

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

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

相关研究

- 宏观经济周报：股弱债强，继续待机
- 12月PMI数据点评：PMI延续回落
- 宏观周报：部分兑现，继续等待机会

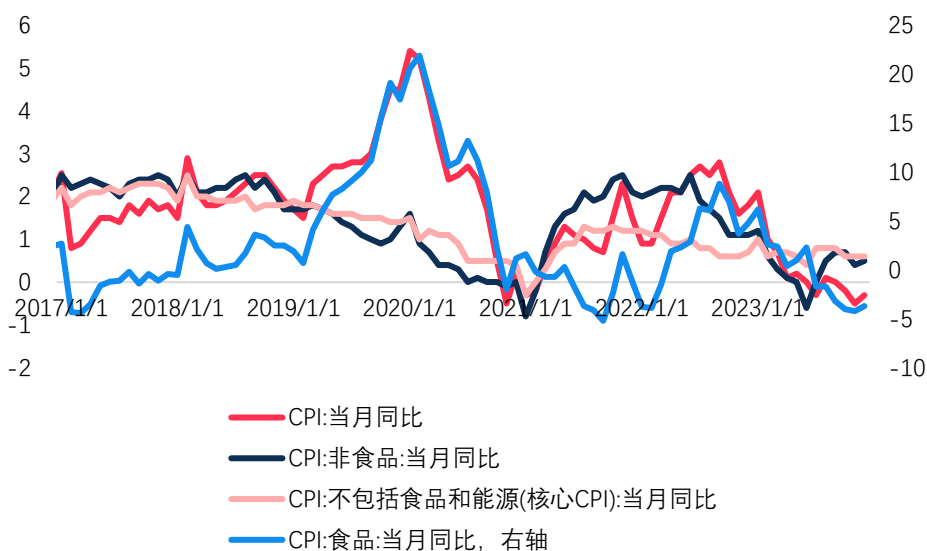
- 2023年价格全面走弱，CPI、食品CPI、非食品CPI、核心CPI同比月均值分别为0.24%、-0.30%、0.37%、0.68%，各项指标比疫情前和疫情中都要小，显示经济修复承受压力。12月物价虽有反弹，但是幅度并不大，经济内生动能仍然偏弱。2023年物价指数的亮点是旅行相关的价格基本恢复至疫情前水平。
- **CPI弱反弹**。2023年12月CPI同比增速较11月走强，CPI、食品CPI、非食品CPI同比分别为-0.3%、-3.7%、0.5%，较前值分别增加0.2、0.5、0.21个百分点。核心CPI同比继续弱企稳，连续三个月录得0.6%。12月核心CPI环比0.1%，较前值上升0.4个百分点，高于季节性水平，但11-12月均值比季节性水平低，显示12月核心CPI反弹力度并不强。从环比连乘的视角观察，我们能得到同样的结论，核心CPI全年偏弱，12月价格在10-11月下行的基础上有所反弹，但力度有限。
- **CPI分项大部分偏弱，旅游是亮点**。我们选取两组参照值衡量2023年CPI8大分项月度同比均值的水平，一组是疫情前2016-2019年月度同比的均值，另一组是疫情期间2020-2023年月度同比的均值。（1）2023年月度同比均值比任何一组参照值都要低的有4类，分别是食品烟酒、交通和通信、居住、生活用品及服务；（2）2023年月度同比均值比一组参照值高的有3类，分别是医疗保健、衣着、教育文化和娱乐，后两项虽然低于疫情前水平，但已接近；（3）2023年月度同比均值比两组参照值高的有1类，是其他用品和服务。总体而言，旅游（包含在教育文化和娱乐项中）及其关联最紧密的住宿（包含在其他用品和服务项中）可能是2023年价格的亮点，另一个恢复较好的项目是衣着，明显好于其他生活用品。从环比连乘的视角观察也能得到上述相似结论。
- **PPI弱修复**。2023年12月，PPI同比为-2.7%，较前值回升0.3个百分点。其中，生产资料价格同比为-3.3%，较前值回升0.1个百分点，生活资料价格同比为-1.2%，与前值持平。主要行业中，中下游价格仍然承压。
- **后市展望**。物价指数整体偏低以及修复速度偏慢，反应2023年经济仍然处于修复之中，并且在边际上经济内生动力仍然不强，往后看，稳增长政策有发力空间。
- **风险提示**。经济修复不及预期，海外扰动超预期。

2023 年价格全面走弱，反应经济修复承受压力。12 月物价虽有反弹，但是幅度并不大，显示经济内生动能仍然偏弱。2023 年物价指数的亮点是旅行相关的价格基本恢复至疫情前水平。

1 CPI 弱反弹

2023 年 12 月 CPI 同比增速较 11 月走强，CPI、食品 CPI、非食品 CPI 同比分别为-0.3%、-3.7%、0.5%，较前值分别增加 0.2、0.5、0.21 个百分点。核心 CPI 同比继续弱企稳，连续三个月录得 0.6%。

