

物价再度走弱，政策有待加强

核心观点：

居民零售价格出现普跌：11月CPI同比-0.5%（前值-0.2%），降幅扩大0.3pct；核心CPI同比+0.6%（前值+0.6%）。价格下跌主要是食品、油价、旅游出行相关服务价格带动的，是季节性因素、天气及国际油价的共同作用。食品价格主要受气温偏暖影响，出现超季节性下行0.9%（过去五年均值是-0.04%，前值-0.8%）；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，交通工具用燃料-2.7%由涨转跌；11月旅游淡季，前期大幅上行的旅游价格季节性回落，飞机票-12.4%、宾馆住宿-8.7%、旅游-5.9%、交通工具租赁费-2.8%。

出厂价格受到偏弱需求的影响：11月PPI同比-3.0%（前值-2.6%），降幅扩大0.4pct。PPI环比下行主要是国际油价、部分工业品需求偏弱带动，油价因素拉动PPI下行0.13%。11月出厂价格上游价格分化、中游价格转弱、下游价格继续回落。上游煤炭开采+0.3%、石油和天然气开采-2.8%。中游产品随着原油价格下行回落，黑色建筑业同样疲软（石油煤炭加工-2.5%、化学原料和制品制造-0.9%，黑色金属冶炼加工+1.1%、有色金属冶炼加工-0.1%、金属制品-0.1%）；下游受到国内及海外需求疲软的影响，厂家仍然以去库存为主，锂离子电池制造-1.7%、计算机通信电子制造-0.2%、汽车制造-0.2%、农副食品加工-0.8%。

我们的分析：下游需求并不乐观，物价下行压力加大

11月份CPI的下跌说明了物价仍然偏弱运行。物价出现普跌，食品和非食品价格同时下行。11月食品的季节性下行，服务类价格在11月份下跌，能源价格走低，前期上行的商品价格也出现下行。这种居民生活各方面价格的普遍下行显示了下游终端消费的弱势。下游并不接受商品价格的上行，家用器具、交通工具、通讯工具的价格即使在前期上行也会回落。这种情况同样出现在服务类，涨价并不能持续。全年能源价格的走低也使得输入性通胀较弱。

PPI 第三季度的回升趋势在10月被打破之后，11月依然未能扭转上行，同比降幅连续两个月扩大显示PPI现阶段上行动能不足。价格传导链条不畅，10月上游价格的上行并未带动11月中游和下游的价格回升，致使PPI无法持续上行。而11月由于国际油价的下行使得上游价格也出现分化。进入12月，国际油价继续下行，CRB现货综合指数下行，螺纹钢、热卷、焦炭价格上行，铁矿石、铜小幅下行，高炉开工率下行，未来出厂价格持续上行的动力不足。

CPI和PPI预测

2024年仍然是低物价年，食品的生产较为平稳，而需求的回升仍然是缓慢的，供给仍然超过需求。2024年商品类价格小幅回升，服务价格继续上行，预计2024年CPI可能在0.9%左右，2023年CPI在0.3%左右。

PPI的回升速度偏缓，原材料价格的上行仍然没有拉动下游行业的价格上行。房地产的情况使得PPI回升过程波折。我们预计2023年全年PPI在-3.1%左右运行，PPI转正时间推迟，可能在2024年6月份到来。

