

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

通胀阶段性低点可能已经过去

2022年12月10日

- **猪价回调, CPI 延续下行态势。**自9月通胀高点后, 11月CPI同比增速进一步回落, 核心CPI同比增速与10月持平。从八大分项来看, 食品烟酒项环比变化明显低于其季节性, 背后的主要原因在于供给端的变化, 一是受中央投储调控影响, 猪价与同比增速均有回调。由于中央继续投放储备猪肉, 猪肉供给充足, 导致猪价出现回调, 猪肉价格增速对CPI的支撑力度有所减弱。二是鲜菜市场供给充足, 拖累程度明显加深。这背后主要是因为冬季蔬菜大量上市, 市场供应充足压低菜价。蔬菜价格CPI同比拖累作用明显扩大, 是11月食品价格走弱的主要拖累。油价方面, 根据国际油价变化, 国内成品油开启新一轮调价窗口, 国家发改委在11月上调及下调成品油价格各一次, 汽油、柴油涨幅收窄拖累交通通信项同比表现。总体来看, 消费品延续走弱, 服务消费小幅上扬。
- **大宗商品价格普涨支撑 PPI 环比涨幅。**受煤炭、石油、有色金属等行业价格环比上涨影响, 11月PPI环比变化维持在正区间, 但在去年同期高基数下, PPI同比继续下降。1) 制造业景气度持续下行, 下游需求疲软或使钢铁行业承压。从上游端来看, 煤炭保供力度加大, 煤炭供给有所改善; 从下游端来看, 11月制造业PMI下滑, 下游低景气导致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下降, 钢企盈利空间被进一步挤压, 钢铁行业或承压运行。2) 稳增长政策支撑基建与建筑业, 对有色金属等商品价格带来提振。作为稳增长的重要发力点, 基建投资不断加速, 带动石油、有色金属等行业价格上涨。另外, 11月供需共同支撑水泥价格小幅上升。
- **通胀或将迎来阶段性温和上行。**我们预计2022年CPI中枢大约在1.9%-2.0%之间, 距离3%有较大距离。而明年年初, 通胀可能会有阶段性上行压力, 但我们预计高点或不会突破3%。一是猪肉价格的同比增速高点或已过去。二是明年海外经济有陷入衰退的风险, 全球经济低迷或将从需求端导致油价上行动力不足, 油价再度大幅上升的空间可能有限。三是短期内消费修复的回升可能不会太快。一方面防疫政策调整初期, 消费者或仍持谨慎态度, 另一方面消费者信心指数仍在低位徘徊, 消费信心或需一段时间才能明显改善。
- **风险因素:**国内疫情形势超预期, 国际油价变化超预期等。

目录

一、猪价回调，CPI 延续下行态势.....	3
二、大宗商品价格普涨支撑 PPI 环比涨幅.....	6
三、通胀或将迎来阶段性温和上行.....	8
风险因素.....	8

