

宏观

通胀超预期回落

——2023年11月通胀点评兼论利率影响

2023年12月9日

宏观利率/事件点评

分析师:

郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

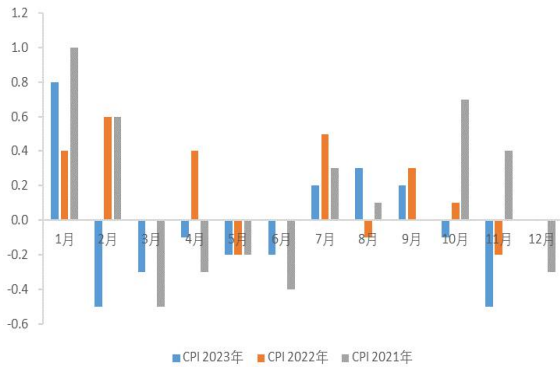
邮箱: guorui@sxzq.com

核心观点:

- **市场启示: 通胀回落, 巩固和增强经济回升向好态势目标下, 政策偏积极, 货币宽松先行仍是主导逻辑。**11月通胀下行且不及预期, 和PMI数据显示的总需求偏弱以及供给的相对韧性情况一致。通胀下行还会导致实际利率进一步抬升, 不利于经济内生循环建立。12月中央政治局会议确定“巩固和增强经济回升向好态势”的目标, 政策“稳中求进、以进促稳、先立后破”, 强调货币政策要灵活适度、精准有效。近期长端收益率总体震荡, 期限利差持续压缩, 资金面偏紧是主要原因。短期债券收益率或继续震荡, 年后下行概率加大。
- **11月CPI、PPI均低于预期。**11月CPI同比-0.5% (前值-0.2%), 低于万得一致预期值-0.1%, PPI同比-3.0% (前值-2.6%), 低于万得一致预期值-2.8%。
- **11月CPI中, 食品项、非食品项环比均弱于季节性。**第一, 核心CPI、服务CPI环比分别为-0.3%和-0.4%, 均弱于季节性, 同比分别为0.6% (前值0.6%) 和1.0% (前值1.2%)。结合11月PMI数据, 显示总需求偏弱以及供给的相对韧性。第二, 食品项环比再度回落0.9%, 降幅超过季节性。除鲜果外, 受供应充足影响, 鲜菜、鸡蛋和水产品等鲜活食品价格环比分别下降4.1%、3.1%和1.6%, 降幅均超季节性水平。生猪出栏量有所增加, 加之天气偏暖部分腌腊需求延后, 猪肉价格超季节性回落, 环比下降3.0%。第三, 非食品项中, 受国际油价下行影响, 国内汽油价格下降2.8%, 为今年以来最大降幅; 旅游出行进入淡季, 飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格分别下降12.4%、8.7%、5.9%和2.8%。
- **受国际油价回落、部分工业品市场需求偏弱等因素影响, 全国PPI环比由平转降, 同比降幅扩大。**生产资料和生活资料环比降幅均超过季节性。分行业看, 国际油价下行, 带动国内石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格分别下降2.8%、2.5%。有色金属冶炼和压延加工业价格下降0.1%, 其中铜冶炼价格上涨0.4%, 铝冶炼价格下降0.2%。煤炭和天然气需求季节性增加, 燃气生产和供应业价格上涨1.4%, 煤炭开采和洗选业价格上涨0.3%。黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.1%。装备制造业中, 锂离子电池制造价格下降1.7%, 计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业价格均下降0.2%。另外, 农副食品加工业价格下降0.8%, 电力热力生产和供应业价格下降0.7%; 食品制造业价格持平。
- **风险提示:** 国内稳增长力度低于预期; 存款利率下调节奏较慢。

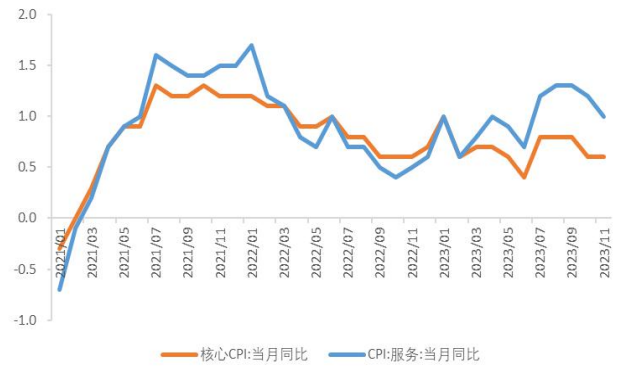


图 1：CPI 环比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：核心 CPI 及服务 CPI 同比增速（%）



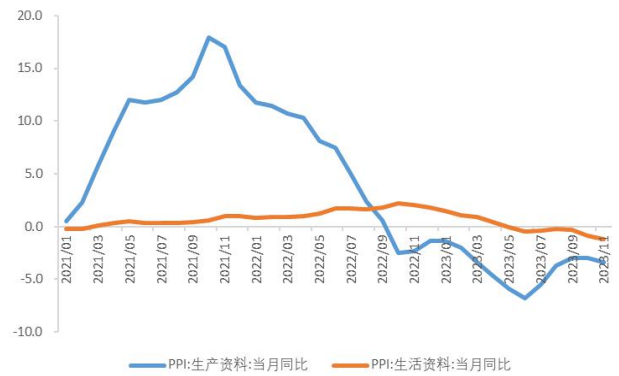
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：猪肉价格同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：生产资料和生活资料 PPI 同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 5：2023 年 10 月、11 月全球重要商品价格涨跌幅（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:



上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层