--2023年11月通胀数据解读

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

- 1.大宗商品价格大幅下行的风险
- 2.房地产持续回落的风险
- 3.猪肉、蔬菜价格超预期上行的风险
- 4.经济超预期下行的风险

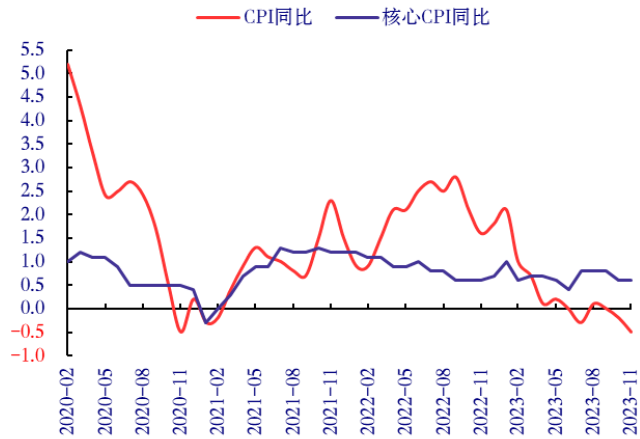
一、我们对 CPI 的分析：低于预期呈现超季节因素下行

11 月 CPI 从环比来看，CPI-0.5%（前值-0.1%）、核心 CPI-0.3%（前值 0.0%），主要是食品、油价、旅游出行相关服务价格带动的，是季节性因素、天气及国际油价的共同作用。其中食品和油价分别拉动 CPI 环比下行 0.17%、0.1%。食品价格主要受气温偏暖影响，出现超季节性下行 0.9%（过去五年均值是-0.04%，前值-0.8%），降幅扩大，其中鲜菜-4.1%，鸡蛋-3.1%、猪肉-3.0%；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，交通工具用燃料-2.7%由涨转跌；旅游出行属于季节性回落，飞机票-12.4%、宾馆住宿-8.7%、旅游-5.9%、交通工具租赁费-2.8%。

从同比来看，CPI-0.5%（前值-0.2%）、核心 CPI+0.6%（前值+0.6%），同比降幅扩大 0.3pct，主要由于能源价格同比由涨转跌致使降幅扩大 0.19pct。CPI 同比降幅扩大主要是今年新涨价因素拉动下行 0.5pct，翘尾因素拉动上行 0.2pct。

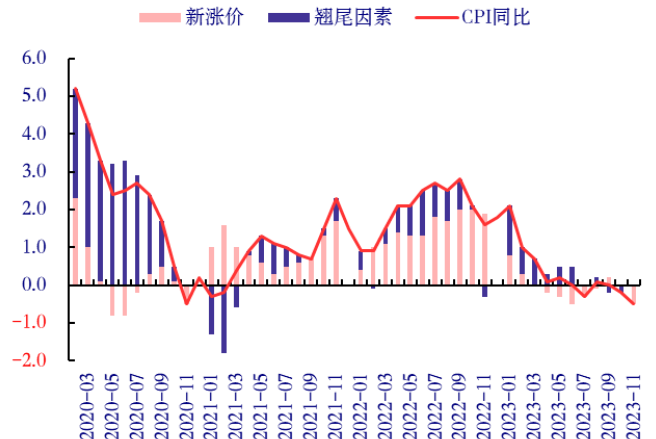
11 月份 CPI 呈现超季节因素下行，天气和油价构成双重扰动。CPI 连续两个月的下跌说明物价仍然偏弱运行。10 月份价格上涨的商品价格是一次性的，未能在 11 月延续。旅游的现季节性下行带动核心 CPI 走弱。23 年冬季天气偏暖，使得原本支撑农产品价格季节性回升的动力减弱，而生猪出栏量有所增加，天气偏暖部分腌腊需求延后，供给和需求均给猪肉价格的上行带来压制。短期 CPI 的上行需要等待国内需求的上升。

图1: CPI 和核心 CPI 同比 (%)



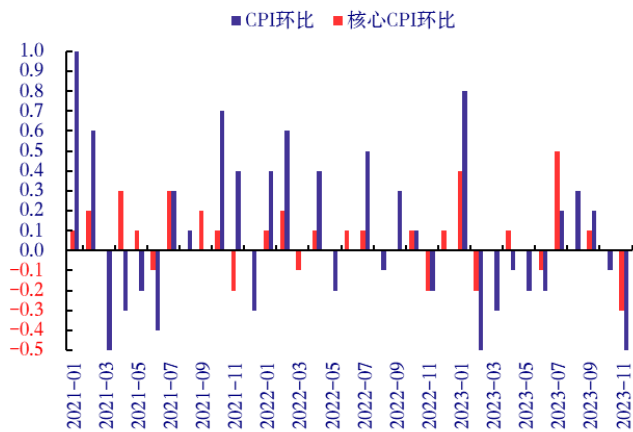
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: CPI 当月同比: 新涨价和翘尾因素 (%)



