

# 11 月通胀点评

## 防疫措施放开或带动消费需求和价格上行

11 月 CPI 同比增速受基数影响延续下行，虽然消费品价格和服务价格环比都有所下降，但考虑到防疫政策放松对消费可能带来正面影响，相较于当前 CPI 同比增速的回落，市场或更关注 12 月政治局会议提到的 2023 年稳物价的政策目标；PPI 同比增速与 10 月持平，但生活资料环比上升，关注此前原材料涨价向下游的传导；维持此前观点，认为 12 月是货币政策宽松较好的时间窗口。

- 11 月 CPI 环比下降 0.2%，同比增长 1.6%，核心 CPI 同比增长 0.6%，服务价格同比增长 0.5%，消费品价格同比上升 2.3%。
- 从环比看，11 月食品价格由上月上涨 0.1% 转为下降 0.8%，影响 CPI 下降约 0.14 个百分点，非食品价格继续持平；从同比看，食品价格上涨 3.7%，涨幅比上月回落 3.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.68 个百分点，非食品价格上涨 1.1%，涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 0.88 个百分点。
- 防疫措施放开之后，关注服务价格环比上涨。11 月 CPI 同比增速下降主要是受基数效应影响，分类来看，食品价格环比下降 0.8% 是主要影响，非食品中服务价格环比下降 0.2%，消费品价格环比下降 0.1%，主要是受疫情影响，服务性消费和内需偏弱的拖累。随着国内防疫政策放松，叠加春节前假期消费季节性走强，需要关注服务价格和消费品价格环比可能超预期上升的情况，特别是在 2023 年一季度，叠加基数较低的影响，CPI 同比增速可能超预期冲高。但另一方面当前国内经济稳增长需求较强，我们维持此前观点，认为货币政策放松宜早不宜迟，12 月是较 2023 年一季度更好的时间窗口，关注 12 月经济工作会议前后是否有降息落地。
- 11 月 PPI 环比上升 0.1%，同比下降 1.3%，PPIRM 同比下降 0.6%。11 月受煤炭、石油、有色金属等行业价格上涨影响，PPI 环比微涨；受去年同期对比基数较高影响，同比继续下降。
- 从同比看，调查的 40 个工业行业大类中，价格下降的有 15 个，价格上涨的有 25 个，主要行业中，价格降幅扩大的有化学原料、化纤制造，价格降幅收窄的有黑色金属、煤炭开采、有色金属，价格涨幅回落的有石油天然气、农副食品、石油煤炭及其他燃料加工业，涨幅扩大的是计算机通信。
- PPI 高基数将延续，但生活资料价格环比偏强。PPI 同比增速较 10 月持平，但高基数的影响至少将延续至 2023 年 4 月，因此 PPI 同比增速或仍将在较低水平持续一段时间。11 月 PPI 生活资料价格同比走势上升的趋势延续，关注生产端向下游传导前期成本压力叠加疫情防控放松后需求回升对生活资料价格带来的双重影响。

**风险提示：**全球通胀下行缓慢；流动性回流美债；全球新冠疫情不确定。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇  
xiaojiao.zhang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵  
(8610)66229359  
qibing.zhu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## CPI