图目录

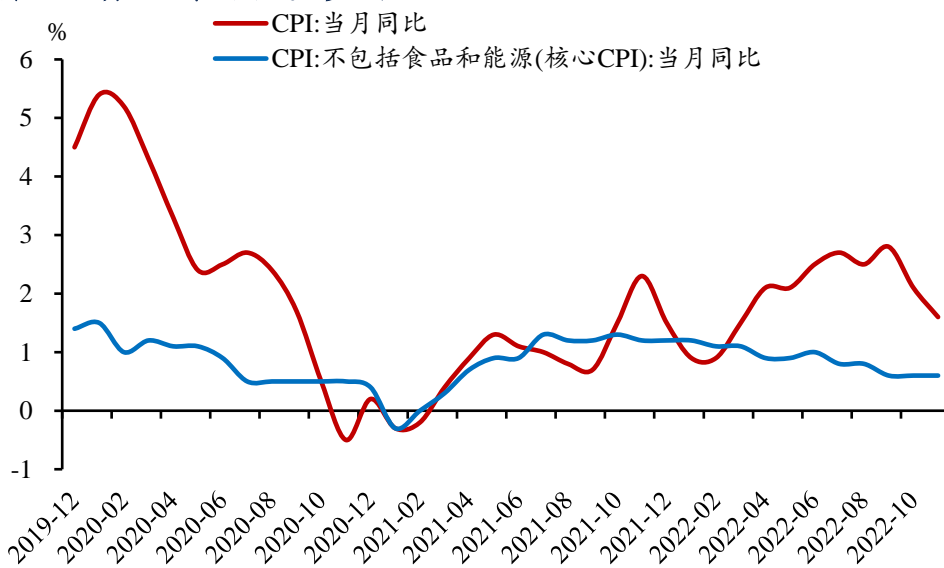
图 1: 11 月 CPI 同比涨幅进一步回落至 1.6%.....	3
图 2: 11 月食品烟酒项环比远低于季节性.....	3
图 3: 11 月猪肉价格有所回落.....	4
图 4: 11 月鲜菜下降较多，畜肉类贡献也明显下滑.....	4
图 5: 10 月 CPI 涨幅回落主要受食品烟酒项、交通和通信项的影响.....	5
图 6: 国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落.....	5
图 7: 11 月消费品走弱，服务 CPI 止跌回升.....	6
图 8: 11 月生活资料和生产资料 PPI 同比增速继续分化.....	7
图 9: 11 月 PPI 各分项环比涨幅较 10 月普遍收窄.....	7
图 10: 煤炭、石油、有色金属等行业价格上涨支撑 PPI 环比微涨.....	8

一、猪价回调，CPI 延续下行态势

自9月2.8%的高点后，11月CPI同比增速为1.6%，延续10月的下行态势，而核心CPI同比增速为0.6%，核心CPI已经连续三月维持在0.6%的水平。整体上，11月CPI环比变化为-0.20%，弱于季节性。分项上，除交通通信项外，其余分项环比变化均弱于季节性。其中，食品烟酒项环比变化最弱，远低于0.13%的季节性变化。食品烟酒弱于季节性，背后的主要原因在于供给端的变化，一方面是中央投储，猪价回调，另一方面是蔬菜供应充足，菜价下跌。

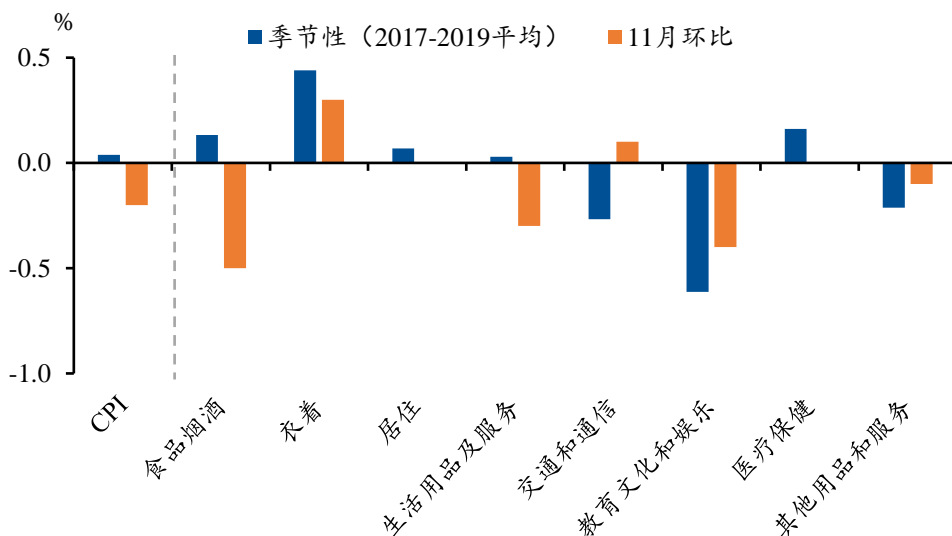
第一，受中央投储调控影响，猪价与同比增速均有回调。今年下半年以来，受假日消费和养殖户行为等因素影响，生猪价格总体震荡上行，10月上中旬上涨较多。为做好保供稳价工作，发改委采取了一系列调控措施，包括加大投储力度、引导养殖户正常出栏。由于中央继续投放储备猪肉，市场上猪肉供给增加，猪价回调，环比也由涨转跌。11月猪肉的平均批发价格为33.87元/吨，同比涨幅由10月的73.55%降至11月的41.21%。猪肉价格影响CPI上涨0.47个百分点，与10月份的0.64个百分点相比，猪肉价格增速对CPI的支撑力度有所减弱。

