

物价如期回落，后续关注什么？

事件：

12月9日，统计局公布11月物价数据：CPI同比上涨1.6%，预期1.6%，前值2.1%；PPI同比下降1.3%，预期下降1.5%，前值下降1.3%。

■ CPI受食品端拖累回落，明年或呈前高后低格局，关注核心CPI涨价节奏

CPI同比回落，受食品项拖累明显。11月，CPI同比涨幅收窄0.5个百分点至1.6%，其中，新涨价因素影响1.9个百分点、翘尾因素拖累0.3个百分点；核心CPI同比再度持平于0.6%。分项中，食品环比由正转负至-0.8%、上月为0.1%，低于往年同期均值，主因鲜菜拖累，猪价也由升转降；非食品环比走平，与线下消费相关分项受疫情干扰明显走弱，国际原油涨价支撑交通通信项环比转正。

明年CPI或前高后低，关注核心CPI涨价节奏。伴随着防疫不断优化，总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应，加大通胀反弹压力，驱动逻辑来自服务业“补偿式”涨价等。叠加猪周期重启等，CPI通胀或阶段性超预期，引起货币政策关注（详情参见《通胀的“序章”》、《重心转向防风险—三季度货币政策点评》）。

■ 高基数拖累PPI仍处负值，部分中下游制造业延续涨价、利润格局延续改善

高基数拖累PPI仍处负值区间，生产、生活资料均有拖累。11月，PPI同比持平于-1.3%，翘尾影响约-1.2个百分点、新涨价影响-0.1个百分点；环比涨幅收窄0.1个百分点至0.1%。大类环比中，生产资料环比走平，上月为上涨0.1%，采掘和加工均有拖累，原材料环比持平上月的-0.1%；生活资料环比收窄0.4个百分点至0.1%，食品、衣着、一般日用和消费日用品环比回落0.1至0.8个百分点。

分行业来看，煤炭、石油、有色行业价格多有上涨。行业环比中，煤炭开采延续上涨、环比0.9%；石油开采、石油加工环比由负转正至2.2%和0.2%；有色冶炼、有色矿采环比分别为0.7%和0.4%。钢材需求整体偏弱拖累黑色冶炼降幅扩大1.5个百分点至-1.9%；部分中下游制造业延续涨价，农副食品加工、运输设备、通信设备、食品制造环比均在0.3%以上。

重申观点：CPI中枢抬升、PPI中枢回落下，剪刀差或进一步走阔，有利于利润格局改善。叠加政策支持下的融资支持，部分现金流、资本开支边际改善行业的景气度或较高（详情参见《制造业景气跟踪：来自信贷的视角》、《通胀的“序章”》、《通胀低预期的背后？》）。

风险提示：生猪供给加速出清，原材料供给不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、物价如期回落，后续关注什么？	3
1.1、CPI 受食品拖累回落，明年或呈前高后低格局，关注核心 CPI 涨价节奏	3
1.2、高基数拖累 PPI 仍处负值，部分中下游制造业延续涨价、利润延续改善	4

图表目录

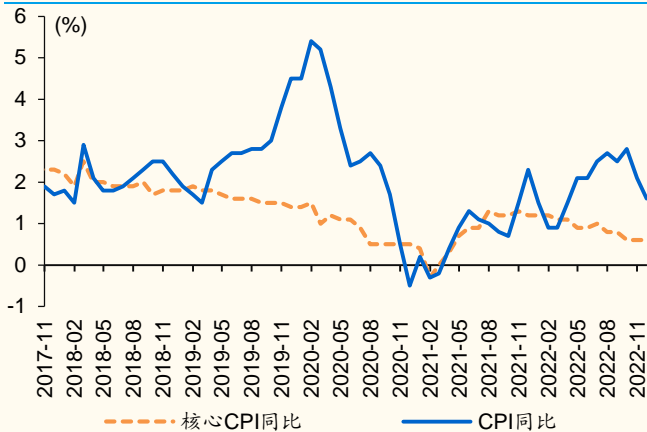
图表 1: 11月，CPI 同比 1.6%、核心 CPI 持平于 0.6%.....	3
图表 2: 11月，食品环比大幅低于往年均值.....	3
图表 3: 食品项中，鲜菜拖累明显，猪价由升转降	3
图表 4: 与线下活动相关的文文娱、其他项走弱.....	3
图表 5: 11月，PPI 同比持平于-1.3%.....	4
图表 6: PPI 回落，生产、生活资料均有拖累.....	4
图表 7: 行业环比中，煤炭、石油、有色行业价格多有上涨.....	4

