

2023年12月09日

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

CPI、PPI双降，但核心通胀相对稳定

——国内观察：2023年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-0.5%，前值-0.2%；环比-0.5%，前值0.1%。PPI当月同比-3.0%，前值-2.6%；环比-0.3%，前值0.0%。
- **核心观点：**总的来看，CPI、PPI同比降幅双双扩大。CPI受猪肉、鲜菜的拖累较多，但往后看拖累将逐步减弱，核心CPI相对稳定；PPI受原油价格下行拖累较多，短期PPI降幅的再次扩大，实际补库可能仍需等待。价格信号层面反应出经济环比的动能在减弱，政治局会议定调以进促稳，先立后破，关注后续经济工作会议的进一步部署。
- **CPI降幅扩大，明显弱于季节性。**11月CPI环比-0.5%，明显低于近5年同期均值-0.06%。食品环比-0.9%（5年均值-0.04%）及非食品环比-0.4%（5年均值-0.04%）也同样均弱于季节性，但食品价格的拖累相对更多，这一点和10月相同。
- **食品项拖累依然主要来自于猪肉及鲜菜。**猪肉方面，11月22省平均生猪价格回落至14.97元/千克，同比降幅维持在-40%左右，在CPI分项中同比降至-31.8%。11月启动年内第三次猪肉收储，但生猪集中出栏，同期温度相对偏高导致腌腊旺季需求有所延后，猪价低位运行。往后看，养殖户亏损持续时间较长，压力下产能可能加速出清，短期猪价在历史低位进一步下行的空间可能有限，高基数的压力自12月起可能逐步减弱。鲜菜方面，受温度以及天气的影响依然持续，导致鲜菜供给充足，环比-4.1%（5年均值-3.62%）略弱于季节性。鲜果方面小幅强于季节性。
- **双11促销或导致消费品价格下降，服务消费进入淡季。**11月消费品价格环比-0.5%（5年均值0.06%），双11消费旺季或导致消费品价格下行，但弱于季节性可能体现出消费整体恢复不强；同时PPI降幅虽然已从底部回升，但总体仍未转正，价格拖累向CPI的传导更多的体现在消费品价格上。服务消费在国庆后普遍出现季节性回落，叠加油价的下跌，环比-0.4%（5年均值-0.3%）相对合理。
- **核心CPI持平前值。**11月核心CPI同比0.6%，持平与前值，表现相对稳定，进一步凸显出当月通胀压力主要来自于食品以及能源。
- **PPI回落超预期，油价拖累较多。**11月PPI若考虑历史季节性水平，同比降幅应小幅收窄，但11月环比-0.3%，自7月以来再次转负，主要拖累来自于原油价格的下跌，相关产业拖累PPI环比下降约0.13个百分点，接近降幅的一半。其他工业品涨跌互现，万亿国债对基建相关的水泥、黑色金属的需求后续在逐渐形成实物工作量期间将得到逐步体现。上游能源中煤炭、天然气因冬季季节性需求上升，价格环比上涨。碳酸锂价格的大幅下行，拖累锂离子电池制造价格下降1.7%，同比下降11.6%，在装备制造业中拖累较多。往后看，原油价格底部仍有OPEC+减产支撑，维持震荡的可能性较大，基数回落下对PPI的拖累有望减轻。
- **风险提示：**政策落地不及预期，海外金融市场风险。

正文目录

1. CPI 降幅扩大，明显弱于季节性.....	4
2. PPI 回落超预期，油价拖累较多.....	5
3. 核心观点.....	6
4. 风险提示.....	6

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 CPI 消费品价格环比季节性规律, %.....	5
图 4 22 省市生猪价格周平均, 元/千克	5
图 5 核心 CPI 当月同比, %.....	5
图 6 核心 CPI 环比季节性规律, %	5
图 7 PPI 当月同比, %	5
图 8 PPI 生产和生活资料类同比, %	5
图 9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比, %.....	6
图 10 PPI 采掘、原料、加工环比, %	6

