



## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 11月通胀低迷，下月或有小幅回升

——东海看数据之：11月通胀数据

## 投资要点

- **事件：**12月9日，统计局发布11月通胀数据。11月，CPI当月同比1.6%，前值2.1%；环比-0.2%，前值0.1%。PPI当月同比-1.3%，前值-1.3%；环比0.1%，前值0.2%。
- **核心观点：**我们认为国内通胀反映的三条线索并未改变。1.需求仍然较弱：核心通胀仍然较为低迷。2.商品价格下行利好下游制造业利润的修复：PPI与CPI剪刀差继续为负，下游成本可能改善。3.通胀短期不会成为货币政策的掣肘，往后看，随着国内疫苗接种数量的不断增加，疫情后开放的经验来看，服务业消费有望进一步恢复，但短期内需求恢复的速度不会太快，因此通胀总体或将保持平稳。
- **CPI涨幅回落明显。**11月CPI环比-0.2%，低于近5年均值-0.02%，主要源于食品价格拖累、季节性因素及去年同期基数走高等共同影响。
- **鲜菜和猪肉价格下降明显。**11月CPI食品价格同比3.7%，前值7%，涨幅较上月回落3.3个百分点；环比-0.8%，低于近5年均值0.02%。食品中，鲜菜价格环比同比均大幅下降，环比-21.2%，同比-8.3%，前值分别为-8.1%和-4.5%，主要由于天气条件较好供应充足；由于中央储备猪肉投放工作的继续开展，生猪供给持续增加，猪肉价格由涨转降，猪价环比-0.7%，同比34.4%，较上月下降17.4个百分点。
- **核心CPI仍维持低位。**11月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比0.6%，与10月持平。核心CPI环比-0.2%，较10月下降0.3个百分点，但略高于近5年同期平均水平-0.08%。受消费需求修复偏缓的影响，核心CPI仍处于偏低水平，后续政策面在促消费方面空间较大。
- **CPI继续走低，预计12月温和上行。**11月食品价格环比转负，鲜菜价格回落明显，主要由于鲜菜供应相对充足；短期内消费偏弱持续抑制核心CPI。进入12月后，随着防疫政策的持续优化，国内人员流动约束基本解除，长期压制消费的因素将迎来反转。另一方面，在生猪供给见顶、疫情需求边际改善以及中央储备政策的干预下，预计猪价上行相对可控，将部分对冲CPI上行压力。同时，12月基数将由2.3%回落至1.5%，高基数影响明显减弱。预计今年12月CPI同比将温和上行，明年一季度受低基数影响，CPI有阶段性冲高的可能。
- **PPI维持低位。**11月PPI同比-1.3%，与上月持平，而从环比来看，已连续两个月转正，PPI维持低位主要由于去年同期基数仍然较高。其中生产资料价格环比0%，较上月回落0.1个百分点；生活资料价格环比0.1%，较上月回落0.4个百分点。分行业来看，煤炭开采和洗选业价格环比上涨0.9%；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。往后看，随着疫情带来的供应链冲击的影响减弱，稳地产政策接连落地，有望带动国内工业品价格的回暖。但另一方面在海外经济衰退的背景下，全球需求走弱，国际原油价格回落，预计PPI整体维持低位震荡。
- **风险提示：**疫情反复超预期，海外局势变化超预期。

## 正文目录

1. 食品价格明显拖累 CPI .....	4
2. PPI 维持低位 .....	5
3. 核心观点 .....	6
4. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1 CPI 当月同比, %	4
图 2 CPI 环比季节性规律, %	4
图 3 鲜菜价格环比季节性规律, %	4
图 4 生猪价格周平均, 元/千克	4
图 5 CPI 八大类当月同比, %	5
图 6 核心 CPI 当月同比, %	5
图 7 核心 CPI 环比, %	5
图 8 PPI 当月同比, %	6
图 9 PPI:生产和生活资料类环比, %, %	6
图 10 布伦特原油月平均价格, 美元/桶	6
图 11 黑色和有色金属冶炼和压延加工业环比, %	6
图 12 PPI-CPI 剪刀差, %	7

事件：12月9日，统计局发布11月通胀数据。11月，CPI当月同比1.6%，前值2.1%；环比-0.2%，前值0.1%。PPI当月同比-1.3%，前值-1.3%；环比0.1%，前值0.2%。

## 1. 食品价格明显拖累 CPI

CPI 环比涨幅回落明显。11月CPI环比-0.2%，低于近5年均值-0.02%，主要源于季节性因素及去年同期对比基数走高等共同影响；鲜菜价格和猪肉价格的下降对CPI影响明显。

鲜菜和猪肉价格下降明显。11月CPI食品价格同比3.7%，前值7%，涨幅较上月回落3.3个百分点，环比-0.8%，低于近5年均值0.02%。食品中，鲜菜价格环比同比均大幅下降，环比-21.2%，同比-8.3%，前值分别为-8.1%和-4.5%，主要由于天气条件较好供应充足；由于中央储备猪肉投放工作的继续开展，生猪供给持续增加，猪肉价格由涨转降，猪价环比-0.7%，同比34.4%，较上月下降17.4个百分点。

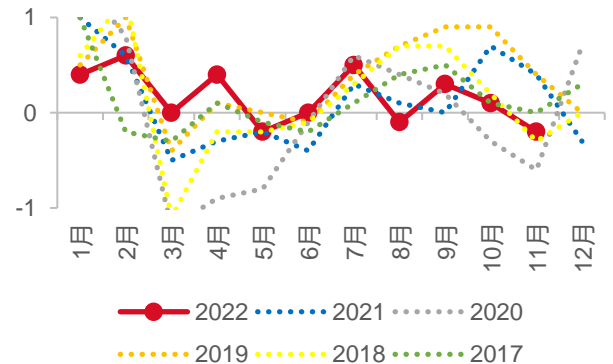
非食品价格表现与上月持平。11月CPI非食品价格同比1.1%，前值1.1%；环比0%，略高于近5年均值-0.02%。从细分项来看，仅交通和通信同比涨幅回落，当月同比2.9%，较前值回落0.2个百分点，教育文化和娱乐、生活用品及服务涨幅较上月均有所扩大，衣着、居住和医疗保健持平。

图1 CPI 当月同比，%



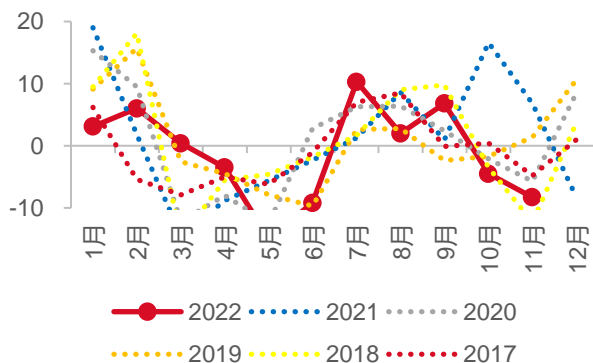
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 鲜菜价格环比季节性规律，%



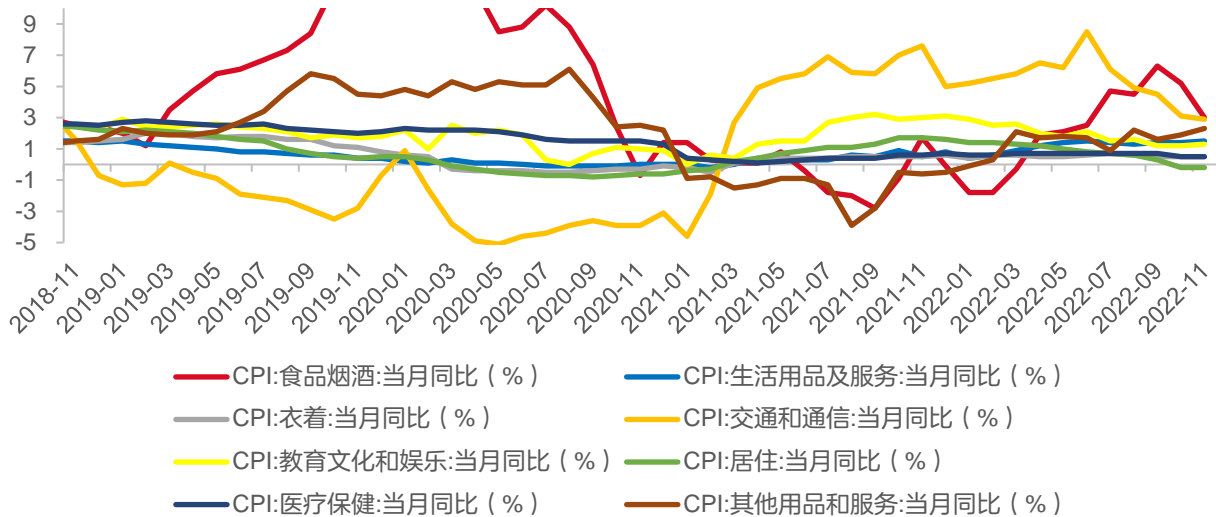
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 生猪价格周平均，元/千克



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 CPI八大类当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

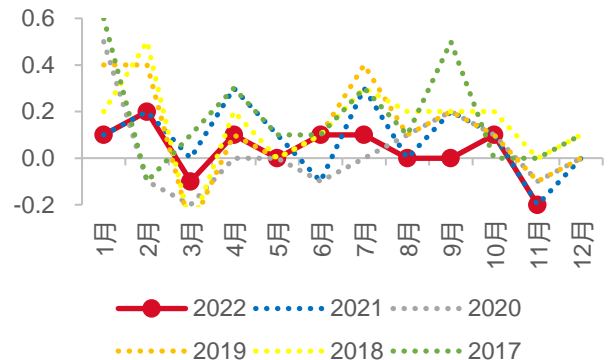
核心CPI仍维持低位。11月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比0.6%，与10月持平。核心CPI环比-0.2%，较10月下降0.3个百分点，略高于近5年平均水平-0.08%。受消费需求修复偏缓的影响，核心CPI仍处于偏低水平，后续政策面在促消费方面空间较大。

图6 核心CPI当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 核心CPI环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

CPI继续走低，预计12月温和上行。11月食品价格环比转负，鲜菜价格回落明显，主要由于鲜菜供应相对充足；短期内消费偏弱持续抑制核心CPI。进入12月后，随着防疫政策的持续优化，国内人员流动约束基本解除，长期压制消费的因素将迎来反转。另一方面，在生猪供给见顶、疫情需求边际改善以及中央储备政策的干预下，预计猪价上行相对可控，将部分对冲CPI上行压力。同时，12月基数将由2.3%回落至1.5%，高基数影响明显减弱。预计今年12月CPI同比将温和上行，明年一季度受低基数影响，CPI有阶段性冲高的可能。

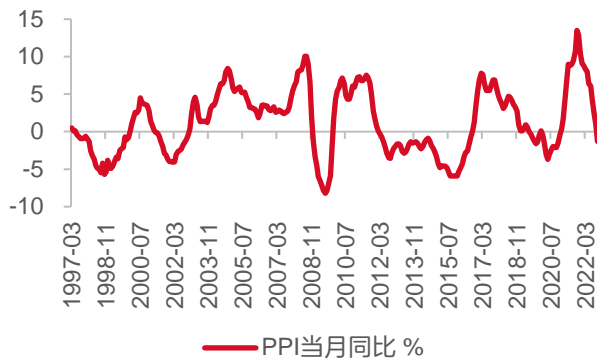
## 2.PPI 维持低位

11月PPI同比-1.3%，与上月持平，而从环比来看，已连续两个月转正，PPI维持低位主要由于去年同期基数仍然较高。其中生产资料价格环比0%，较上月回落0.1个百分点；生活资料价格环比0.1%，较上月回落0.4个百分点。分行业来看，煤炭开采和洗选业价格

环比上涨 0.9%；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。

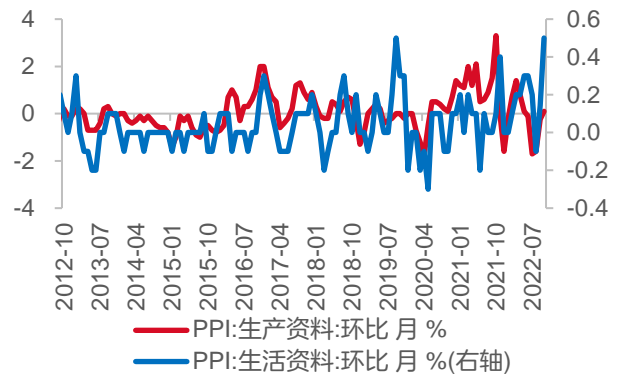
往后看，随着疫情带来的供应链冲击的影响减弱，稳地产政策接连落地，有望带动国内工业品价格的回暖。但另一方面在海外经济衰退的背景下，全球需求走弱，国际原油价格回落，预计 PPI 整体维持低位震荡。

图8 PPI 当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 PPI:生产和生活资料类环比, %, %



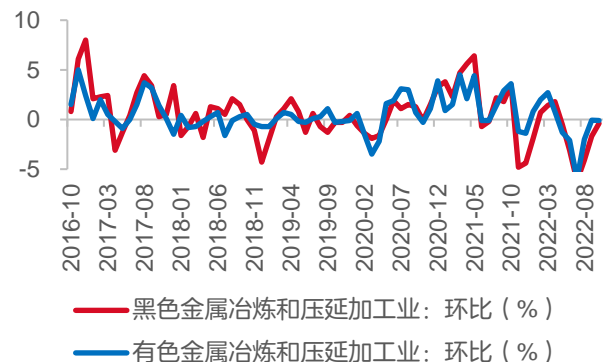
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 布伦特原油月平均价格, 美元/桶



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图11 黑色和有色金属冶炼和压延加工业环比, %



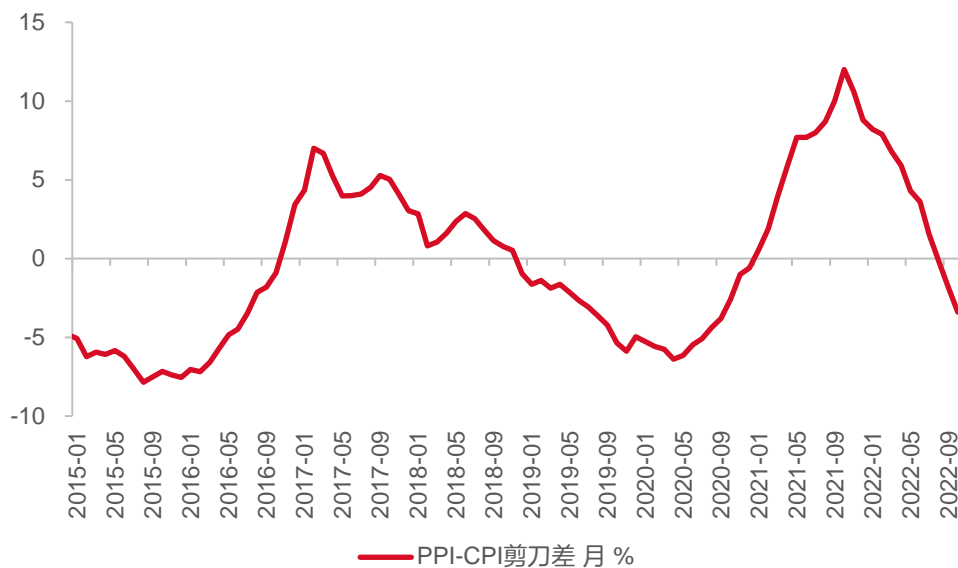
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 3.核心观点

我们认为国内通胀反映的三条线索并未改变。

- 1.需求仍然较弱：核心通胀仍然较为低迷。
- 2.商品价格下行利好下游制造业利润的修复：PPI 与 CPI 剪刀差继续为负，下游成本可能改善。
- 3.通胀短期不会成为货币政策的掣肘：往后看，随着国内疫苗接种数量的不断增加，疫情后开放的经验来看，服务业消费有望进一步恢复，但短期内需求恢复的速度不会太快，因此通胀总体或将保持平稳。

图12 PPI-CPI 剪刀差, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 4.风险提示

- 1) 疫情反复超预期，导致投资、生产、消费受到明显冲击。
- 2) 海外局势变化超预期，如俄乌紧张局势，导致全球通胀居高不下。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：(8621) 20333619  
 传真：(8621) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：(8610) 59707105  
 传真：(8610) 59707100  
 邮编：100089