1、物价如期回落，后续关注什么？

1.1、CPI受食品拖累回落，明年或呈前高后低格局，关注核心CPI涨价节奏

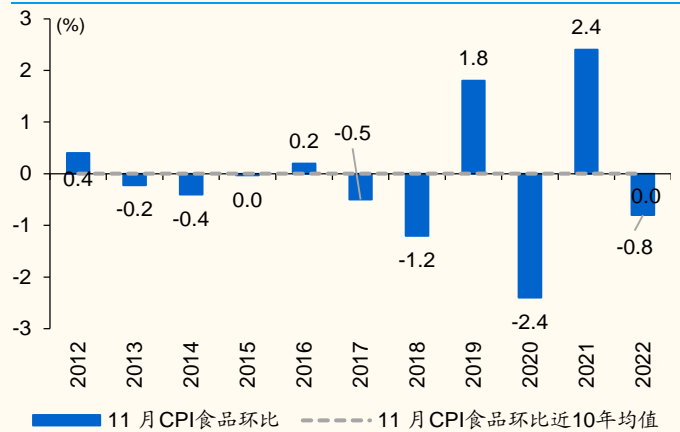
CPI同比受食品拖累回落。11月，CPI同比涨幅收窄0.5个百分点至1.6%，其中，新涨价因素影响1.9个百分点、翘尾因素拖累0.3个百分点；核心CPI同比再度持平于0.6%。分项中，食品环比由正转负至-0.8%、上月为0.1%，低于往年同期均值，主因鲜菜拖累，猪价也由升转降；非食品环比走平，与线下消费相关分项受疫情干扰明显走弱，国际原油涨价支撑交通通信项环比转正。

图表 1：11月，CPI同比1.6%、核心CPI持平于0.6%



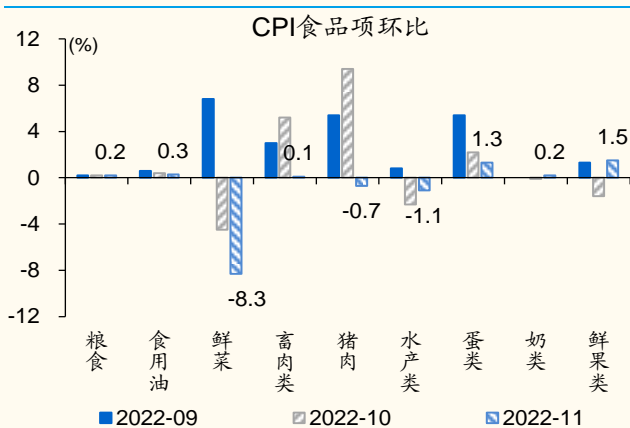
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：11月，食品环比大幅低于往年均值



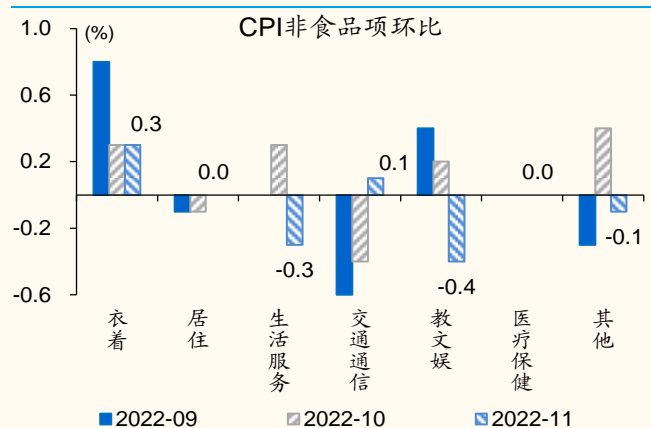
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：食品项中，鲜菜拖累明显，猪价由升转降



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：与线下活动相关的文教娱、其他项走弱



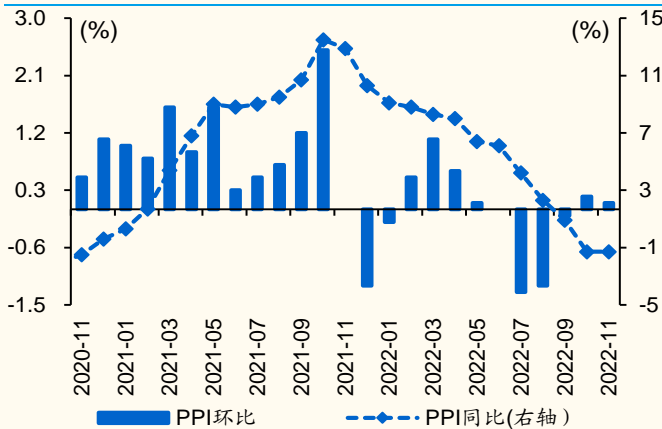
来源：Wind、国金证券研究所

明年CPI或前高后低，关注核心CPI涨价节奏。伴随着防疫不断优化，总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应，加大通胀反弹压力，驱动逻辑来自服务业“补偿式”涨价等。叠加猪周期重启等，CPI通胀或阶段性超预期，引起货币政策关注（详情参见《重心转向防风险—三季度货币政策点评》）。