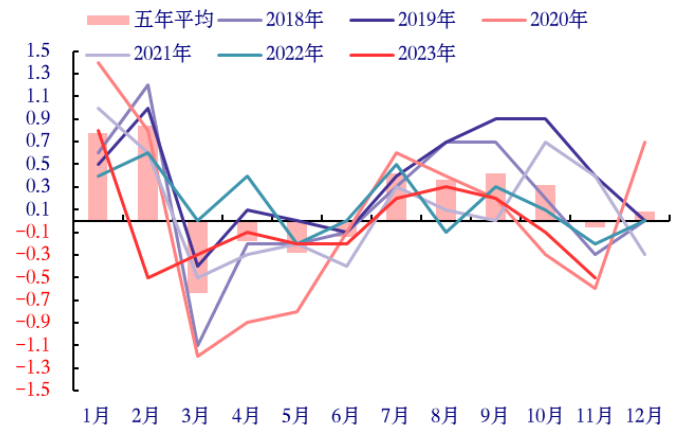
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: CPI 和核心 CPI 环比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

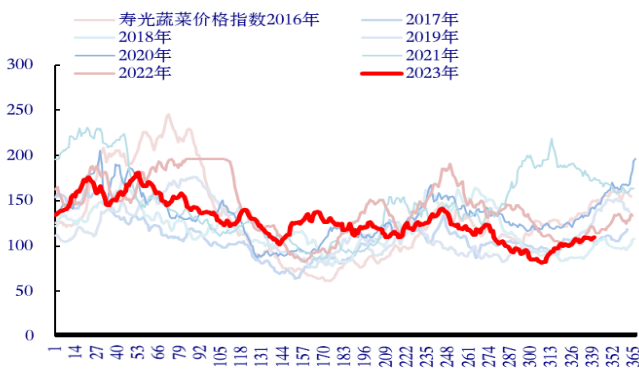
图4: CPI 环比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

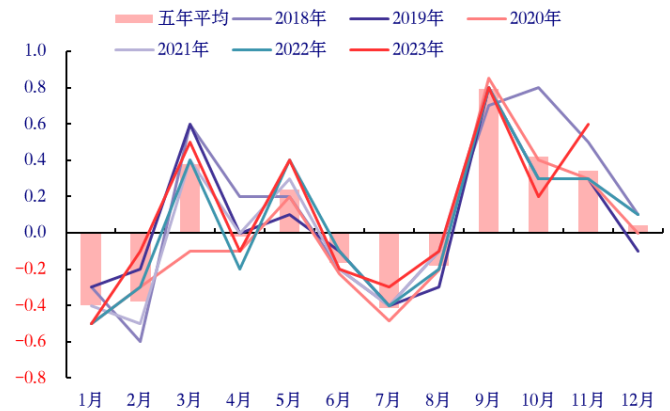
11 月气温下降, 添置冬衣的需求带动衣着季节性上行 0.6%, 上行幅度高于过去五年平均水平, 但是这种上行可能无法持续, 观察历史数据 12 月上行速度将减慢, 1 月-2 月均呈现环比下行的季节性特征。10 月份家用器具的上行具有一次性因素, 未能在 11 月得以延续, 终端消费需求较弱。中药价格依然保持连续上行趋势。

图5: 11 月天气温暖带来蔬菜价格走低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: CPI 衣着环比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、 我们对 PPI 的分析: PPI 缺少上行动能, 上游分化, 中下游价格回落

从同比来看, PPI-3.0% (前值-2.6%), 降幅扩大 0.4pet, 其中翘尾因素和新涨价因素分别致使降幅扩大 0.1pet、0.3pet。

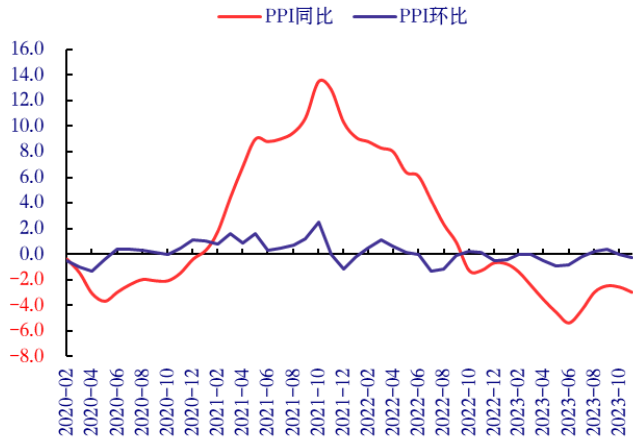
11 月份 PPI 同比-3.0%降幅略有扩大, 环比-0.3%由正转负。11 月份生产资料价格由 10 月上涨 0.1%转为下降 0.3%;生活资料价格下降 0.2%,降幅连续扩大, 比 10 月扩大 0.1pet。