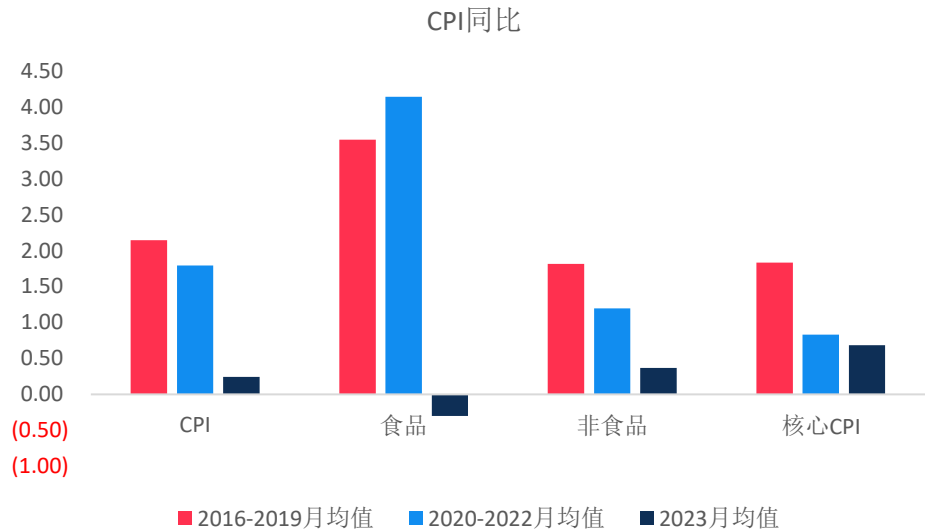
图 1: CPI 同比弱企稳 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2023 年消费者价格指数整体偏弱，CPI、食品 CPI、非食品 CPI、核心 CPI 2023 年同比月均值分别为 0.24%、-0.30%、0.37%、0.68%，各项指标比疫情前和疫情中都要小。

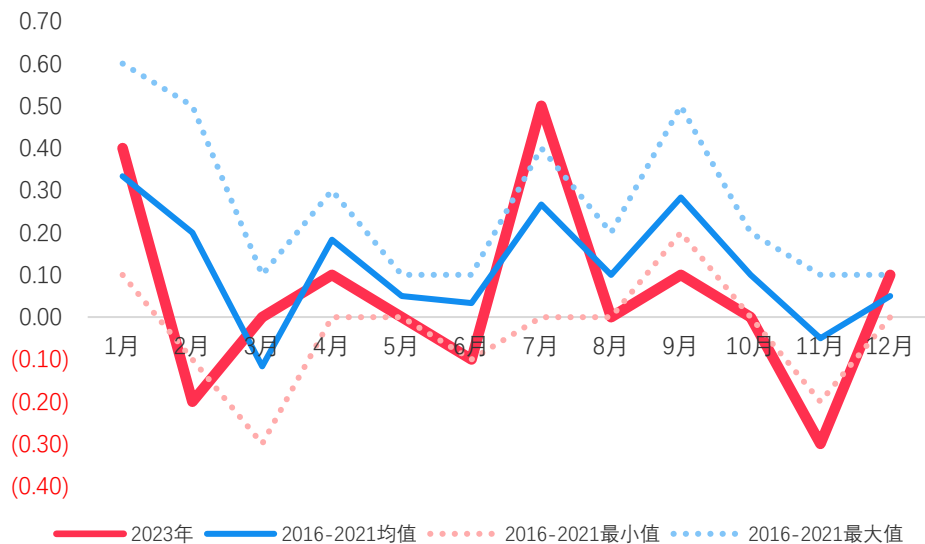
图 2: CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

12月核心CPI环比0.1%，较前值上升0.4个百分点，高于季节性水平，但11-12月均值比季节性水平弱，显示12月核心CPI反弹力度并不强。

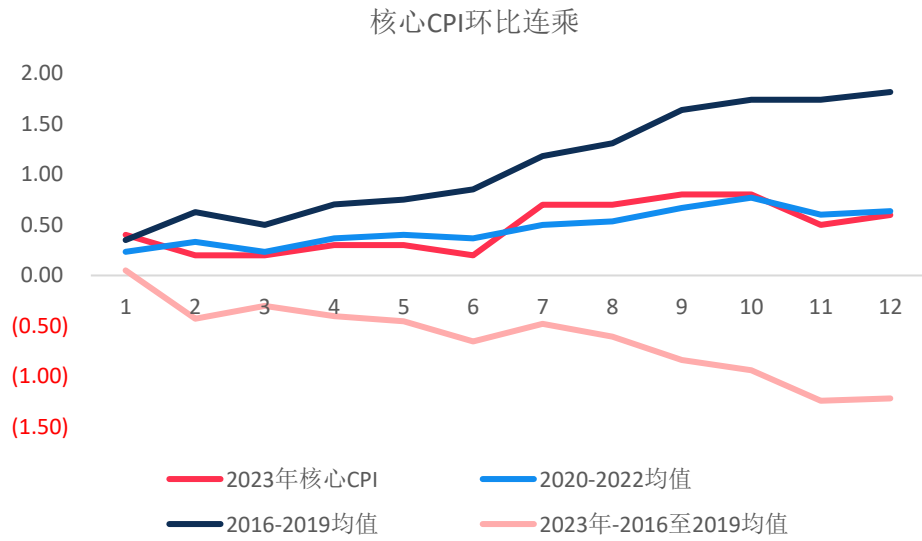
图 3: 核心 CPI 环比季节性 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