1.2、高基数拖累 PPI 仍处负值，部分中下游制造业延续涨价、利润延续改善

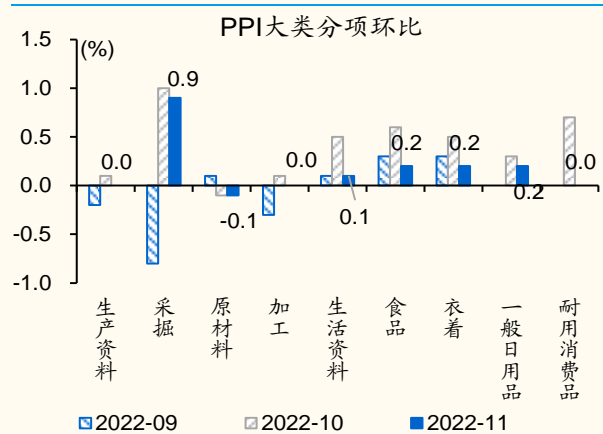
高基数拖累 PPI 仍处负值区间，生产、生活资料均有拖累。11月，PPI 同比持平于-1.3%，翘尾影响约-1.2个百分点、新涨价印象-0.1个百分点；环比涨幅收窄 0.1 个百分点至 0.1%。大类环比中，生产资料环比走平，上月为上涨 0.1%，采掘和加工均有拖累，原材料环比持平上月的-0.1%；生活资料环比收窄 0.4 个百分点至 0.1%，食品、衣着、一般日用和消费日用品环比回落 0.1 至 0.8 个百分点。

图表 5：11 月，PPI 同比持平于-1.3%



来源：Wind、国金证券研究所

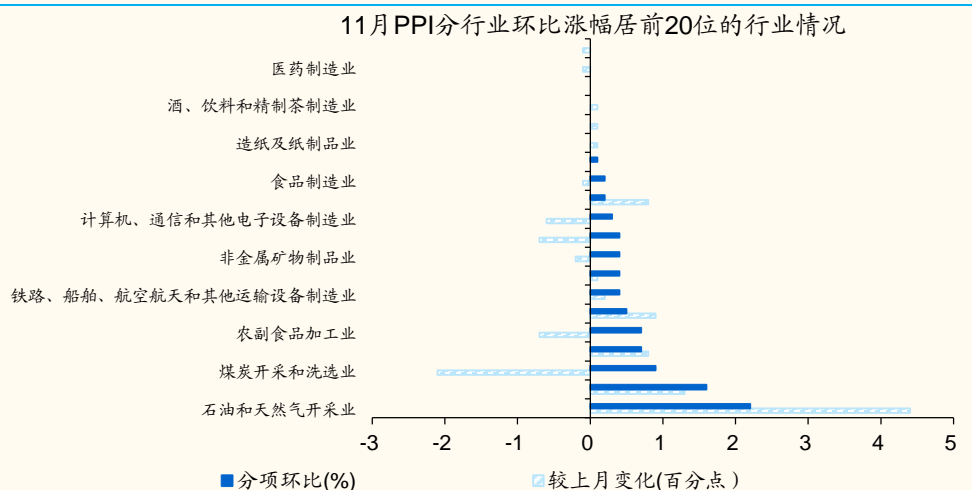
图表 6：PPI 回落，生产、生活资料均有拖累



来源：Wind、国金证券研究所

分行业来看，煤炭、石油、有色行业价格多有上涨。行业环比中，煤炭开采延续上涨、环比 0.9%；石油开采、石油加工环比由负转正至 2.2%和 0.2%；有色冶炼、有色矿采环比分别为 0.7%和 0.4%。钢材需求整体偏弱拖累黑色冶炼降幅扩大 1.5 个百分点至-1.9%；部分中下游制造业延续涨价，农副食品加工、运输设备、通信设备、食品制造环比均在 0.3%以上。

图表 7：行业环比中，煤炭、石油、有色行业价格多有上涨



来源：Wind、国金证券研究所

重申观点：CPI 中枢抬升、PPI 中枢回落下，剪刀差或进一步走阔，有利于利润格局改善。叠加政策支持下的融资支持，部分现金流、资本开支边际改善行业的景气度或较高（详情参见《制造业景气跟踪：来自信贷的视角》、《通胀的“序章”》、《通胀低预期的背后？》）。

风险提示:

- 1、**生猪供给加速出清。**伴随养殖利润持续侵蚀，猪企资金消耗和偿债压力的加大，或使得能繁母猪产能加速去化，猪价持续、大幅上涨。
- 2、**原材料供给不及预期。**部分商品产能受限超预期，价格大幅攀升。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402