从环比来看, 上游价格分化, 中游价格转弱、下游价格继续回落。上游煤炭开采+0.3%、石油和天然气开采-2.8%、黑色金属开采+1.8%、有色金属开采-0.5%; 中游石油煤炭加工-2.5%、化学原料和制品制造-0.9%, 黑色金属冶炼加工+1.1%、

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

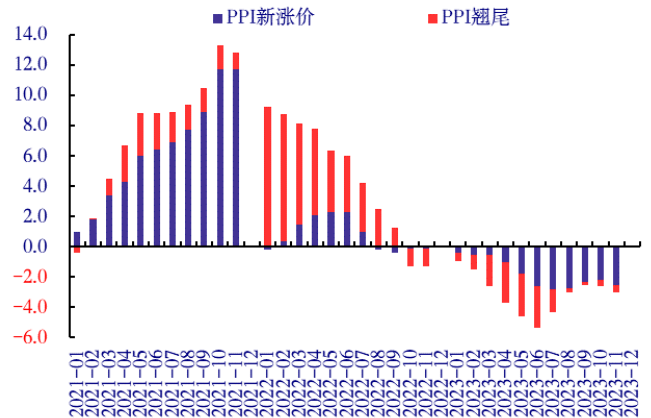
有色金属冶炼加工-0.1%、金属制品-0.1%、非金属矿物制品-0.1%、通用设备制造 0.0%；下游，锂离子电池制造-1.7%、计算机通信电子制造-0.2%、汽车制造-0.2%、农副食品加工-0.8%。

图7: PPI 同比和环比 (%)



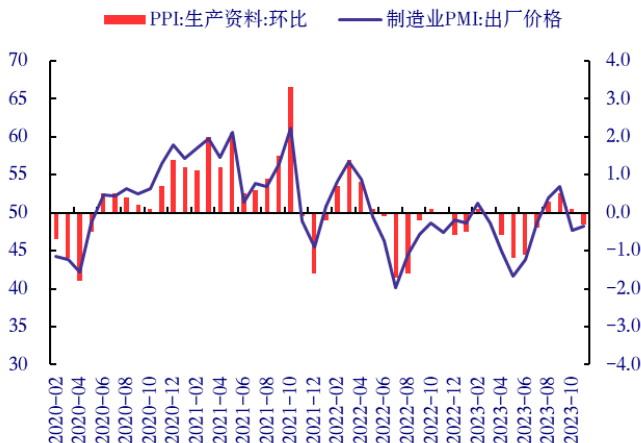
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: PPI 翘尾和新涨价 (%)



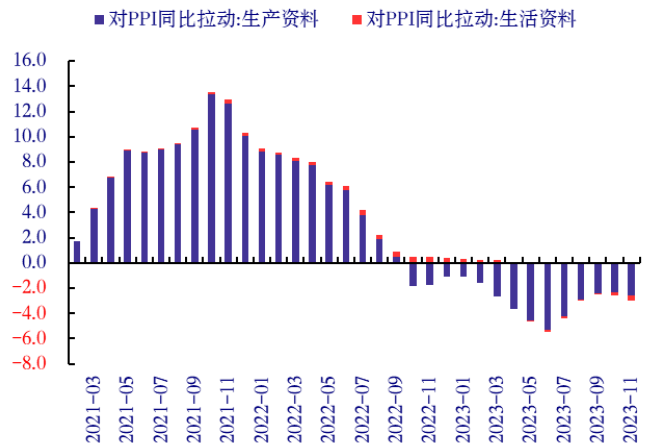
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: PPI 生产资料环比和制造业 PMI 出厂价格 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

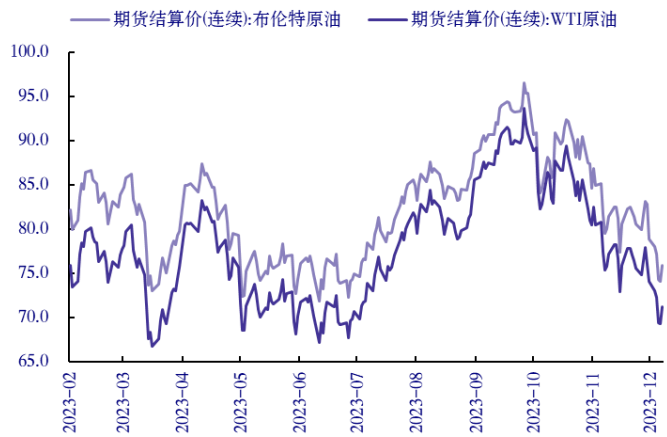
图10: 对 PPI 同比拉动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

