

该关注近期的通缩还是远期的通胀？

——11月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

CPI重回2%以下。11月CPI同比上涨继续放缓，基本符合市场预期。具体而言，11月CPI同比增速继续放缓主因在于以下几点：**第一，去年同期基数走高致使同比数据有所回落。**第二，食品项鲜菜及猪肉贡献减弱。一方面，本月鲜菜供应相对充足，其价格环比由正转负，叠加高基数影响，同比降幅有所扩大；另一方面，因供给偏强而需求延续低迷，11月猪价涨幅回落明显。**第三，核心CPI因消费拉动不足持续低位。**11月核心CPI同比持续处于0.6%的水平，这一方面反映出终端需求仍存在较大的修复空间，另一方面也再次强调政策端加码扩大内需的必要性。我们预计12月份CPI同比涨幅或小幅上行至1.7%。反弹动能一是在于去年12月份基数有所下降。二是寒冷天气或影响鲜菜供给使其价格上扬，对CPI形成支撑。但上行幅度也将受到以下因素压制：**第一，消费的修复短时间内无法完成，12月难以看到疫后需求的大规模回补；第二，目前国内猪肉供应并不紧张，前期猪价已经超涨，未来有持续回调的压力。**

PPI维持同比负增。11月同比与上月持平，降幅略好于市场一致预期。翘尾因素拉低1.2个百分点，新涨价则与上月持平。环比增速有所放缓。**PPI同比下行主要受到去年高基数的影响。**具体行业来看，一是原材料工业同比涨幅继续回落，采掘工业及加工工业同比降幅则均有所收窄。二是环比上月，采掘业中煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业环比涨幅居前，但在保供稳价影响下，前者环比涨幅出现了较大回落。三是受地产低迷影响，黑色金属采选业/冶炼及压延加工业环比继续下行且降幅进一步扩大。四是随天气转冷，冬季供暖需求增加，电力、热力及燃气的生产和供应环比均出现较为明显的上涨。**向后看，预计随高基数影响的减弱及对生产/生活资料需求的小幅修复，12月PPI同比降幅可能有所收窄，企业盈利压力或将逐渐减轻。**

需要担心远期的通胀压力吗？今年全年的通胀压力都不大，核心CPI及PPI同比持续走低都揭示出通缩是当前中国经济更典型的特征。而随近期疫情防控政策大幅放开，明年消费复苏的潜力较大，所以央行未雨绸缪提及了明年的通胀风险。我们认为明年部分行业可能会有价格上涨的空间，但是全局性的通胀仍旧很难出现。主要有以下几个原因：**第一，消费复苏不是一蹴而就的，我们认为明年消费复苏将逐级向**

上，但并非爆发式反弹，带来的通胀压力也可控。**第二，疫情防控放开对于供给端的压力未必很大。**参考全球各国人员流动的经验，国内疫情封控解除后，农民工群体外出工作的意愿可能超过其对疫情的恐惧。所以我们预计明年不会出现长时间的劳动力短缺。**第三，今年猪价上涨过快，而去库存程度不足。**4月份以来能繁母猪存栏持续回升，明年生猪供给压力不大，猪价可能会较为疲软，给通胀造成下行压力。**第四，在全球经济下行甚至衰退的背景下，工业品价格并没有大幅上涨的动力。**主要原材料价格易跌难涨。这将极大缓解通胀的压力。综合以上因素，我们认为明年出现全面性通胀的可能性较低。相比于远期概率并不大的通胀风险，政策更应着眼于目前十分显著的通缩压力。我们认为在疫情冲击和出口下行的双重压力下，稳增长政策加码的必要性较强，扩大内需是当前最核心的矛盾。

