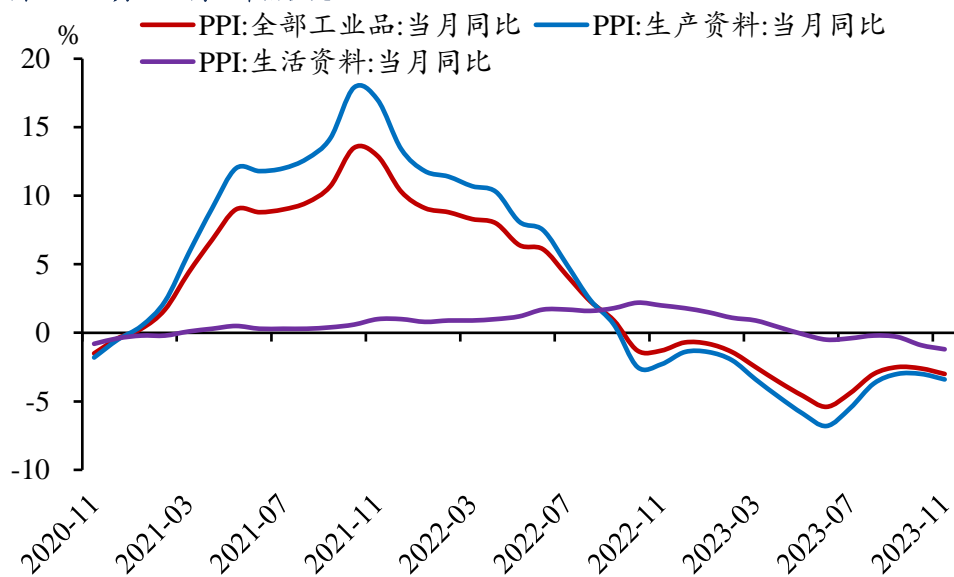
11 月 PPI 同比降幅进一步扩大到 3%，降幅超市场预期的 2.8%。

整体来看，11 月 PPI 降幅扩大背后反映两点：大部分工业品需求偏弱，以及原材料补库进程或有波折。

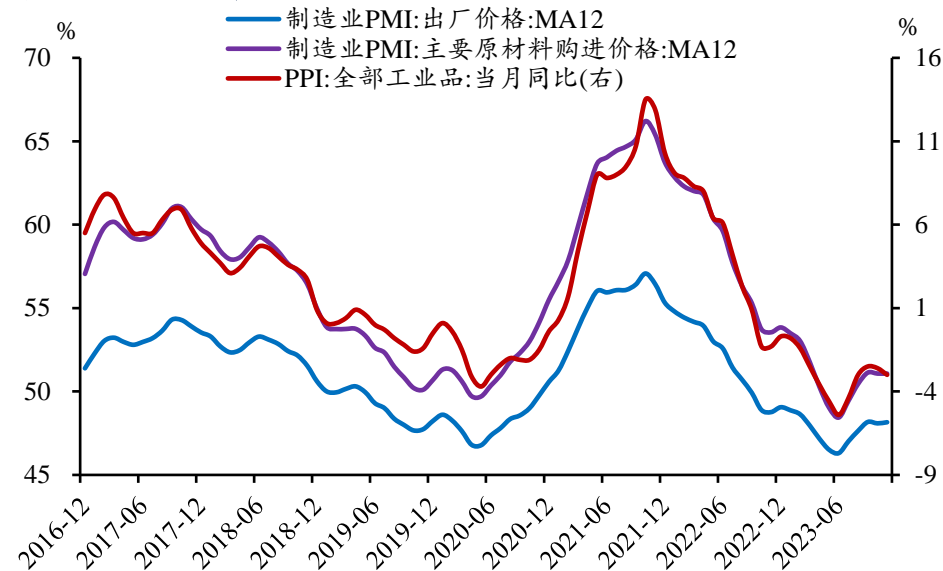
反映一：部分工业品需求偏弱。11 月国内制造业 PMI 进一步回落，制造业企业生产和新订单两端表现都走弱。分行业来看，高耗能行业 PMI 为 47.3%，高技术制造业 PMI 为 51.2%，装备制造业 PMI 为 51.6%，我们认为，高耗能行业的低景气度拖累了整个工业部门需求，体现在高耗能型的行业、偏上游的生产资料价格环比进一步下降。

反映二：国内原材料补库进程或有波折。过去 PPI 同比边际改善有国内原材料补库的支撑，但 11 月制造业采购活动和原材料库存表现显示企业原材料补库的进程可能有波折。不仅如此，PPI 价格下降另一个影响因素是国际原油价格进一步下行，这也带动国内石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格进一步下降。

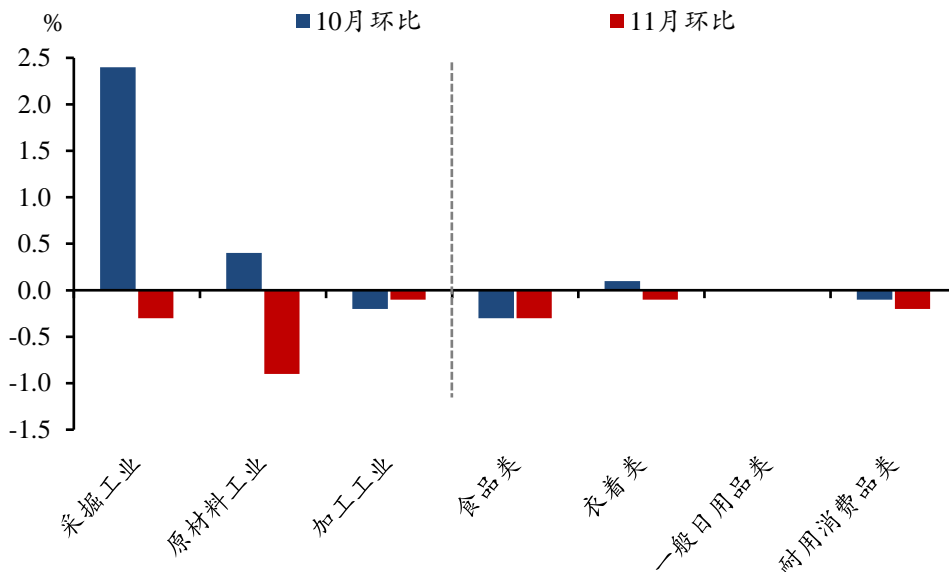
需要注意的是，**重大项目建设带动部分行业价格上涨。**政府投资为建筑业提供支撑，重大项目建设稳步推进，在这些因素的影响下，水泥制造价格上涨 1.4%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.1%。

图 6：11 月 PPI 同比降幅扩大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：制造业价格端未能持续上涨


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：11 月生产资料环比表现都很差


资料来源: ifind, 国家统计局, 信达证券研发中心

11 月物价水平同比降幅扩大，折射出经济压力并不小。11 月 CPI 和 PPI 的同比降幅均比市场预期的跌幅要大，总体上看，我们认为年内 CPI、PPI 同比再次回正的压力较大。即使明年初 CPI 转正，整体价格水平表现或也较弱。因为 CPI 最大的持续性制约来自猪周期的演绎，这需要经过行业产能逐步出清来缓解。

11 月物价继续下行，市场对政策发力的预期提升。11 月政府投资为建筑业提供支撑，重大项目建设稳步推进对部分行业价格有提振。12 月 8 日政治局会议提到“要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”，期待后续在促内需方面更多实质性的政策推出对消费需求的提振。总体上，CPI 回升高度依旧需要关注猪周期产能去化的节奏和地产下游等相关链条消费的改善节奏。

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。