事件: 12月9日,统计局发布11月通胀数据。11月,CPI当月同比-0.5%,前值-0.2%;环比-0.5%,前值0.1%。PPI当月同比-3.0%,前值-2.6%;环比-0.3%,前值0.0%。

1.CPI 降幅扩大,明显弱于季节性

CPI 降幅扩大,明显弱于季节性。11月CPI环比-0.5%,明显低于近5年同期均值-0.06%。食品环比-0.9%(5年均值-0.04%)及非食品环比-0.4%(5年均值-0.04%)也同样均弱于季节性,但食品价格的拖累相对更多,这一点和10月相同。

食品项拖累依然主要来自于猪肉及鲜菜。猪肉方面,11月22省平均生猪价格回落至14.97元/千克,同比降幅维持在-40%左右,在CPI分项中同比降至-31.8%。11月启动年内第三次猪肉收储,但生猪集中出栏,同期温度相对偏高导致腌腊旺季需求有所延后,猪价低位运行。往后看,养殖户亏损持续时间较长,压力下产能可能加速出清,短期猪价在历史低位进一步下行的空间可能有限,高基数的压力自12月起可能逐步减弱。鲜菜方面,受温度以及天气的影响依然持续,导致鲜菜供给充足,环比-4.1%(5年均值-3.62%)略弱于季节性。鲜果方面小幅强于季节性。

双11促销或导致消费品价格下降,服务消费进入淡季。11月消费品价格环比-0.5%(5年均值0.06%),双11消费旺季或导致消费品价格下行,但弱于季节性可能体现出消费整体恢复不强;同时PPI降幅虽然已从底部回升,但总体仍未转正,价格拖累向CPI的传导更多的体现在消费品价格上。服务消费在国庆后普遍出现季节性回落,叠加油价的下跌,环比-0.4%(5年均值-0.3%)相对合理。

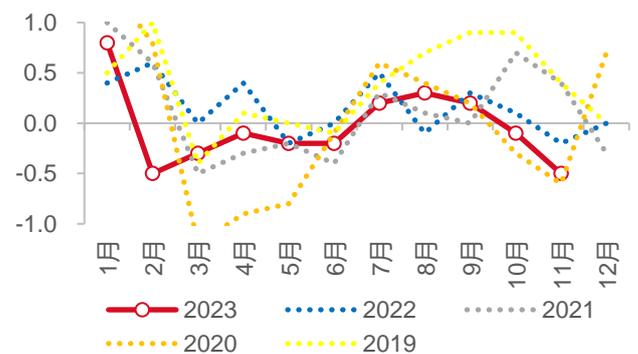
核心CPI持平前值。11月核心CPI同比0.6%,持平与前值,表现相对稳定,进一步凸显出当月通胀压力主要来自于食品以及能源。

图1 CPI 当月同比, %



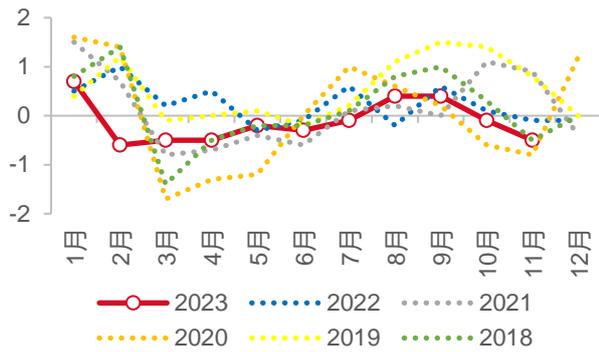
资料来源:国家统计局,东海证券研究所

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 CPI 消费品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 22省市生猪价格周平均，元/千克