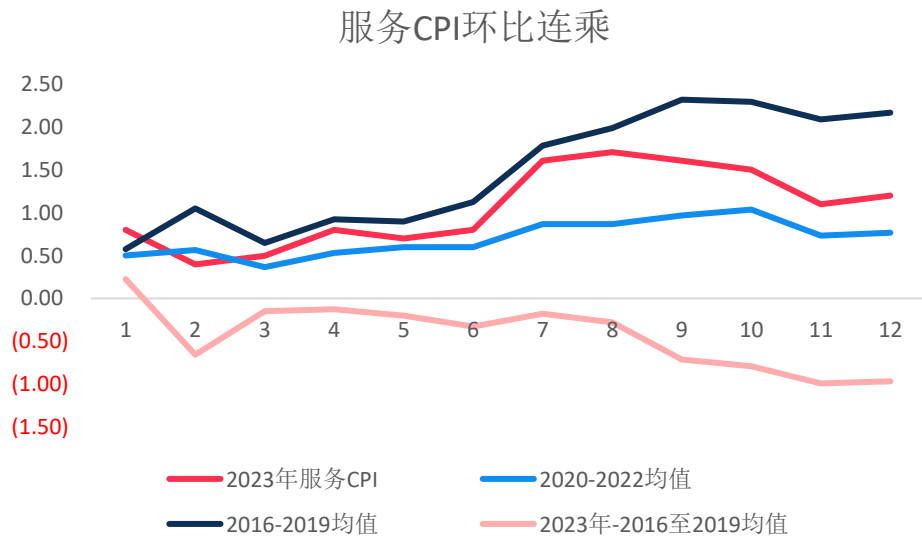
从环比连乘的视角观察，我们能得到同样的结论，核心CPI全年偏弱，12月价格在10-11月下行的基础上有所反弹，但力度有限。无论是服务价格还是核心商品价格，均有上述特征。

图 4：核心 CPI 环比连乘 (%)



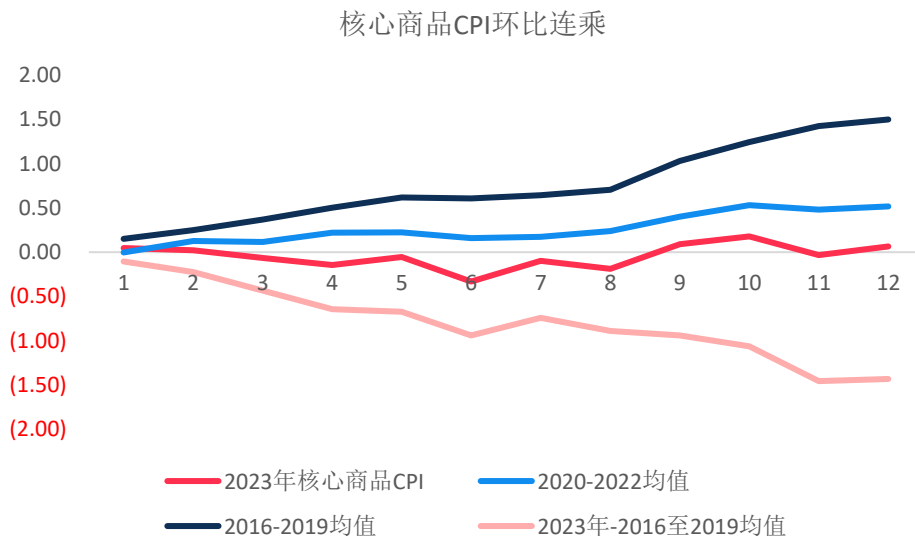
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 5：服务 CPI 环比连乘 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：核心商品 CPI 环比连乘（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 CPI 分项大部分偏弱，旅游是最大亮点

2023CPI 分项大部分偏弱，亮点可能是旅游相关的价格恢复较好。

我们选取两组参照值衡量 2023 年 CPI8 大分项月度同比均值的水平，一组是疫情前 2016-2019 年月度同比的均值，另一组是疫情期间 2020-2023 年月度同比的均值。