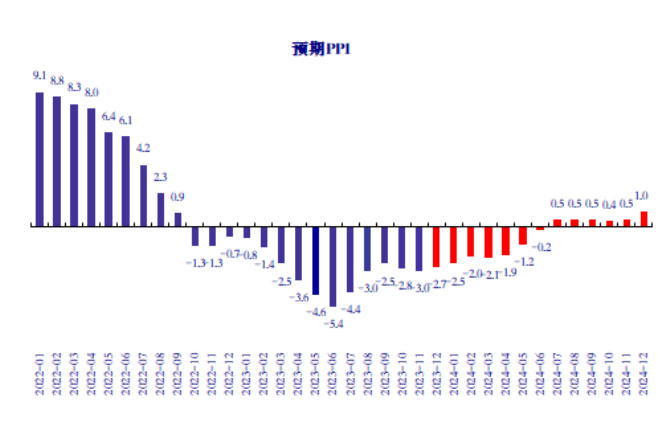
首先, PPI 环比由正转负, 环比上行动能不足。煤炭和天然气需求季节性增加, 燃气生产和供应业价格上涨 1.4%, 煤炭开采和洗选业价格上涨 0.3%。原油受到外围价格影响下行。11 月份 WTI 价格下行继续带动化学原料和制品业价格下降。基建项目进度加快, 水泥制造价格上涨 1.4%, 黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.1%。11 月份焦炭、焦煤、铁矿石、螺纹钢和铜等价格均出现明显上行。

图11: 原油期货价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: PPI 预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、CPI 和 PPI 预测

11 月份 CPI 的下跌说明了物价仍然偏弱运行。物价出现普跌，食品和非食品价格同时下行。11 月食品的季节性下行，服务类价格在 11 月份下跌，能源价格走低，前期上行的商品价格也出现下行。这种居民生活各方面价格的普遍下行显示了下游终端消费的弱势。下游并不接受商品价格的上行，家用器具、交通工具、通讯工具的价格即使在前期上行也会回落。这种情况同样出现在服务类，涨价并不能持续。全年能源价格的走低也使得输入性通胀较弱。

12 月份 CPI 的翘尾因素-0.5%左右，季节性因素会使得 CPI 的环比实现正增长，但是疲软的需求使得价格的上行幅度偏弱，同比可能仍然负增长。

2024 年仍然是低物价年，食品的生产较为平稳，而需求的回升仍然是缓慢的，供给仍然超过需求。另一方面，房价-租金链条很难启动。全球经济增速表现温和，大宗商品价格的持续上行仍然较为困难。2024 年商品类价格小幅回升，服务价格继续上行，预计 CPI 可能在 0.9%左右。

PPI 的回升速度偏缓，原材料价格的上行仍然没有得到下游行业的认同。房地产产业链的疲软、出口的下行使得工业产能处于“过剩”状态。下游行业的疲软使得 PPI 的回升速度偏弱，PPI 上游的价格对下游的传导并不顺畅。

12 月份开始 PPI 的翘尾因素影响稍有减弱，PPI 回升需要环比逐步上行。而在房地产疲软的情况下，未来出厂价格可能更为波折，PPI 同比持续回升幅度偏弱。PPI 的持续回升需要房地产止跌和国内需求的好转。

我们预计 4 季度 PPI 增速为-2.7%，2023 年全年预计在-3.1%左右运行。PPI 转正时间推迟，可能在 2024 年 6 月份到来。

图表目录

图 1: CPI 和核心 CPI 同比 (%)	2
图 2: CPI 当月同比: 新涨价和翘尾因素 (%)	2
图 3: CPI 和核心 CPI 环比 (%)	3
图 4: CPI 环比 (%)	3
图 5: 11 月天气温暖带来蔬菜价格走低	3
图 6: CPI 衣着环比 (%)	3
图 7: PPI 同比和环比 (%)	4
图 8: PPI 翘尾和新涨价 (%)	4
图 9: PPI 生产资料环比和制造业 PMI 出厂价格 (%)	4
图 10: 对 PPI 同比拉动 (%)	4
图 11: 原油期货价格 (美元/桶)	5
图 12: PPI 预测 (%)	5

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn