

宏观点评

2022年11月物价数据点评：“通缩”预警

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

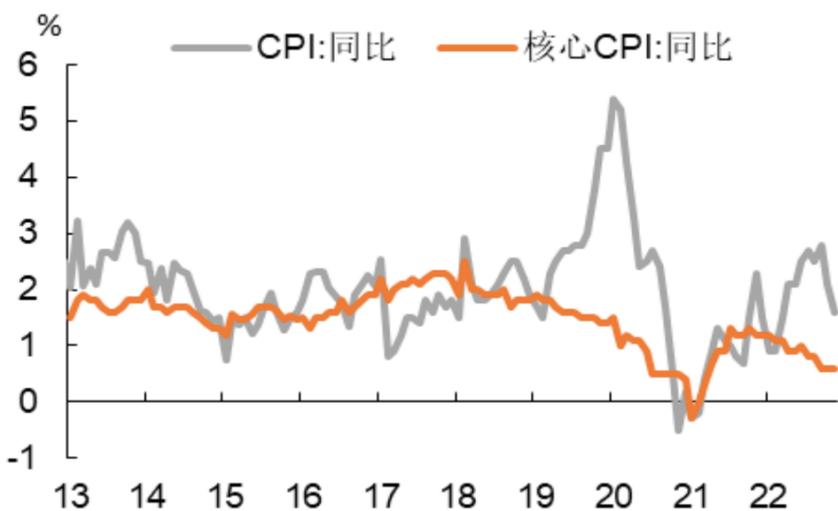
- **CPI同比增速下滑，且低于市场预期。**11月CPI同比增速1.6%，较10月下滑0.5个百分点，主因去年同期高基数的扰动。剔除食品和能源的核心CPI同比增速0.6%，持平于10月。CPI环比表现弱于季节性规律。具体地：**1) 食品分项表现偏弱。**鲜菜供给充足，价格超季节性下行。猪肉供需缺口收窄，价格有所回落。不过，鸡蛋价格走势偏强，主要受蛋鸡存栏量偏低、饲料成本抬升的影响，猪肉价格高位下也有一定替代性消费。**2) 核心CPI表现低迷。**一则，受PPI持续下行、终端消费低迷的影响，除能源外的工业消费品或加大降价促销力度，环比下行幅度均强于季节性。二则，受房地产市场低迷影响，CPI居住分项环比基本持平。不过，CPI服务价格边际企稳，持平于季节性表现，或受益于防疫政策持续优化。**3) 能源价格抬升对CPI构成一定支撑。**因国内成品油价格的调整略滞后于国际油价，11月CPI交通工具用燃料价格分项环比上涨2%，预计12月由涨转跌。
- **PPI环比增速略有上行，同比增速持平于-1.3%。**其中，生产资料环比持平，基数支撑其同比跌幅收窄；生活资料环比略有上行，同比增速自近十年高位有所回落。分行业看，PPI环比表现的支撑有三：**1) 能源动力相关行业价格走强，**因国际油价阶段性反弹，且国内冬季供暖需求增加。**2) 有色金属价格小幅上行。**美元指数回落，提振大宗商品风险偏好；中国托底房地产、优化防疫措施的政策频出，缓解市场对需求走弱的担忧；低库存亦支撑“铜博士”价格表现。**3) 中游制造及下游消费板块价格稳中有进。**一方面，猪肉价格仍处高位，抬升农副食品加工业、食品制造业成本。另一方面，再贷款及贴息政策提振设备更新改造需求，支撑通用设备，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备，计算机通信和其他电子设备等中游制造行业价格表现。不过，**黑色金属及化学品行业价格走弱，一定程度上拖累PPI环比表现。**地产用钢需求偏弱继续拖累黑色金属行业价格；化工品面临现实需求较弱、新增产能临近投放双重压制，因而对宏观预期回暖的利好反映相对有限。
- **11月CPI增速下行，PPI持平于负值区间，“通缩”的物价环境侧面反映中国经济面临内外部需求不足的问题。**在此背景下，11月以来政策在优化疫情防控、托底房地产市场方面持续发力，但**向国内需求传导、落地见效的过程仍有堵点。**一方面，防疫政策优化初期，居民消费信心依然不足，或需辅之以补贴大件商品、阶段性减免个税、发放消费券等措施，助力消费修复斜率的提升。另一方面，近期各类政策对地产融资支持的力度较强，虽有助于解决地产企业短期流动性问题，但对房地产销售的刺激较为间接，仍需从降低按揭贷款利率、取消限售限购、降低首付比例、增强税费优惠力度等方面入手托底地产销售。