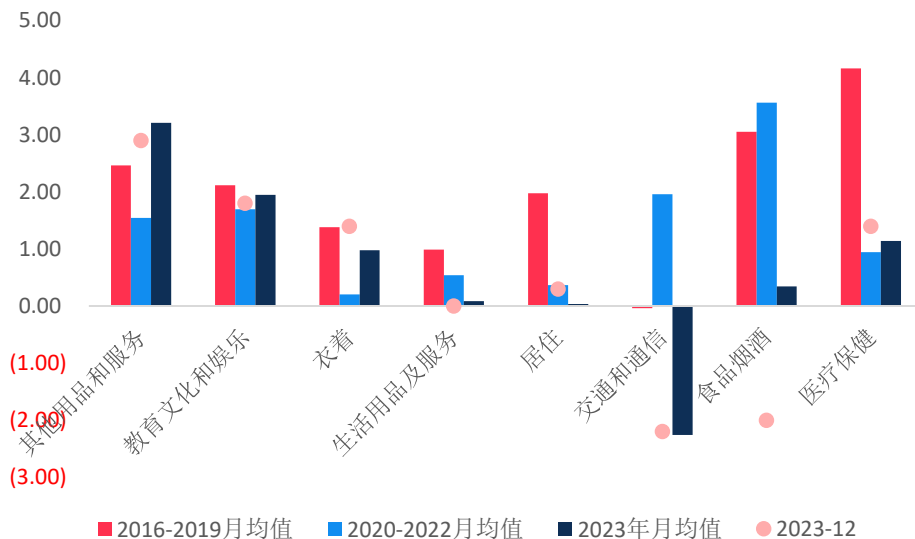
(1) 2023 年月度同比均值比任何一组参照值都要低的有 4 类，分别是食品烟酒、交通和通信、居住、生活用品及服务；

(2) 2023 年月度同比均值比一组参照值高的有 3 类，分别是医疗保健、衣着、教育文化和娱乐，后两项虽然低于疫情前水平，但已接近；

(3) 2023 年月度同比均值比两组参照值高的有 1 类，是其他用品和服务。

总体而言，旅游（包含在教育文化和娱乐项中）及其关联最紧密的住宿（包含在其他用品和服务项中）可能是 2023 年价格上的亮点，另一个恢复较好的项目是衣着，明显好于其他生活用品。

图 7：8 大分项同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

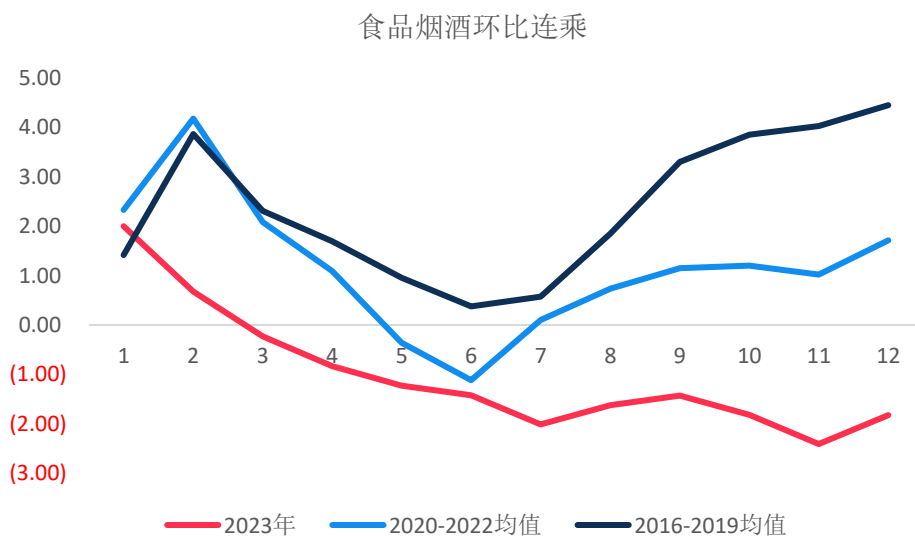
如上所述，2023 年月度同比均值比任何一组参照值都要低的有 4 类，比一组参照值高的有 3 类，比两组参照值高的有 1 类，我们从环比的角度作进一步观察，可以发现：

(1) 8 大分项中的大部分价格，在 10-11 月份有一个下行（与参照相比），12 月份则普遍有一个反弹，价格下行反应了 10-11 月同期的经济走弱，12 月反弹可能是对 11 月价格超调的一个回补。

