

2023年11月物价点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

物价阶段性底部已现

事件：

12月9日，统计局公布11月物价数据：10月，CPI同比下降0.2%，预期降0.1%，前值持平；PPI同比下降2.6%，预期降2.6%，前值降2.5%。

CPI受新涨价因素拖累回落，与部分商品扰动有关，也或反映终端需求偏弱等

CPI同比回落、新涨价因素拖累明显，食品、非食品双双不及预期。11月，CPI同比降幅扩大0.3个百分点至-0.5%、低于市场预期的-0.1%，环比降幅扩大0.4个百分点至-0.5%，几乎全为新涨价因素拖累。分项中，食品环比降幅扩大0.1个百分点至-0.9%、降幅超季节性水平0.8个百分点；非食品环比由平转降至-0.4%、低于往年同期均值的0%。**新涨价因素不及预期，与暖冬下部分商品供给扰动有关，也一定程度反映终端需求修复相对偏慢。**供给扰动在食品端表现尤其明显，鲜菜、鸡蛋、水产品，降幅均超季节性、合计影响CPI下降0.13个百分点；生猪产能去化相对偏慢，也压制猪价的向上弹性。非食品中，原油链拖累交通通信项明显回落，文教娱等CPI服务分项超季节性回落、与核心CPI走平等交叉印证，或与终端修复偏弱等有关，后续还待进一步跟踪。

伴随供给扰动减弱等，年底CPI或有所回升、但相对偏弱、-0.1%左右。基数拖累边际已有所缓和、11月翘尾因素为0；同时，终端需求的逐步修复，或支撑部分商品涨价、尤其是低库存领域。但部分商品价格或仍有扰动，例如，12月初，22省市生猪均价14.8元/千克、较上月均值回落1个百分点（详情参见《经济“透视”，来自物价的视角》）。

PPI阶段性回落不改修复趋势，年底或仍处负值区间、-2.4%左右。原材料等生产资料拖累影响最大的阶段或已过去，伴随需求的边际修复，部分商品近月已释放涨价信号，生活资料价格或相对稳定。叠加基数影响等，中性情景下，PPI同比或向上修复，但斜率或相对较缓，年底PPI同比或达-2.4%左右。

常规跟踪：CPI回落，PPI降幅扩大、与原油链拖累、部分工业品需求偏弱等有关

CPI同比降幅扩大。11月，CPI同比降幅扩大0.3个百分点至-0.5%、环比降幅扩大0.4个百分点至-0.5%；核心CPI同比持平于0.6%。分项环比中，食品环比降幅扩大0.1个百分点至-0.9%，其中，鲜菜、猪肉、蛋类环比分别为-4.1%、-3%和-2.7%；非食品环比由平转负至-0.4%，其中，交通通信、文教娱等分项拖累明显。

PPI降幅扩大主因生产资料拖累，生活资料边际转弱。11月，PPI同比降幅扩大0.4个百分点至-3%、低于预期的-2.8%，环比由平转负至-0.3%。大类环比中，生产资料环比由正转负至-0.4%，采掘、原材料拖累明显，纷纷由正转负，加工环比降幅扩大；生活资料环比降幅扩大0.1个百分点至-0.2%，耐用消费品拖累明显、降幅扩大0.1个百分点。**分行业来看，原油链拖累、部分工业品需求偏弱下，部分上中游行业价格明显回落。**行业环比中，石油开采、非金属矿采、黑色矿采环比分别为-2.8%、-0.8%和-0.5%，拖累明显；设备制造、通信制造环比延续为负，纺织业、食品制造、纺织服饰等环比由正转负至-0.1%、-2.5%和-1.2%。