图 1：11 月 CPI 同比涨幅进一步回落至 1.6%

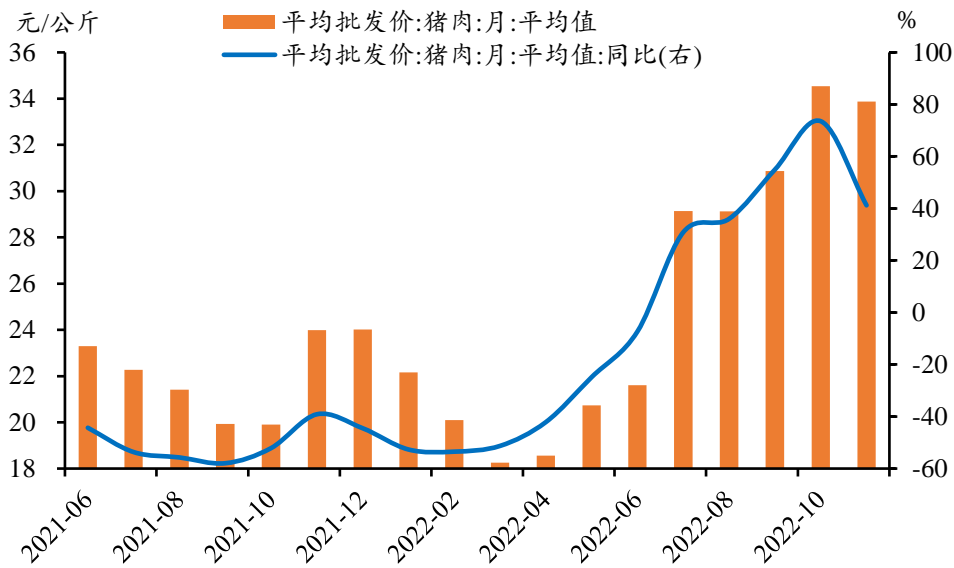


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：11 月食品烟酒项环比远低于季节性

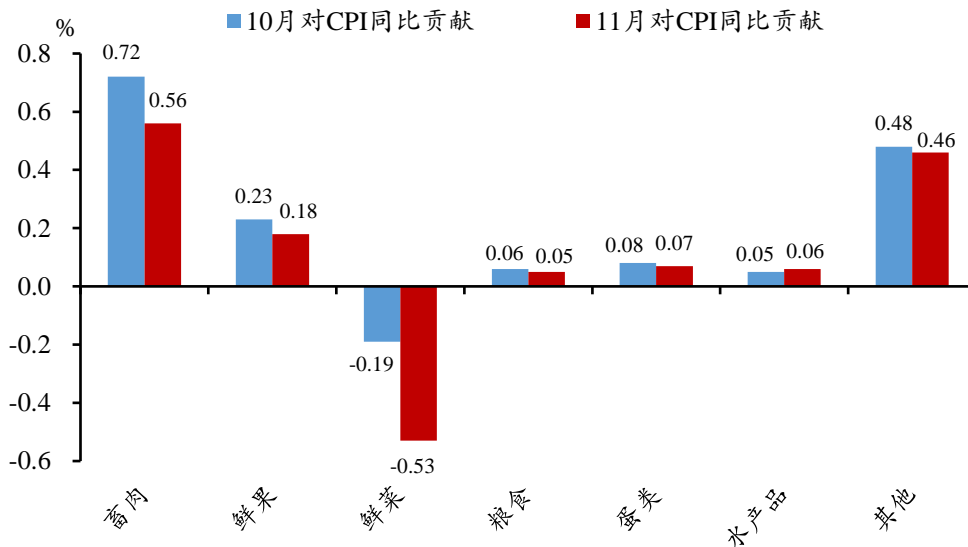


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：11 月猪肉价格有所回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，鲜菜市场供给充足，对菜价的拖累程度明显加深。在食品烟酒项中，除畜肉项贡献下滑外，鲜菜表现也极弱。11 月鲜菜项 CPI 环比下降 8.3%，远低于 16-19 年的环比均值-2.56%。这背后主要是因为冬季蔬菜大量上市，市场供应充足压低菜价。蔬菜价格大幅下降拖累了食品烟酒项 CPI 同比 0.53 个百分点，比 10 月份的 0.19 个百分点明显扩大，是 11 月食品价格走弱的主要拖累之一。