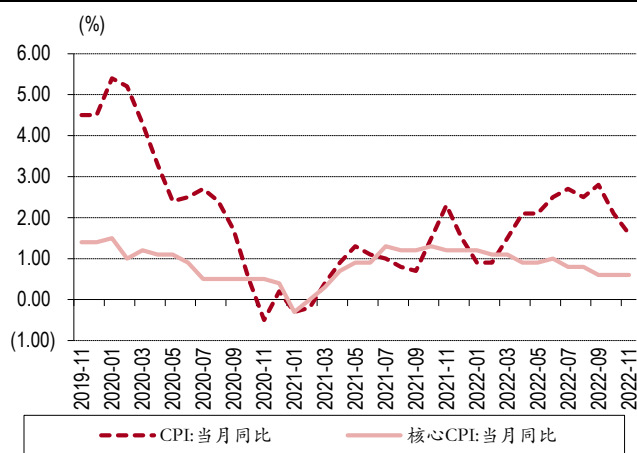
**11月CPI同比增速符合预期。**11月CPI环比下降0.2%，增速较10月下降0.3个百分点。从分项看，11月环比上涨的是衣着（0.3%）和交通通信（0.1%），环比下降的是食品烟酒（-0.5%）、教育文化娱乐（-0.4%）、生活用品及服务（-0.3%）以及其他用品和服务（-0.1%）；11月分项中较10月环比增速上升较多的是交通通信，居住环比增速也小幅上升，环比增速下降较多的是食品烟酒、生活用品及服务、教育文化娱乐和其他用品和服务。11月CPI同比增长1.6%，较10月下降0.5个百分点，核心CPI同比增长0.6%，连续三个月持平，服务价格同比增长0.5%，较10月上升0.1个百分点，消费品价格同比上升2.3%，较10月下降1个百分点。从分项看，11月同比增速较高的是食品烟酒（3%），其次是交通通信（2.9%）和其他用品及服务（2.3%），同比增速较10月上升的是其他用品和服务、生活用品及服务、以及教育文化娱乐，较10月同比增速下降的主要是食品烟酒和交通通信。据测算，在11月份1.6%的CPI同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.3个百分点，新涨价影响约为1.9个百分点。

**11月食品同比增速涨幅回落，猪肉价格环比下降。**从环比看，11月食品价格由上月上涨0.1%转为下降0.8%，影响CPI下降约0.14个百分点；从同比看，食品价格上涨3.7%，涨幅比上月回落3.3个百分点，影响CPI上涨约0.68个百分点。11月受国内疫情、季节性因素及去年同期对比基数走高等共同影响，CPI环比由涨转降，同比涨幅回落。鲜菜因天气条件较好供应充足，价格环比下降；中央储备猪肉投放工作继续开展，生猪供给持续增加，猪肉价格环比由涨转降；鲜果价格季节性环比上涨。食品价格回落是影响CPI同比增速回落的主要因素。

**非食品价格环比连续三个月持平。**从环比看，11月非食品价格继续持平；从同比看，非食品价格上涨1.1%，涨幅与上月相同，影响CPI上涨约0.88个百分点。非食品中，国际油价变动影响国内汽油和柴油价格环比上涨，服装价格环比上涨，受疫情影响，飞机票和宾馆住宿价格环比下降，家庭服务价格同比涨幅较10月回落。

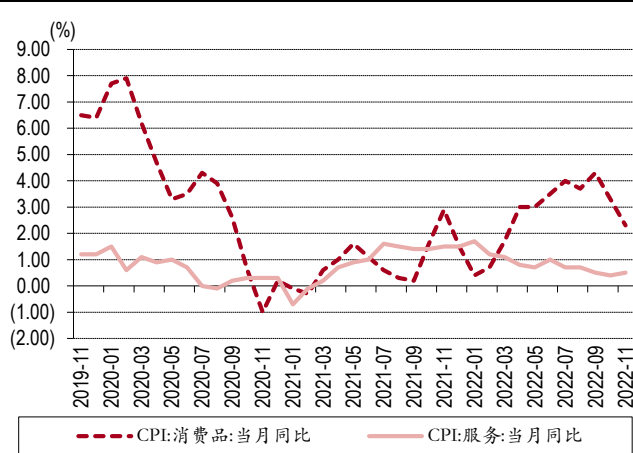
**防疫措施放开之后，关注服务价格环比上涨。**11月CPI同比增速下降主要是受基数效应影响，分类来看，食品价格环比下降0.8%是主要影响，非食品中服务价格环比下降0.2%，消费品价格环比下降0.1%，主要是受疫情影响，服务性消费和内需偏弱的拖累。随着国内防疫政策放松，叠加春节前假期消费季节性走强，需要关注服务价格和消费品价格环比可能超预期上升的情况，特别是在2023年一季度，叠加基数较低的影响，CPI同比增速可能超预期冲高。但另一方面当前国内经济稳增长需求较强，我们维持此前观点，认为货币政策放松宜早不宜迟，12月是较2023年一季度更好的时间窗口，关注12月经济工作会议前后是否有降息落地。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