风险提示：国内疫情政策不确定性。

目录

1. 数据	5
2. CPI 重回 2% 以下	5
3. PPI 维持同比负增	6
4. 需要担心远期的通胀压力吗？	7

图表目录

图表 1: CPI 同比降至 2% 以下	5
图表 2: 核心 CPI 持续低位	6
图表 3: 服务价格环比继续下滑	6
图表 4: PPI 维持同比负增	6

1. 数据

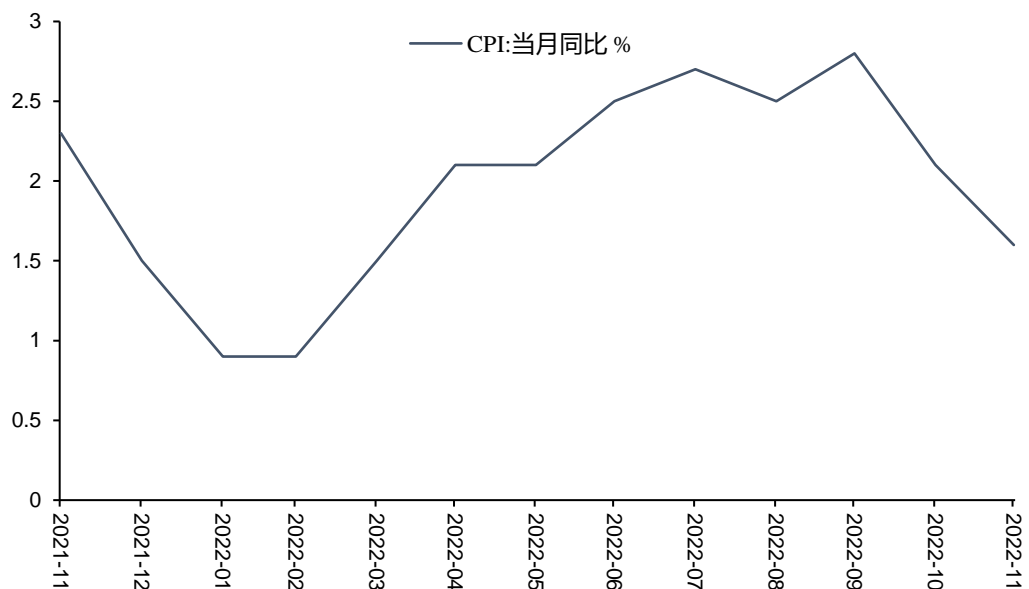
中国 11 月 CPI 同比上涨 1.6%，市场预期（Wind）1.6%，前值 2.1%。

中国 11 月 PPI 同比下降 1.3%，市场预期下降 1.5%，前值下降 1.3%。

2. CPI 重回 2% 以下

11 月 CPI 同比上涨继续放缓，涨幅较上月收窄 0.5 个百分点至 1.6%，自 2022 年 3 月以来首次降至 2% 以下，符合市场预期。

图表 1：CPI 同比降至 2% 以下



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，11 月 CPI 同比增速继续放缓主因在于以下几点：

第一，去年同期基数走高致使同比数据有所回落。本月 CPI 新涨价因素影响 1.9 个百分点，翘尾因素影响则回落至 -0.3 个百分点，前值为 0.1 个百分点，高基数在一定程度上影响本月 CPI 同比读数。

第二，食品项鲜菜及猪肉贡献减弱。比较各项对 CPI 同比拉动作用，本月食品项拉动通胀 0.68 个百分点，较上月支撑减弱明显，其同比涨幅比 10 月回落 3.3 个百分点至 3.7%；非食品项影响则为 0.88 个百分点，与上月持平。具体来看，鲜菜及猪肉两项为价格涨势进一步趋缓的主要拖累。一方面，本月鲜菜供应相对充足，其价格环比由正转负，叠加高基数影响，同比降幅有所扩大，本月同比录得 -21.1%，前值 -8.1%；另一方面，11 月猪价涨幅回落明显，同比 34.4%，前值 51.8%，环比同样转为负增。可归因于供需两端的综合作用，供给偏强而需求延续低迷。需求端，11 月疫情多点位加速传播部分及市场高价压制居民猪肉消费；供给端，养殖户压栏惜售情绪向降价走量转变，出栏节奏有所加快。

第三，核心 CPI 因消费拉动不足而维持低位。11 月核心 CPI 同比与上月持平，持续处于 0.6%

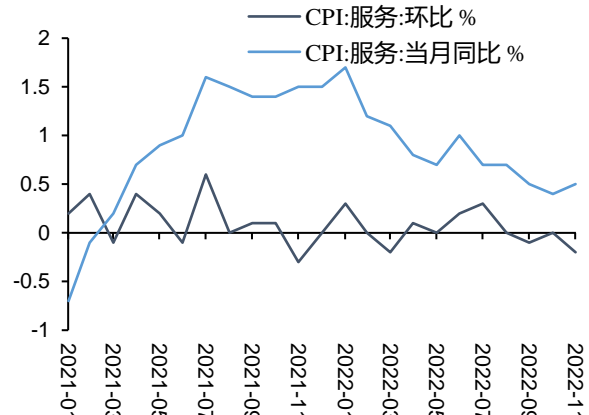
的水平，商品与服务同比均未现实好转，前者同比增速继续放缓 1 个百分点，后者同比虽比上月增加 0.1 个百分点至 0.5%。环比而言，本月服务价格下降 0.2%。这一方面反映出当下终端需求仍存在较大的修复空间，另一方面也再次强调政策端加码扩大内需的必要性。