(2) 部分分项的价格出现了系统性变化，如交通和通信，其走势与疫情前和疫情期间的参照均有明显差异，可能反应了油价在近年来的大幅变化以及汽车行业的重塑。

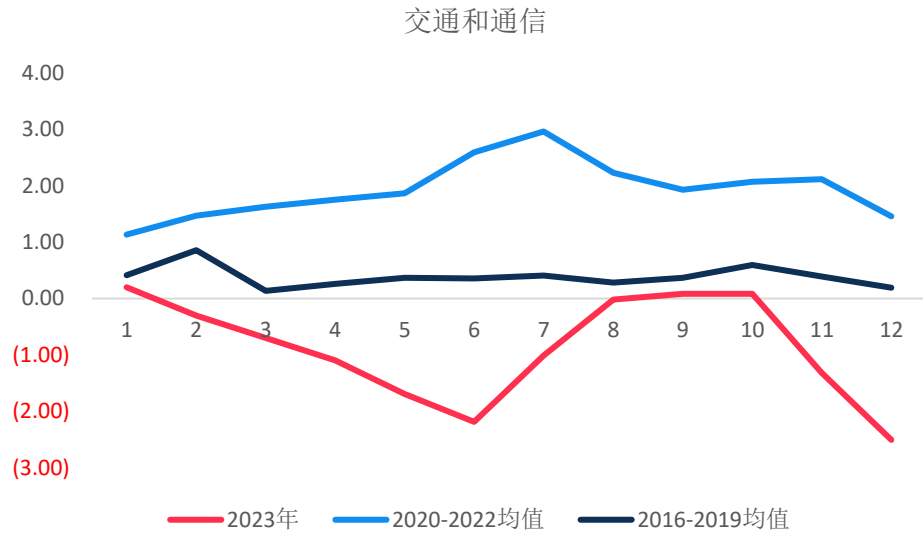
(3) 部分分项价格的走势在 2023 年与疫情前已经比较相似，如教育文化和娱乐、衣着、其他用品和服务。

图 8：食品烟酒环比连乘 (%)



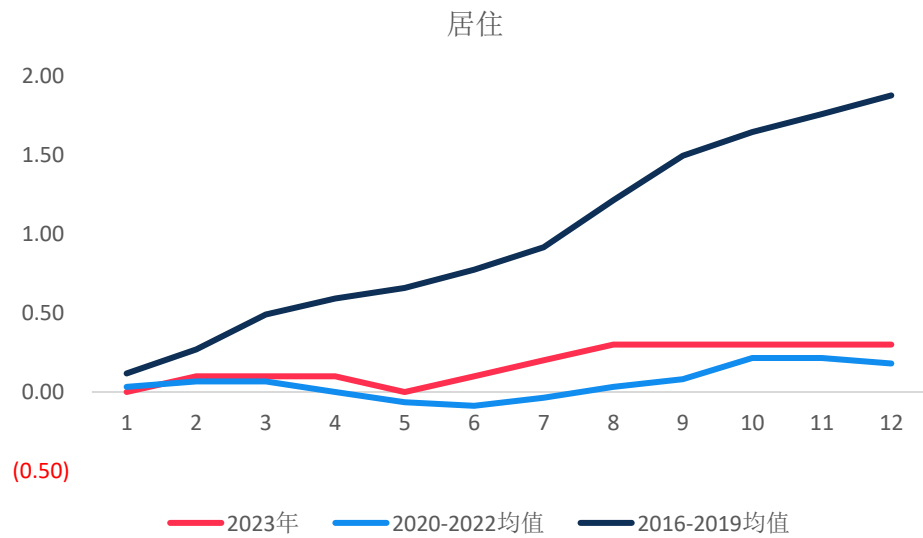
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 9: 交通和通信环比连乘 (%)



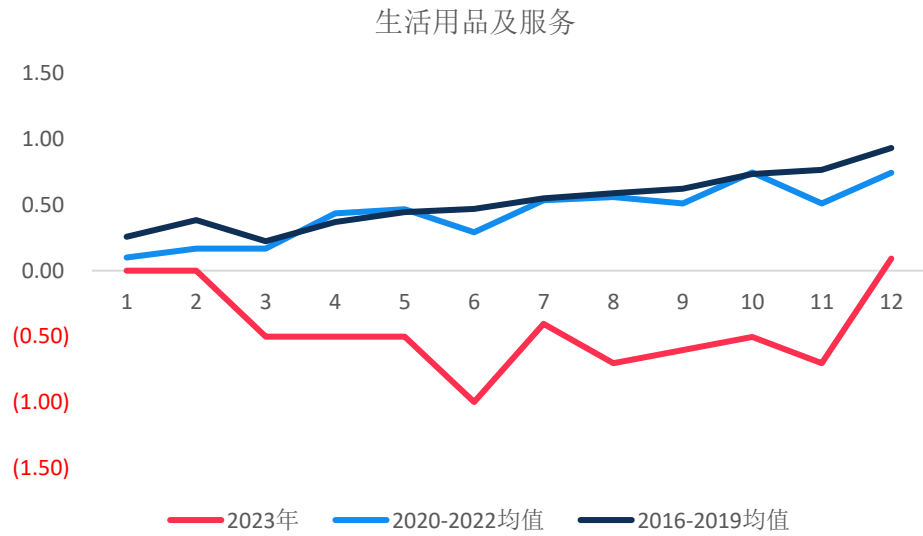
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 10: 居住环比连乘 (%)