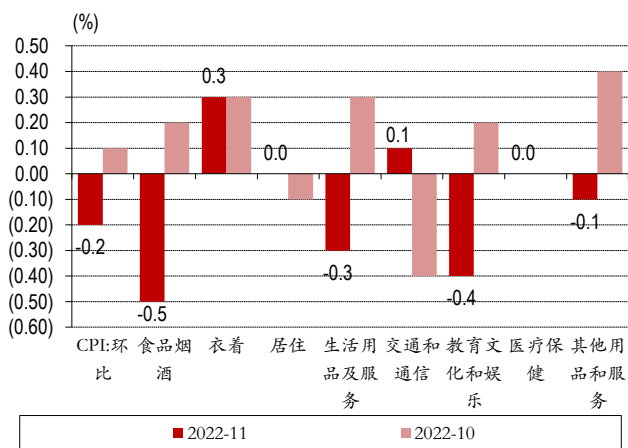
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



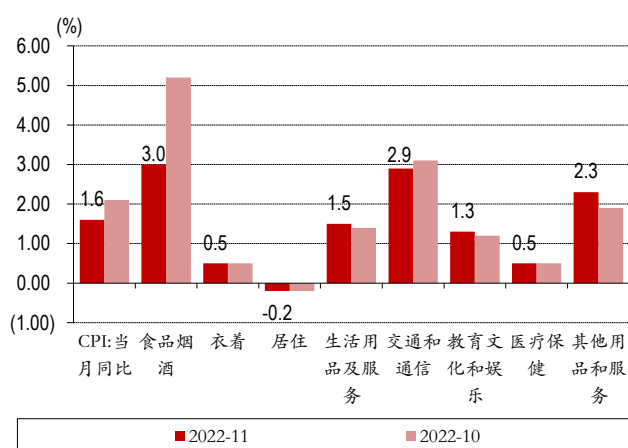
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



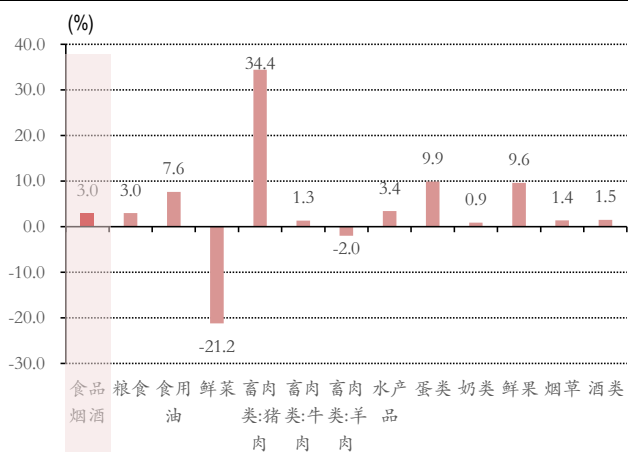
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 猪肉价格是通胀压力的主要来源