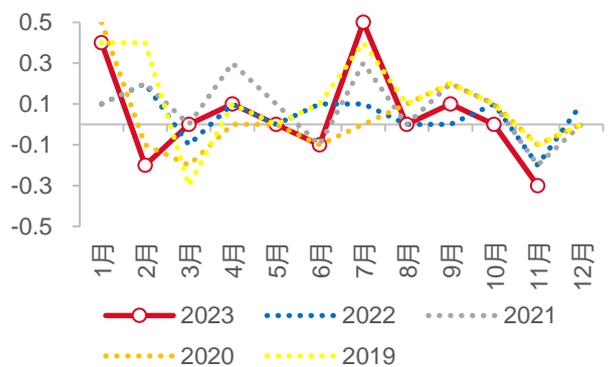
资料来源：农业农村部，东海证券研究所

图5 核心CPI 当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 核心CPI 环比季节性规律，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

2.PPI 回落超预期，油价拖累较多

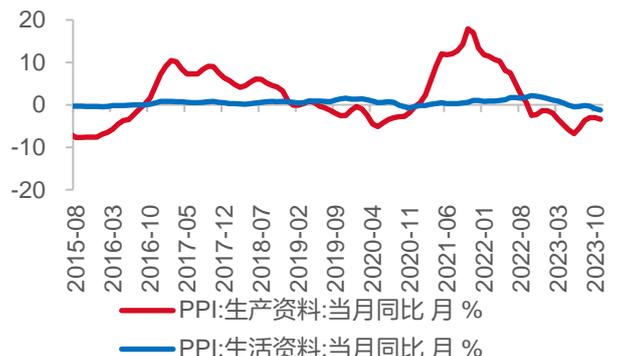
PPI 回落超预期，油价拖累较多。11 月 PPI 若考虑历史季节性水平，同比降幅应小幅收窄，但 11 月环比-0.3%，自 7 月以来再次转负，主要拖累来自于原油价格的下跌，相关产业拖累 PPI 环比下降约 0.13 个百分点，接近降幅的一半。其他工业品涨跌互现，万亿国债对基建相关的水泥、黑色金属的需求后续在逐渐形成实物工作量期间将得到逐步体现。上游能源中煤炭、天然气因冬季季节性需求上升，价格环比上涨。碳酸锂价格的大幅下行，拖累锂离子电池制造价格下降 1.7%，同比下降 11.6%，在装备制造业中拖累较多。往后看，原油价格底部仍有 OPEC+减产支撑，维持震荡的可能性较大，基数回落下对 PPI 的拖累有望减轻。

图7 PPI 当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 PPI 生产和生活资料类同比，%



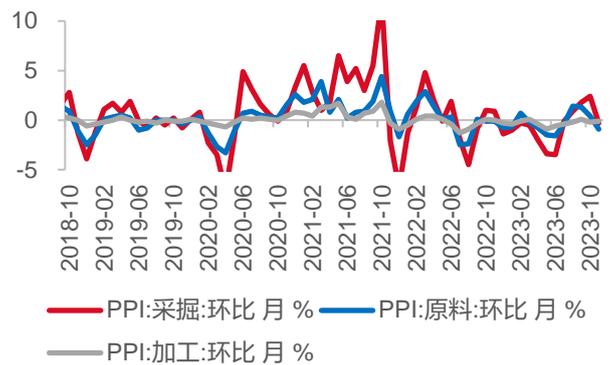
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 PPI 采掘、原料、加工环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.核心观点

核心观点：总的来看，CPI、PPI 同比降幅双双扩大。CPI 受猪肉、鲜菜的拖累较多，但往后看拖累将逐步减弱，核心 CPI 相对稳定；PPI 受原油价格下行拖累较多，短期 PPI 降幅的再次扩大，实际补库可能仍尚需等待。价格信号层面反应出经济环比的动能在减弱，政治局会议定调以进促稳，先立后破，关注后续经济工作会议的进一步部署。

4.风险提示

政策落地不及预期，可能导致市场信心不足，影响经济的修复。

海外金融市场风险，导致全球经济陷入衰退，影响外需。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数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沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 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沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 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](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 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](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089