一、食品拖累CPI增速下行

CPI同比增速下滑，且低于市场预期。11月CPI同比增速1.6%，较上月下滑0.5个百分点，主因去年同期高基数的扰动。剔除食品和能源的核心CPI同比增速0.6%，持平于上月。**CPI环比表现弱于季节性规律。**具体地：

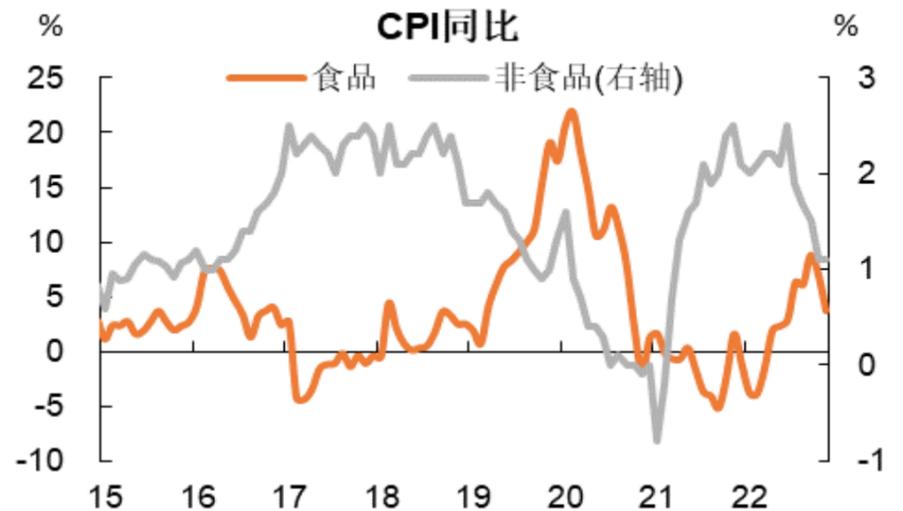
- **1) 食品分项表现偏弱，尤其是鲜菜、猪肉价格下行。**一则，鲜菜供给充足，价格超季节性下行。今冬天气条件有利于蔬菜种植，且11月下旬全国蔬菜在田面积同比增加140万亩。二则，猪肉供需缺口收窄，价格有所回落。11月多地疫情散发影响餐饮需求，价格高位抑制腌腊需求；同时，发改委多次投放猪肉储备，养殖端大猪开始陆续出栏。**往后看**，尽管春节需求旺季临近、防疫政策优化一定程度上有助于餐饮需求的释放，但前期养殖端压栏惜售和二次育肥的投机行为屡见不鲜，大体重猪源供应或相对充裕，不排除猪肉价格旺季不旺的可能性。**不过**，鸡蛋价格走势偏强，主要受蛋鸡存栏量偏低、饲料成本抬升的影响，猪肉价格高位下也有一定替代性消费。
- **2) 核心CPI表现低迷，除原油外的工业消费品价格较快走弱。**一则，受PPI持续下行、终端消费低迷的影响，家用器具、交通工具、通信工具等工业消费品或加大降价促销力度，环比下行幅度均强于季节性。二则，受房地产市场低迷影响，CPI居住分项环比基本持平，其中租房房租环比收缩0.2%，持续低于季节性均值水平。**不过**，CPI服务价格边际企稳，持平于季节性表现，或受益于防疫政策持续优化。尤其是，旅游分项CPI环比跌幅低于往年同期，一定程度上缓解了核心CPI的通缩压力。
- **3) 不过，能源价格抬升对CPI构成一定支撑。**布伦特原油期货价格10月有所反弹、11月以来较快下跌，因国内成品油价格的调整略滞后于国际油价，11月CPI交通工具用燃料价格分项环比上涨2%，预计12月由涨转跌。

