

猪肉价格见顶回落压低 11 月 CPI 涨幅，PPI 连续两个月同比负增长

——2022 年 11 月物价数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2022 年 11 月，CPI 同比上涨 1.6%，涨幅较上月回落 0.5 个百分点；PPI 同比下降 1.3%，降幅与上月持平。

基本观点：11 月 CPI 同比连续两个月较快下行，意味着 9 月 2.8% 的涨幅即是年内通胀高点，四季度物价已转入回稳过程。除上年同期基数抬高外，11 月 CPI 同比回落主要源于当前猪肉已进入价格见顶回落阶段，蔬菜价格下跌也是一个重要原因。与此同时，受消费需求偏缓影响，11 月扣除食品和能源价格、更能反映整体物价水平的核心 CPI 同比继续处于 0.6% 的低位，显示当前整体物价形势稳定。这与欧美高通胀形成鲜明对比，将继续为国内宏观政策“以我为主”提供重要支撑。展望未来，在猪肉价格见顶回落，以及短期内消费偏弱会继续抑制核心 CPI 涨幅的前景下，12 月 CPI 同比或将继续保持在 2.0% 以内的温和水平。我们预计，2022 年全年 CPI 同比将在 2.0% 左右，明显低于 3.0% 的控制目标；综合考虑整体经济运行态势及商品和服务市场供需平衡状况，2023 年在全球通胀降温趋势下，国内消费反弹带来的潜在通胀风险也不大。这意味着年底前后货币、财政政策都具备在稳增长方向适度发力的空间。

11 月国际大宗商品价格走势小幅反弹，国内工业品价格多数回落，当月 PPI 环比仅微幅上涨，涨势较上月减弱，同比则延续下跌，跌幅与上月持平。整体上看，伴随大宗商品价格走弱，前期价格持续高涨、带动 PPI 同比冲高的生产资料 PPI 已连续两个月处于通缩状态，并影响整体 PPI 连续两个月负增长。展望后续，短期内大宗商品和工业品价格缺乏大幅上涨动力，延续下跌的可能性更大，而且当前绝大多数工业品价格的绝对水平仍然偏高，后期也还有一定下行空间。我们判断，12 月 PPI 同比将在 -0.5% 左右，今年底明年初 PPI 同比有可能持续处于负增状态。这在减轻下游行业成本压力的同时，也是明年初国内物价走势有望继续保持温和状态的一个积极因素。

具体来看：

一、11 月 CPI 同比涨幅明显回落，其中本轮猪周期转入价格回落阶段是主要原因，当月蔬菜价格同比跌幅扩大，也拉低了整体 CPI 涨幅。与此同时，受消费需求修复偏缓影响，11 月扣除食品和能源价格、更能反映整体物价水平的核心 CPI 同比连续 3 个月处于 0.6% 的低位，显示当前整体物价形势稳定，促消

费的政策空间较大。

11月CPI同比上涨1.6%，涨幅较上月大幅回落0.5个百分点。这表明，9月2.8%的同比涨幅即是全年通胀的高点，四季度物价形势回稳。

具体来看，11月CPI同比涨幅收窄，除上年同期基数抬高外，具体来看，11月CPI同比涨幅收窄，除上年同期基数抬高外，主要原因是本轮猪周期价格转入见顶回落阶段，当月猪肉价格由此前连续7个月的较快上升转入下降，环比下跌0.7%。这带动11月猪肉价格同比涨幅显著回落17.4个百分点，至34.4%。根据猪肉价格在CPI中的权重，仅此一项就拉低11月CPI同比涨幅0.28个百分点。另外，主要受天气条件良好带动供应量大幅增加，以及疫情防控下餐饮业经营尚未完全修复等原因影响，11月鲜菜价格环比下降8.3%，降幅比上月扩大3.8个百分点，同比降幅达到-21.2%，较上月扩大13.1个百分点，对CPI同比涨幅的下拉幅度也达到0.28个百分点。这样来看，11月CPI同比涨幅收窄0.5个百分点，主要影响因素是以上两项。这同时带动11月食品价格同比涨幅由上月的7.0%骤降至3.7%。

非食品方面，11月国际原油价格中枢小幅下行，国内成品油价格经历一升一降两次调整，总体较上月小幅调高，但在上年同期基数抬高影响下，同比涨幅都有所回落。近期PPI同比转负，11月其它工业消费品价格走势偏弱；受疫情影响，飞机票和宾馆住宿价格环比走低，服务价格整体环比降幅为0.2%，同比涨幅也停留在0.5%的低位。这导致11月非食品CPI同比继续徘徊在1.1%的明显偏低水平。