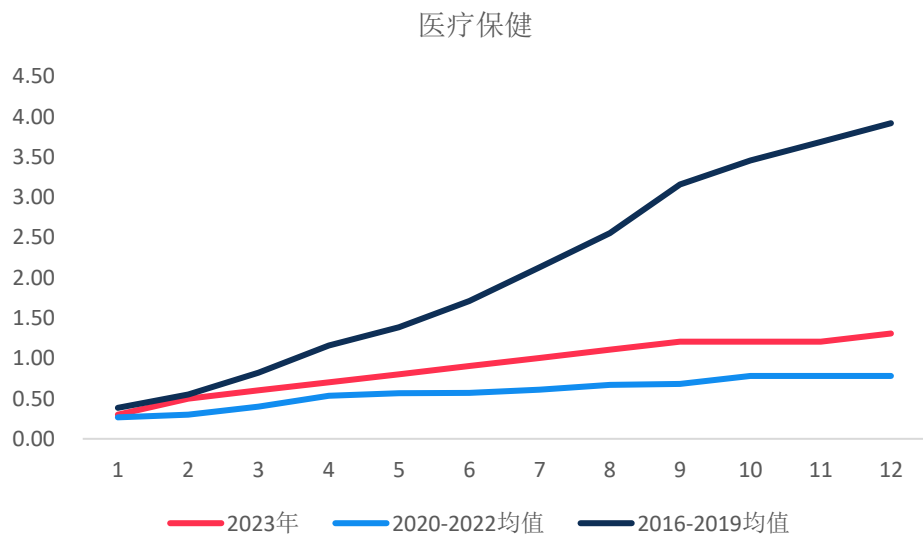
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 11：生活用品及服务环比连乘（%）



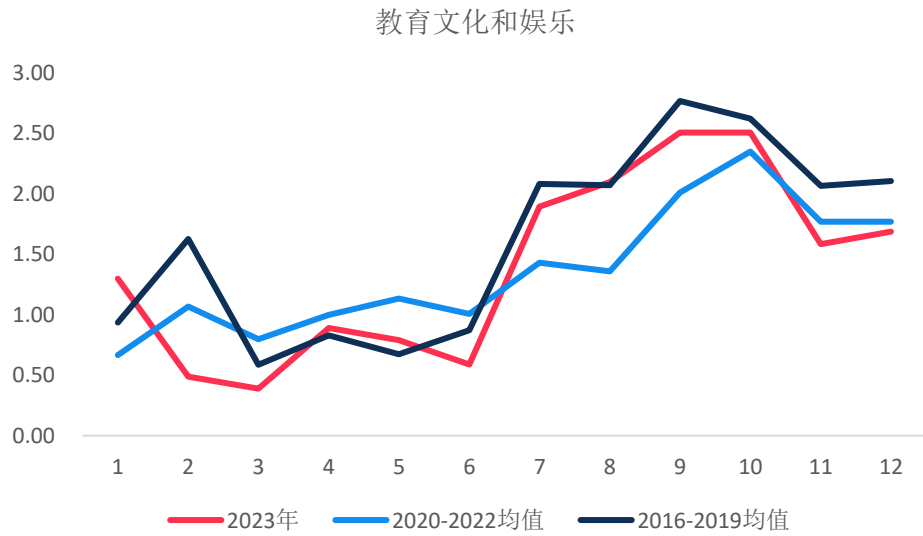
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 12：医疗保健环比连乘（%）



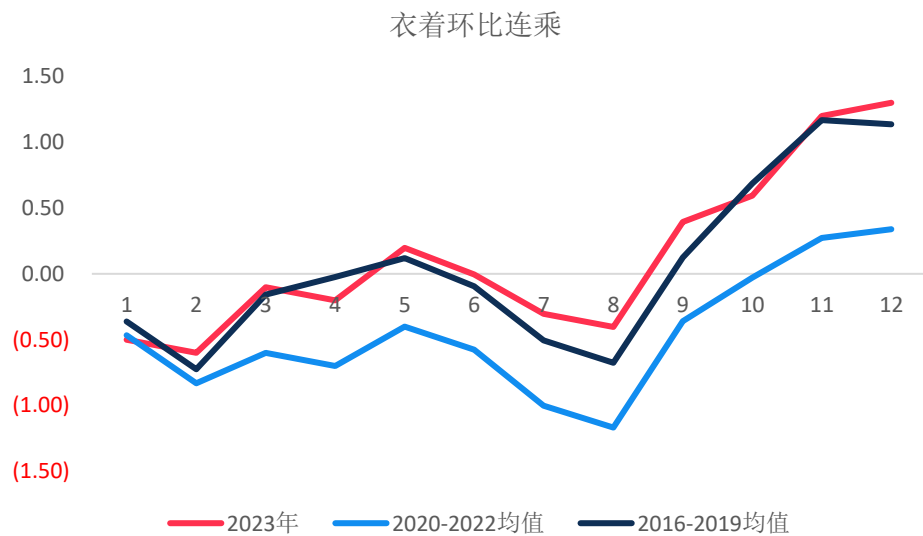
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 13：教育文化和娱乐环比连乘（%）



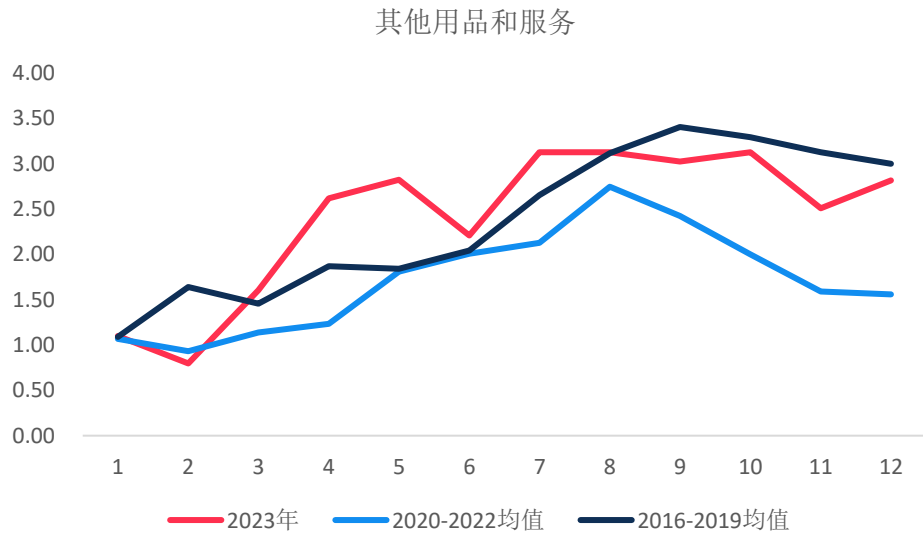
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 14：衣着环比连乘（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

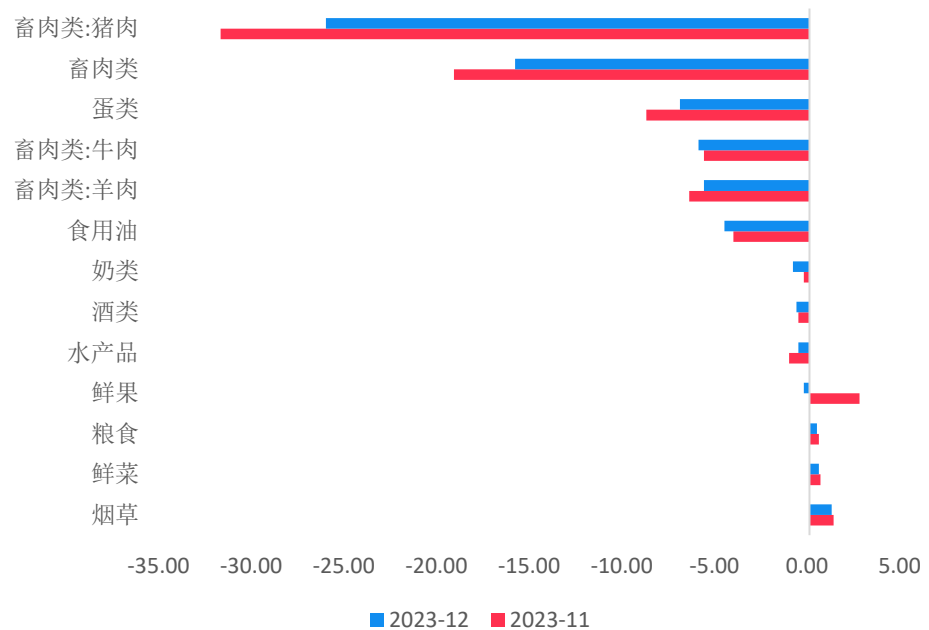
图 15：其他用品和服务环比连乘（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

食品价格中，12月对总体CPI同比增速拖累最大的是畜肉类，特别是猪肉，畜肉类价格同比-15.9%，猪肉价格同比-26.1%。12月食品价格同比为正的有烟草、鲜菜和粮食。