图表 1 11月CPI同比增速下滑，核心CPI同比低位持平



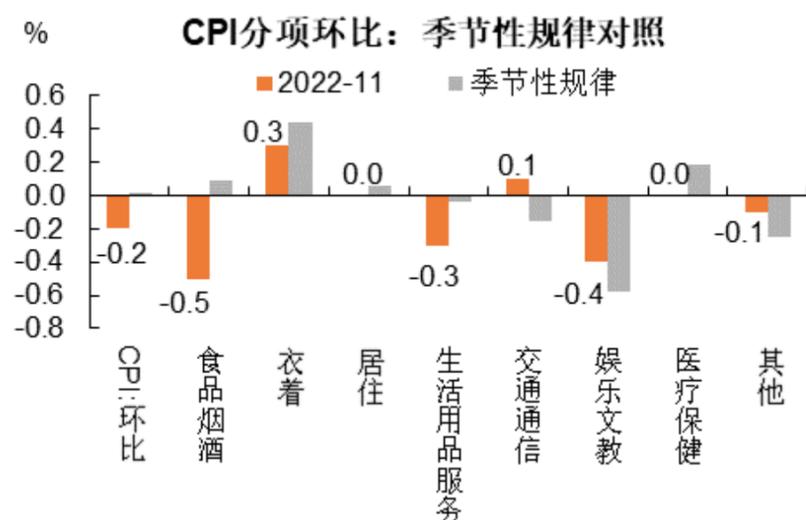
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 2 11月CPI食品项同比增速下行，非食品项持平



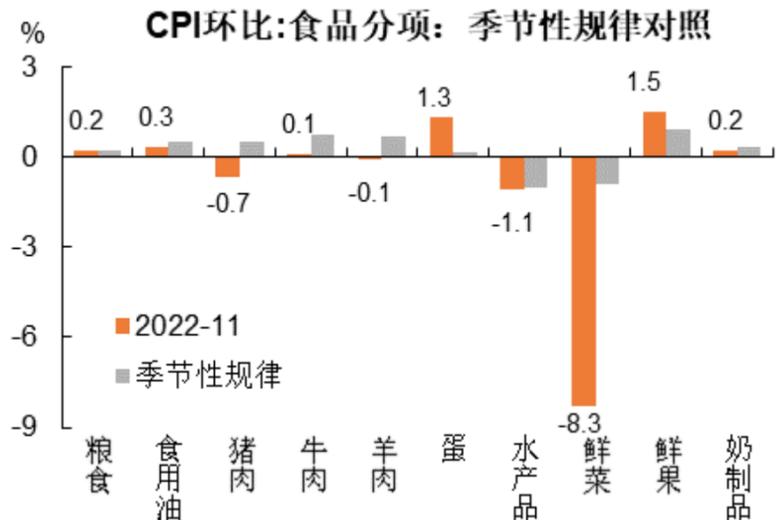
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 3 11月CPI环比增速超季节性下行



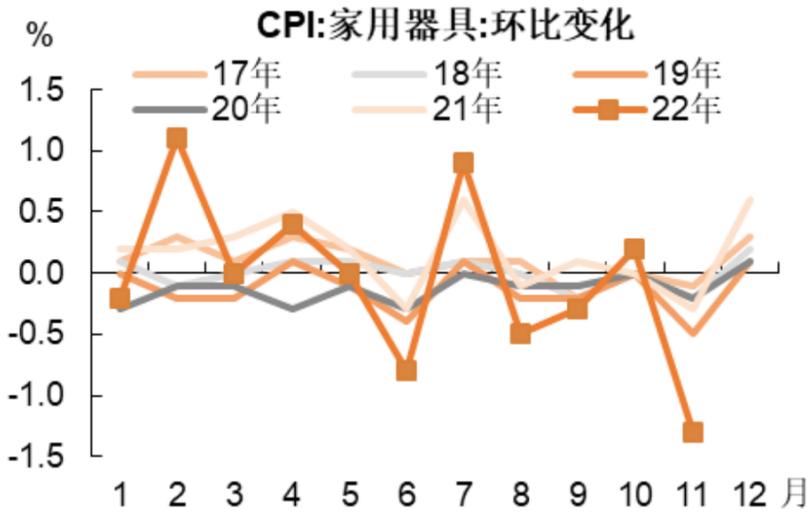
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 4 11月鲜菜、猪肉等食品价格超季节性下行



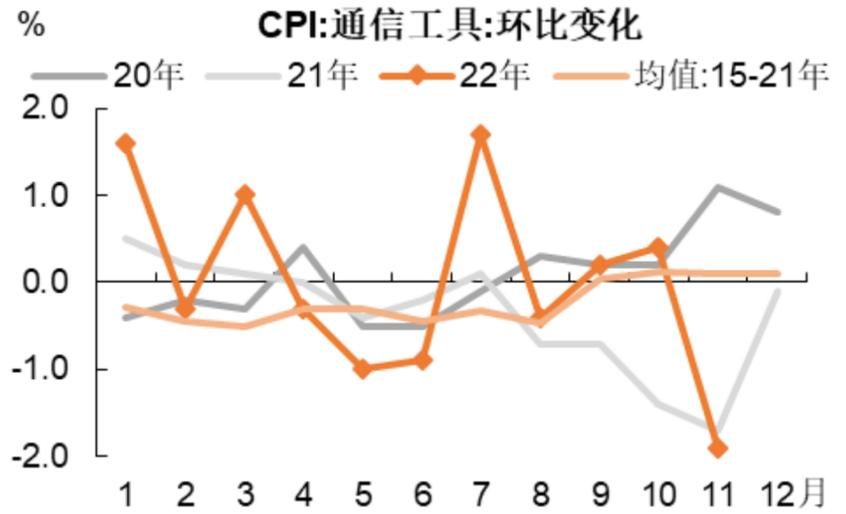
资料来源：wind，平安证券研究所

图表5 11月CPI家用器具环比增速大幅走弱



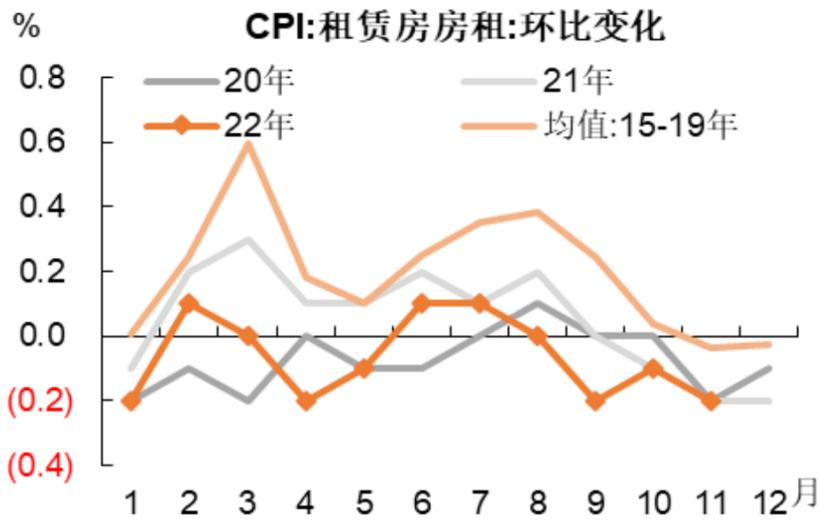
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 11月CPI通信工具环比较快收缩



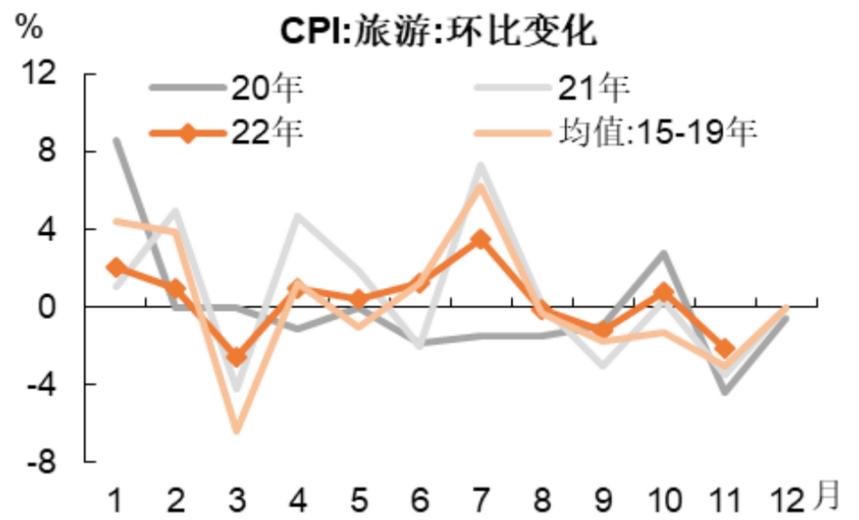
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 11月CPI租赁房房租环比继续收缩



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 11月CPI旅游环比增速强于季节性均值

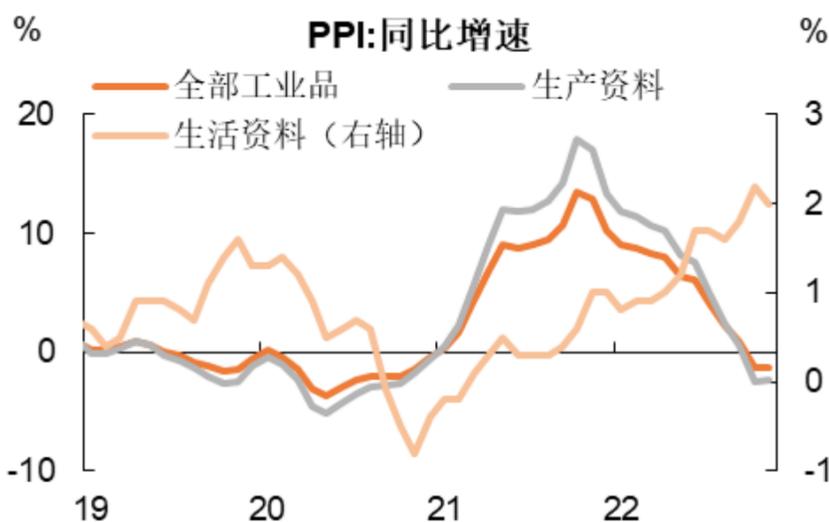


资料来源: wind, 平安证券研究所

二、PPI同比持平于负值区间

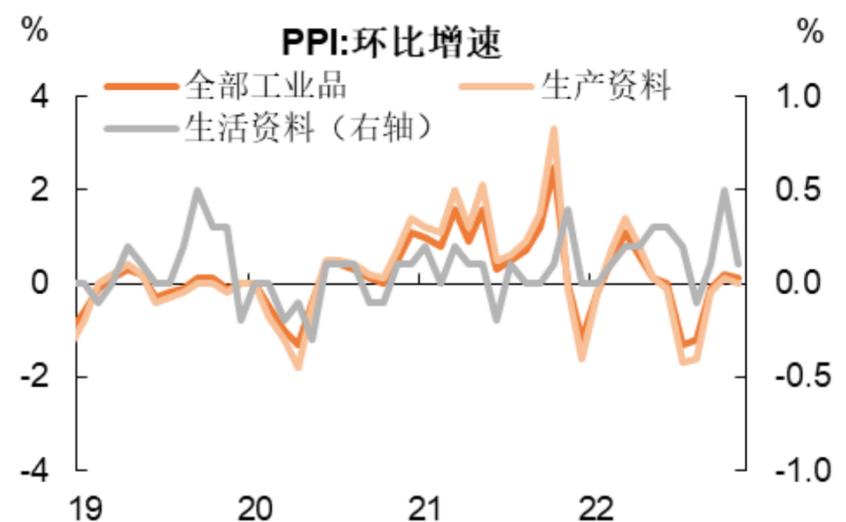
PPI环比增速略有上行，同比增速持平于-1.3%。其中，生产资料环比持平，基数支撑其同比跌幅收窄；生活资料环比略有上行，同比增速自近十年高位有所回落。生活资料中耐用消费品类环比增速回落0.7个百分点，与CPI家用器具等工业消费品价格走弱的态势相吻合。

图表9 11月PPI同比增速持平于-1.3%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 11月PPI各分项环比增速回落