主要受消费需求修复偏缓影响，11月扣除食品和能源价格、更能反映整体物价水平的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅连续三个月处在这一明显偏低水平，显示当前整体物价形势稳定。这与欧美高通胀形成鲜明对比，将继续为国内宏观政策“以我为主”提供重要支撑，政策面在促消费方面空间较大。

展望未来，在猪肉价格见顶回落，以及短期内消费偏弱会继续抑制核心CPI涨幅的前景下，12月CPI同比或将继续保持在2.0%以内的温和水平，四季度物价回稳已没有悬念。我们预计，2022年全年CPI同比将在2.0%左右，明显低于3.0%的控制目标；综合考虑整体经济运行态势及商品和服务市场供需平衡状况，2023年在全球通胀降温趋势下，国内消费反弹带来的潜在通胀风险也不大。这意味着年底前后货币、财政政策都具备在稳增长方向适度发力的空间。

二、11月国际大宗商品价格走势小幅反弹，国内工业品价格多数回落，当月PPI环比仅微幅上涨，涨势较上月减弱，同比则延续下跌，跌幅与上月持平。11月PPI环比上涨0.1%，涨幅较上月收窄0.1个百分点，同比下跌1.3%，跌幅与上月持平，整体表现不及预期。从新涨价和翘尾因素来看，由于环比仅微幅上涨，11月PPI新涨价因素持平上月于-0.1%，翘尾因素也结束了此前连续大幅走低的局面，持平上月

于-1.2%。

具体来看，国际方面，受 OPEC 减产幅度低于预期驱动，11 月国际原油价格在 10 月小幅反弹后再度小幅走弱，整体波动幅度不大。在油价较平稳运行基础上，11 月国际大宗商品价格走势亦整体平稳，当月 RJ-CBR 商品价格指数月均值小幅反弹，同比涨幅从上月的 16.9% 小幅加快至 19.3%。从国内来看，国家统计局公布的重要生产资料旬度价格显示，11 月钢铁、煤炭、平板玻璃、汽油、液化天然气等价格多较上月有不同程度回落，背后是房地产投资偏弱，对工业品需求的拖累难以为基建投资提速所完全对冲，以及国内保供稳价力度较大等。

在上述内外部因素综合影响下，11 月生产资料 PPI 环比涨幅较上月放缓 0.1 个百分点，价格与上月持平。其中，采掘工业和加工工业 PPI 环比涨势均小幅放缓 0.1 个百分点，分别至 0.9% 和 0.0%，中游原材料工业 PPI 环比则延续下跌，跌幅持平上月于 0.1%。同比来看，11 月生产资料 PPI 同比下跌 2.3%，跌幅较上月小幅收敛 0.2 个百分点，主要受采掘工业 PPI 同比跌幅收敛带动。整体上看，伴随大宗商品价格走弱，前期价格持续高涨、带动 PPI 同比冲高的生产资料 PPI 已连续两个处于通缩状态，并影响整体 PPI 连续两个月负增长。其中，保供稳价下，煤炭价格持续两位数同比负增；全球经济衰退风险加剧，国际原油价格同比涨幅显著收窄，是两个最大影响因素。

最后，11 月生活资料 PPI 环比上涨 0.1%，涨势较上月放缓 0.4 个百分点，同比从上月的 2.2% 回落至 2.0%，且各分项环比、同比涨势普遍走弱。我们认为，这可能受近期食用农产品和能源价格涨势放缓以及疫情反弹扰动终端需求影响，同时，去年同期基数有所走高也对同比涨幅起到一定下拉作用。

展望后续，从全球和国内基本面来看，短期内大宗商品和工业品价格缺乏大幅上涨动力，延续下跌的可能性更大，而且当前绝大多数工业品价格的绝对水平仍然偏高，后期也还有一定下行空间。其中，受全球经济衰退担忧影响，12 月以来，国际油价连续走低。我们判断，12 月 PPI 环比可能会重回下跌。不过，由于上年同期价格基数走低，翘尾因素明显回升，这将带动 12 月 PPI 同比反弹，预计同比跌幅将收敛至 -0.5% 左右。这样来看，今年底明年初 PPI 同比有可能持续处于负增状态。这在减轻下游行业成本压力的同时，也是明年初国内物价走势有望继续保持温和状态的一个积极因素。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。