图 16：食品项 CPI 同比（%）

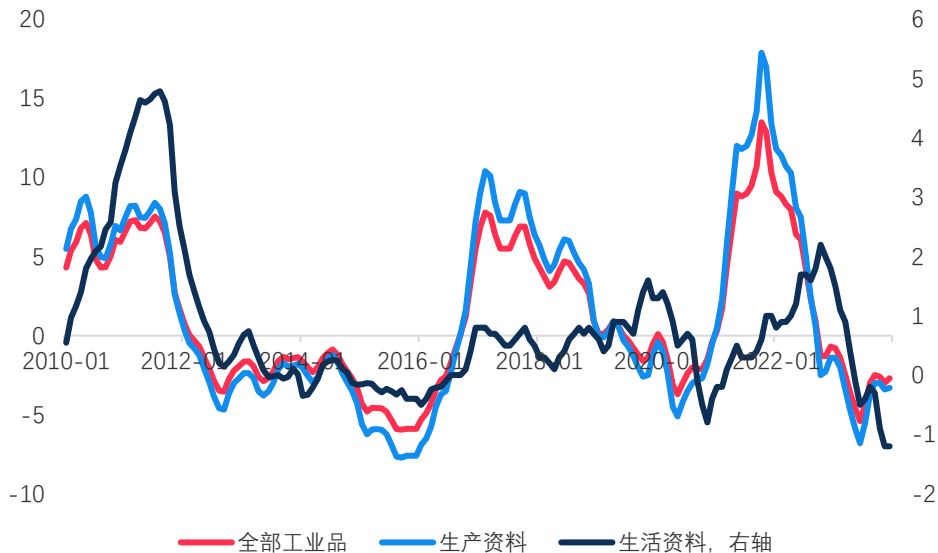


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 PPI 小幅修复

2023年12月，PPI同比为-2.7%，较前值回升0.3个百分点。其中，生产资料价格同比为-3.3%，较前值回升0.1个百分点，生活资料价格同比为-1.2%，与前值持平。

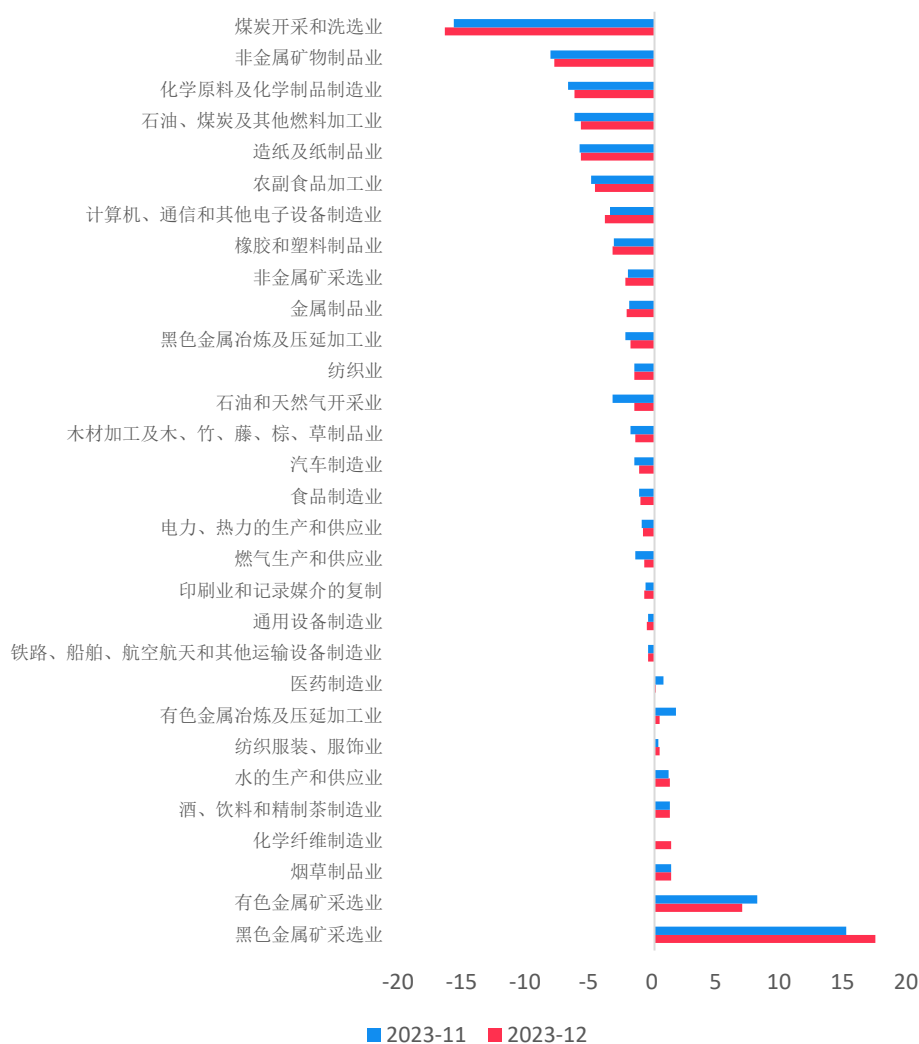
图 17: PPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

主要行业中，中下游价格仍然承压，电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业价格分别下降 4.3%、3.9%，降幅分别扩大 0.3、0.4 个百分点。非金属矿物制品业、化学原料及化学制品制造业价格分别下降 7.9%、6.3%，其他行业如造纸及纸制品业、造纸及纸制品业价格下降幅度也较大。

图 18：分行业 PPI 同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

物价指数整体偏低以及修复速度偏慢，显示 2023 年经济仍然处于修复之中，并且在边际上经济内生动力仍然不强，往后看，稳增长政策有发力空间。

5 风险提示

经济修复不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现