资料来源: wind, 平安证券研究所

分行业看，30个子行业中，有14个价格环比提升，7个环比持平，9个行业出厂价格环比下行。PPI环比表现的支撑有三：

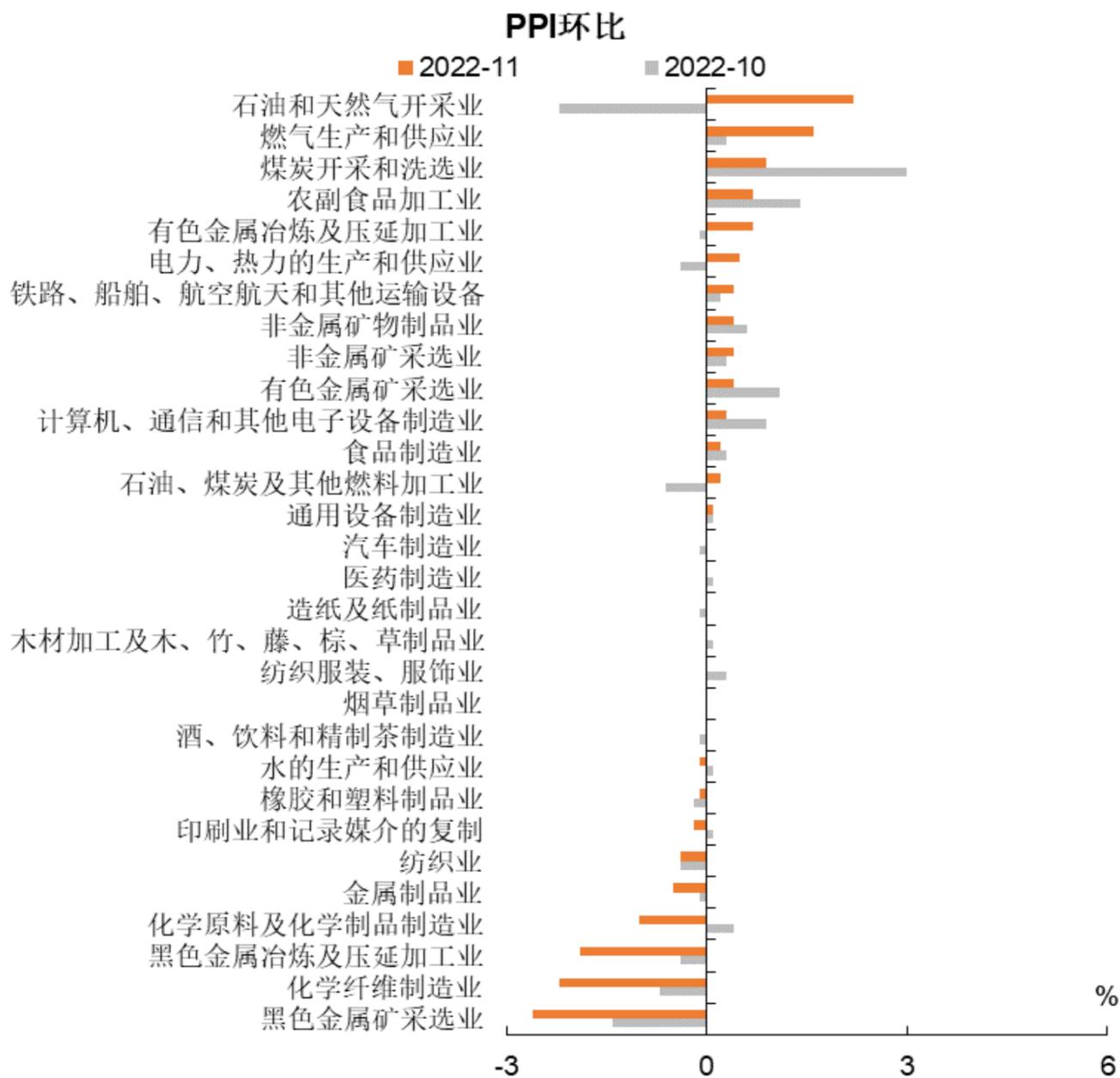
1) 能源动力相关行业价格走强，因国际油价阶段性反弹，且国内冬季供暖需求增加。石油和天然气开采业、燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业、电力热力生产和供应业价格环比分别上涨2.2%、1.6%、0.9%和0.5%。

2) 有色金属价格小幅上行。一方面，美联储加息预期降温、美元指数回落，提振大宗商品风险偏好；另一方面，中国托底房地产、优化防疫措施的政策频出，一定程度上缓解市场对有色金属需求走弱的担忧；同时，全球铜库存已去化至近年同期低位，低库存亦支撑“铜博士”价格表现。有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别上涨0.4%、0.7%。

3) 中游制造及下游消费板块价格稳中有进。一方面，猪肉价格仍处高位，抬升农副食品加工业、食品制造业成本，价格环比分别上行0.7%、0.2%。另一方面，再贷款及贴息政策提振设备更新改造需求，支撑通用设备，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备，计算机通信和其他电子设备等中游制造行业价格表现。

不过，黑色金属及化学品行业价格走弱，一定程度上拖累PPI环比表现。地产用钢需求偏弱继续拖累黑色金属行业价格；化工品面临现实需求较弱、新增产能临近投放双重压制，因对宏观预期回暖的利好反映相对有限。黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、化学原料及化学制品制造业价格环比跌幅分别为2.6%、2.2%、1.9%、1%。

图表 11 11月各行业PPI环比增速分化较为明显



资料来源: wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层 邮编:100033