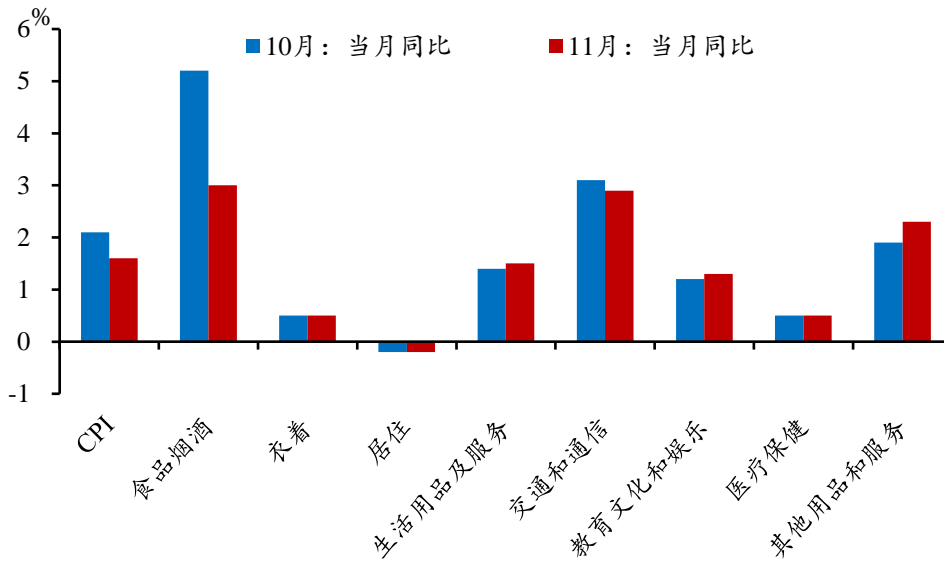
图 4：11 月鲜菜下降较多，畜肉类贡献也明显下滑


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

油价方面，国内成品油开启新一轮调价窗口，汽油、柴油涨幅收窄拖累交通通信项表现。11 月布伦特原油价格中枢较上月小幅回落，为 91.82 美元/桶，但 11 月同比涨幅仍进一步扩大到 12.52%。期间根据国际油价变化，国家发改委在 11 月上调及下调成品油价格各一次：自 11 月 7 日 24 时起，国内汽、柴油价格每吨分别提高 155 元和 150 元；自 2022 年 11 月 21 日 24 时起，国内汽、柴油价格每吨分别降低 175 元和 165 元。汽、柴油价格每

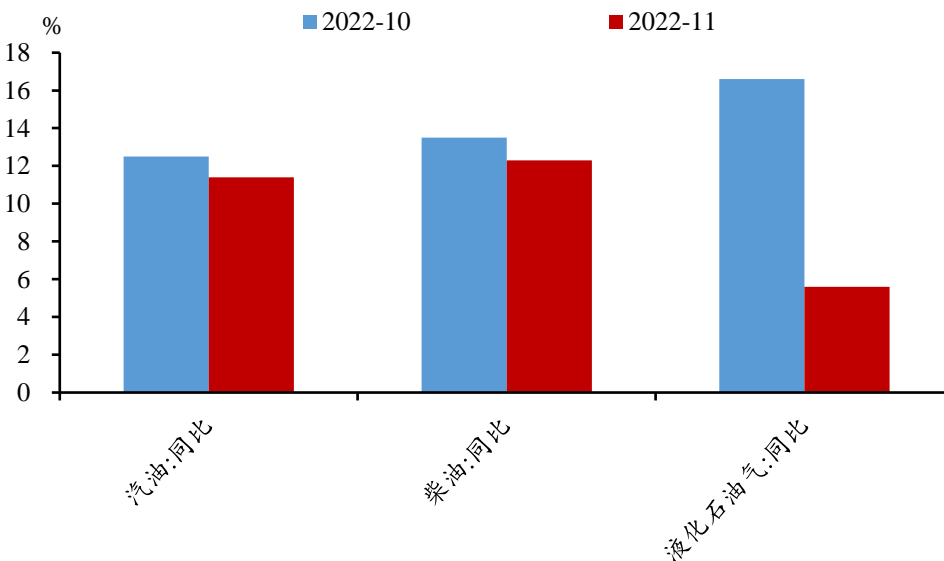
吨分别合计下调 20 元和 15 元。因此，国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落，影响交通通信项 CPI 从 10 月的 3.1% 下降至 2.9%。

图 5：11 月 CPI 涨幅回落主要受食品烟酒项、交通和通信项的影响



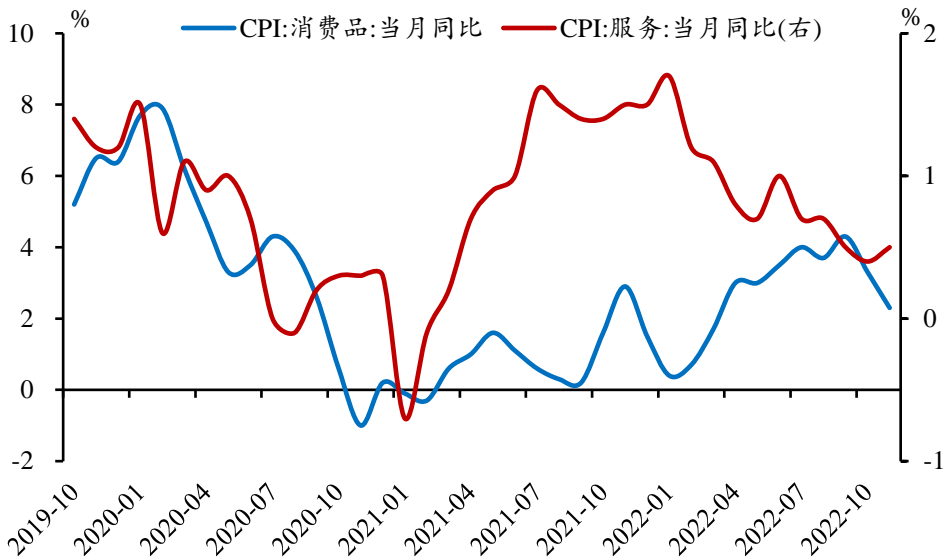
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总体来看，消费品延续走弱，服务消费小幅上扬。11 月消费品和服务 CPI 分化，消费品 CPI 同比涨幅由 10 月的 3.3% 回落至 2.3%。而前期持续下跌的服务项通胀出现小幅抬升，服务 CPI 同比涨幅则由 10 月的 0.4% 小幅上涨至 0.5%。具体来看，与 10 月相比，11 月生活用品及服务、教育文化和娱乐、其他用品和服务的同比涨幅均出现不同程度的扩大（图 5）。根据统计局数据，受疫情影响，飞机票和宾馆住宿价格分别下降 7.5% 和 2.9%。我们认为 11 月服务 CPI 小幅上涨可能是由去年同期基数走低带来的。

图 7：11 月消费品走弱，服务 CPI 止跌回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

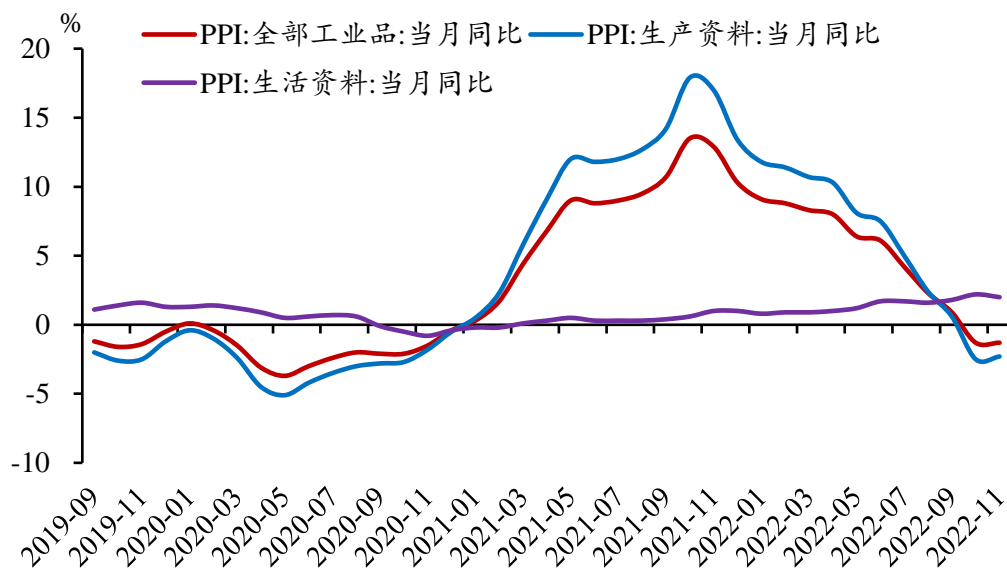
二、大宗商品价格普涨支撑 PPI 环比涨幅

受煤炭、石油、有色金属等行业价格环比上涨影响，11 月 PPI 环比变化维持在正区间，但在去年同期高基数下，PPI 同比继续下降。

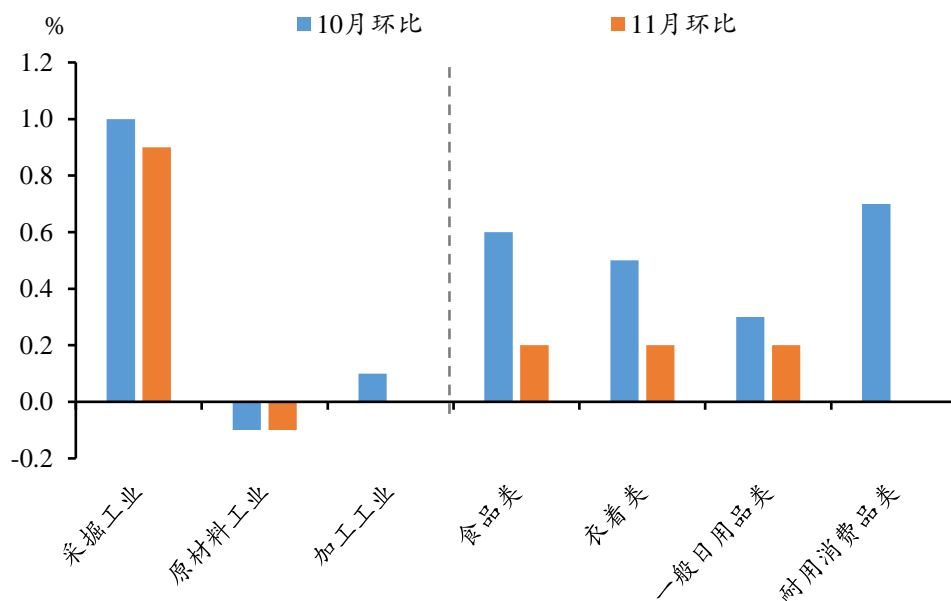
从同比看，PPI 下降 1.3%，降幅与 10 月相同。生产资料与生活资料表现继续分化，生产资料价格下降 2.3%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点；生活资料价格上涨 2.0%，涨幅回落 0.2 个百分点。从环比看，PPI 上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。生产资料价格由 10 月上涨 0.1% 转为持平；生活资料价格上涨 0.1%，涨幅回落 0.4 个百分点。

制造业景气度持续下行，下游需求疲软或使钢铁行业承压。从上游端来看，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收窄至 0.9%，回落 2.1 个百分点，钢铁行业成本压力有所改善。从下游端来看，11 月制造业 PMI 下滑至 48%，下游低景气导致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下降 1.9%，降幅扩大 1.5 个百分点，钢企盈利空间被进一步挤压，钢铁行业承压运行。

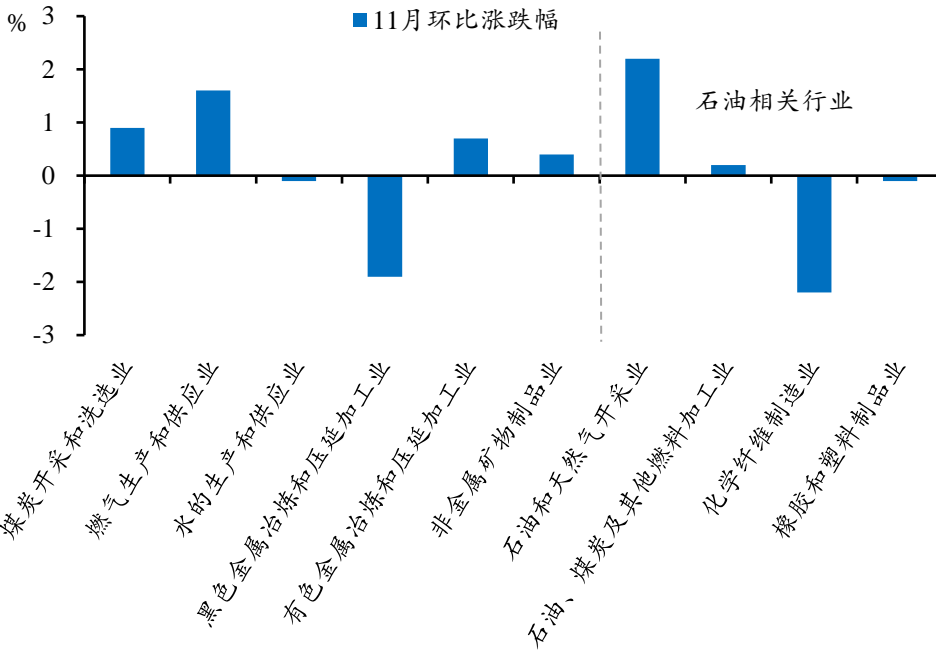
稳增长政策支持基建与建筑业，对有色金属等商品价格带来提振。作为稳增长的重要发力点，基建投资不断加速，带动石油、有色金属等行业价格上涨，其中石油和天然气开采业价格环比上涨 2.2%，有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.7%。另外，11 月供需共同支撑水泥价格小幅上升。从供给端来看，步入 11 月中旬，北方采暖季来临，各地水泥企业也陆续迎来冬季错峰，行业供应缩减预期增强；从需求端来看，11 月建筑业 PMI 为 55.4%，维持在高景气区间，建筑用料需求旺盛，支撑水泥价格上升。

图 8：11 月生活资料和生产资料 PPI 同比增速继续分化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：11 月 PPI 各分项环比涨幅较 10 月普遍收窄


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：煤炭、石油、有色金属等行业价格上涨支撑 PPI 环比微涨


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、通胀或将迎来阶段性温和上行

我们预计 2022 年 CPI 中枢大约在 1.9%-2.0% 之间，距离 3% 有较大距离。而明年年初，通胀可能会有阶段性上行压力，但我们预计高点或不会突破 3%。

一是猪肉价格的同比增速高点或已过去。受 2022 年初猪肉价格低基数的影响，2023 年初猪肉平均批发价格同比增幅可能仍在高位震荡，给通胀带来阶段性上行压力。但对于猪肉价格的走势，国家发改委新闻发言人孟玮于 11 月 16 日的新闻发布会上表示，今后一段时间生猪猪肉市场供应有保障，价格有望保持相对平稳态势，难以出现大幅上涨的情形。我们认为猪肉价格同比增速的高点或已过去，年初通胀或是温和上行。

二是年初油价大幅上升的空间可能有限。欧美政策仍在收紧进程中，全球制造业 PMI 也已连续 10 个月下行，短期内难以走出收缩区间。明年海外经济有陷入衰退的风险，全球经济低迷或将从需求端导致油价上行动力不足，油价再度大幅上升的空间可能有限。

三是短期内消费修复的回升可能不会太快。随着防疫政策不断改善，中国经济回暖预期升温，但是短期内消费回升速度可能不会太快。一是防疫政策调整初期，消费者仍持谨慎态度，接触性聚集性消费行业修复速度或受影响；二是消费者信心指数仍在低位徘徊，消费信心或需一段时间才能明显改善，成为短期内消费快速修复的一个制约因素。

风险因素

国内疫情形势超预期，国际油价变化超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。