图表 2：核心 CPI 持续低位



料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：服务价格环比继续下滑



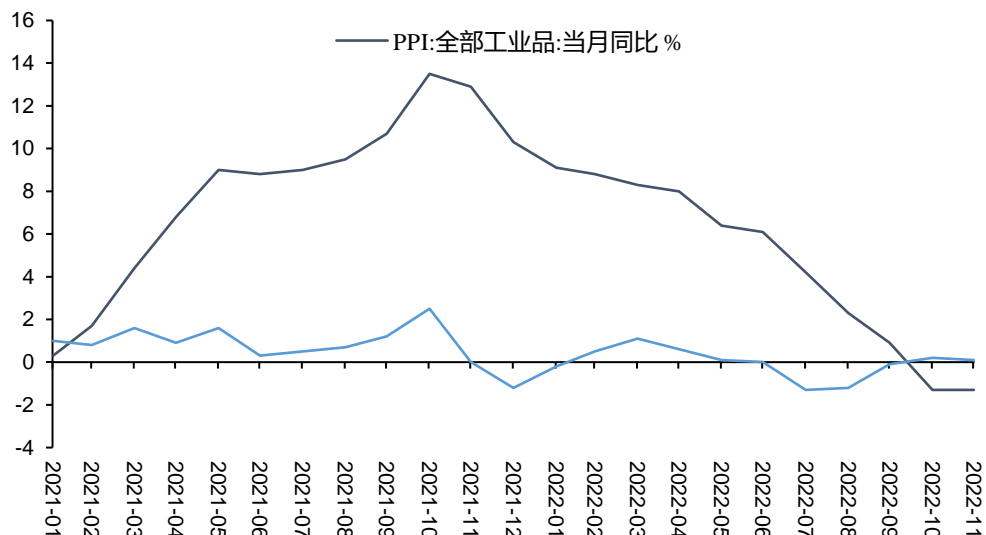
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

我们预计 12 月份 CPI 同比涨幅或小幅上行至 1.7%。反弹动能一是在于去年 12 月份基数有所下降。二是寒冷天气或影响鲜菜供给使其价格上扬，对 CPI 形成支撑。但上行幅度也将受到以下因素压制：第一，消费的修复短时间内无法完成，12 月难以看到疫后需求的大规模回补；第二，目前国内猪肉供应并不紧张，前期猪价已经超涨，未来有持续回调的压力。

3. PPI 维持同比负增

11 月同比下降 1.3%，与上月持平，降幅略好于市场一致预期。翘尾因素拉低 1.2 个百分点，新涨价则与上月持平，影响-0.1 个百分点，环比小幅上行 0.1%，增速有所放缓。

图表 4：PPI 维持同比负增



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

PPI 同比下行主要受到去年高基数的影响，另外就分项同比而言，生活资料及生产资料本月同比分别为 2.0%、-2.3%，前者涨势变缓，对 PPI 同比拉动有所减弱；后者降幅收窄，相比 10 月对 PPI 的拖累也略有减轻。但两者环比涨幅均有所回落，其中生活资料环比回落更为明显，这同样反映出国内需求不足，扩大内需仍是关键。

具体行业来看，一是原材料工业同比涨幅继续回落，采掘工业及加工工业同比降幅则均有所收窄。二是环比上月，采掘业中煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业环比涨幅居前，但在保供稳价影响下，前者环比涨幅出现了较大回落。三是受地产低迷影响，黑色金属采选业/冶炼及压延加工业环比继续下行且降幅进一步扩大。四是随天气转冷，冬季供暖需求增加，电力、热力及燃气的生产和供应环比均出现较为明显的上涨。向后看，预计随高基数影响的减弱及对生产/生活资料需求的小幅修复，12 月 PPI 同比降幅可能有所收窄，企业盈利压力或将逐渐减轻。

4. 需要担心远期的通胀压力吗？

今年全年的通胀压力都不大，甚至在猪周期超预期上行的加持之下，CPI 同比都未突破 3%。而核心 CPI 及 PPI 同比持续走低都揭示出通缩是当前中国经济更典型的特征。不过近期疫情防控政策已经大幅放开，明年消费复苏的潜力较大，所以央行未雨绸缪提及了明年的通胀风险。我们认为明年部分行业可能会有价格上涨的空间，但是全局性的通胀仍旧很难出现。主要有以下几个原因：

第一，消费复苏不是一蹴而就的，今年四季度及明年一季度经济可能会受到疫情放开后病例迅速上升的冲击。且居民对未来预期的好转也需要时间，并非立竿见影。我们认为明年消费复苏将逐级向上，但并非爆发式反弹，带来的通胀压力也可控。

第二，疫情防控放开对于供给端的压力未必很大。我们研究了全球各国人员流动的经验，发现人均 GDP 越低的国家，其疫情防控放开后人员流动恢复的程度越高、速度越快，可能是因为此前疫情对于穷人家庭的财务状况冲击更大，所以在防控政策解除后穷人有更强的意愿外出工作。中国情况也是如此，长达三年的疫情防控对农民工群体的生活带来了很大困难，疫情封控解除后，其外出工作的意愿可能超过其对疫情的恐惧。所以我们预计明年不会出现长时间的劳动力短缺。

第三，今年猪价上涨过快，而去库存程度不足。4 月份以来能繁母猪存栏持续回升，明年生猪供给压力不大，猪价可能会较为疲软，给通胀造成下行压力。

第四，在全球经济下行甚至衰退的背景下，工业品价格并没有大幅上涨的动力。主要原材料价格易跌难涨。这将极大缓解通胀的压力。

综合以上因素，我们认为明年出现全面性通胀的可能性较低。相比于远期概率并不大的通胀风险，政策更应着眼于目前十分显著的通缩压力。我们认为在疫情冲击和出口下行的双重压力下，稳增长政策加码的必要性较强，扩大内需是当前最核心的矛盾。

风险提示：国内疫情政策不确定性。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。