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 粮食和食用油价格同比仍在高位环比已经走低



资料来源：万得，中银证券

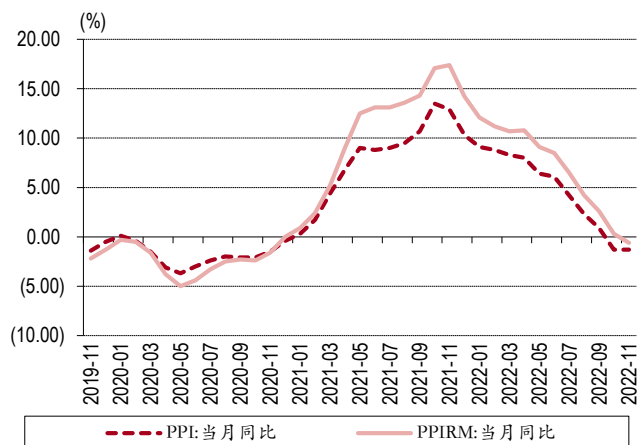
## PPI

**PPI 同比增速继续负增长。**11 月 PPI 环比上升 0.1%，其中生产资料环比持平，生活资料环比上升 0.1%。11 月 PPI 同比下降 1.3%，较 10 月持平，其中生产资料同比下降 2.3%，较 10 月上升 0.2 个百分点，生活资料同比增长 2%，较 10 月下降 0.2 个百分点。PPIRM 同比下降 0.6%，较 10 月下降 0.9 个百分点，从构成来看，11 月同比增速上升的是农副产品（9.5%）、木材纸浆类（4.6%）、燃料动力类（4.3%）等，同比增速下降的是黑色金属（-11.5%）、建筑材料（-6.5%）、化工原料类（-5.4%）、有色金属（-4.1%）、纺织原料类（-1.6%）等，同比增速较 10 月上升的有黑色金属和有色金属等，较 10 月下降较多的则是燃料动力、化工原料、纺织原料、农副产品和建筑材料等。据测算，在 11 月份 1.3% 的 PPI 同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 -1.2 个百分点，新涨价影响约为 -0.1 个百分点。

**生产资料价格环比持平，生活资料价格环比涨幅回落较大。**11 月生产资料价格中，采掘业环比上升 0.6%，原材料业环比下降 0.1%，加工业环比持平。11 月受煤炭、石油、有色金属等行业价格上涨影响，PPI 环比微涨；受去年同期对比基数较高影响，同比继续下降。从环比看，煤炭保供力度加大，供给有所改善，煤炭开采和洗选业价格环比涨幅回落，钢材需求整体仍偏弱，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比降幅扩大；从同比看，调查的 40 个工业行业大类中，价格下降的有 15 个，价格上涨的有 25 个，主要行业中，价格降幅扩大的有化学原料、化纤制造，价格降幅收窄的有黑色金属、煤炭开采、有色金属，价格涨幅回落的有石油天然气、农副食品、石油煤炭及其他燃料加工业，涨幅扩大的是计算机通信。

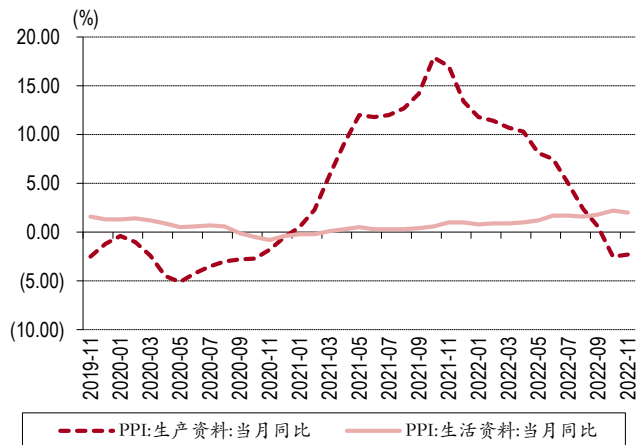
PPI高基数将延续，但生活资料价格环比偏强。PPI同比增速较10月持平，但高基数的影响至少将延续至2023年4月，因此PPI同比增速或仍将在较低水平持续一段时间。11月PPI生活资料价格同比走势上升的趋势延续，关注生产端向下游传导前期成本压力叠加疫情防控放松后需求回升对生活资料价格带来的双重影响。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



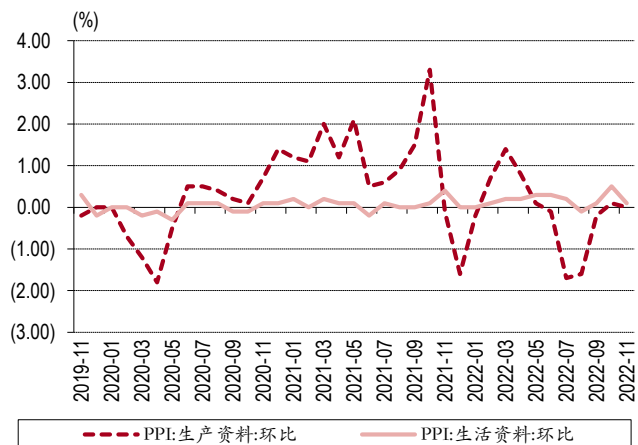
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



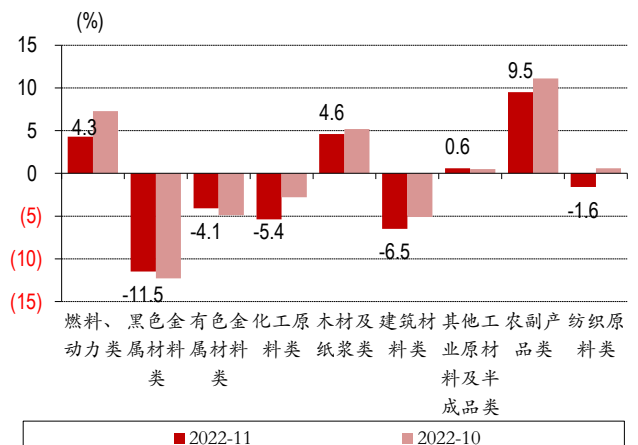
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



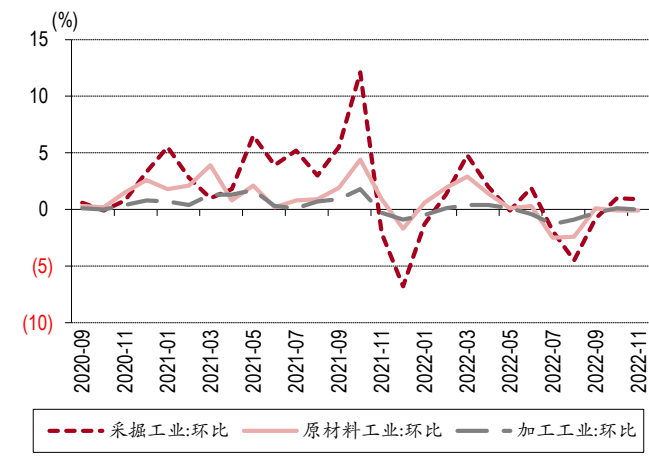
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



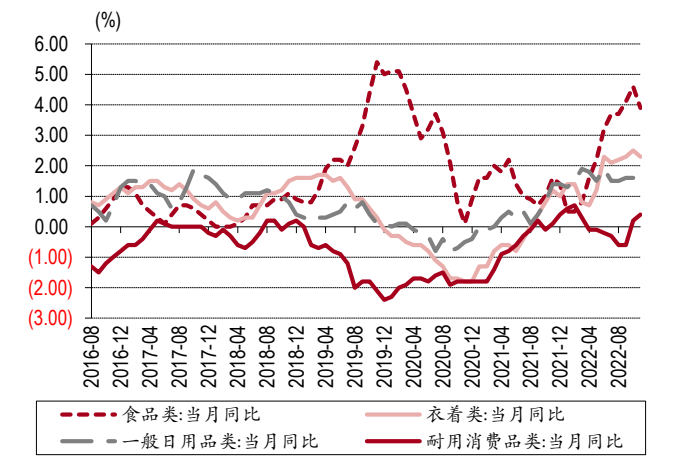
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 高基数掩盖生产资料价格走平



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比增速上行



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀下行缓慢; 流动性回流美债; 全球新冠疫情不确定。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371