风险提示

猪价大幅反弹，疫情反复。

内容目录

1、物价阶段性底部已现.....	3
2、常规跟踪：CPI 回落，PPI 回落、缘于原油链拖累、部分工业品需求偏弱等.....	6
风险提示.....	7

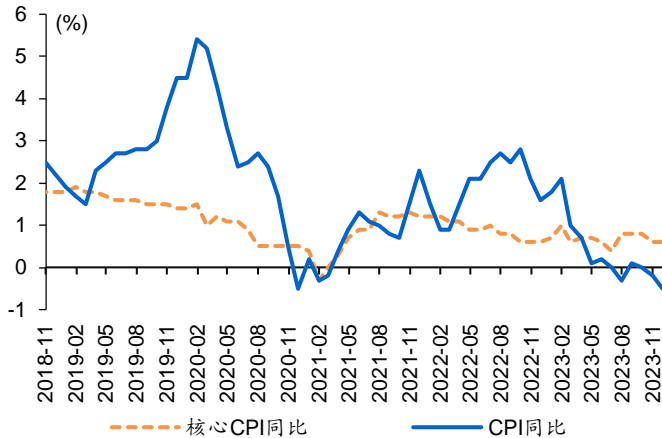
图表目录

图表 1： 11 月，CPI 同比回落至-0.5%.....	3
图表 2： 拆分来看，CPI 回落主因新涨价因素拖累.....	3
图表 3： 11 月，CPI 食品环比低于季节性.....	3
图表 4： 11 月，CPI 非食品环比低于季节性.....	3
图表 5： 高频数据中，鸡蛋价格略低于近年同期.....	4
图表 6： 食品端，猪价延续拖累.....	4
图表 7： 原油链拖累非食品表现.....	4
图表 8： 文教娱超季节性回落.....	4
图表 9： 高频数据显示，猪肉涨价或仍有压力.....	5
图表 10： 中性情境下，CPI 年底或回升至-0.1%左右.....	5
图表 11： 原材料等生产资料拖累最大的阶段或已过去.....	5
图表 12： 中性情境下，PPI 年底或回升至-2.4%.....	5
图表 13： 11 月，CPI 同比、环比双双回落.....	6
图表 14： 11 月，食品、非食品环比均有回落.....	6
图表 15： 食品环比中，鲜菜、猪肉等拖累明显.....	6
图表 16： 非食品环比中，交通通信、其他项拖累明显.....	6
图表 17： 11 月，PPI 同比降幅扩大至-3%.....	7
图表 18： 大类环比中，生产资料拖累明显.....	7
图表 19： 11 月，分行业 PPI 环比及其变化情况.....	7

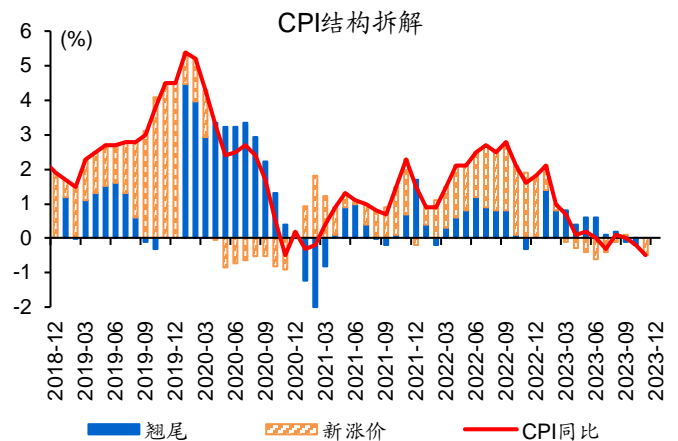
1、物价阶段性底部已现

CPI 同比回落、新涨价因素拖累明显，食品、非食品双双不及预期。11月，CPI 同比降幅扩大 0.3 个百分点至-0.5%、低于市场预期的-0.1%，环比降幅扩大 0.4 个百分点至-0.5%，几乎全为新涨价因素拖累。分项中，食品环比降幅扩大 0.1 个百分点至-0.9%、降幅超季节性水平 0.8 个百分点；非食品环比由平转降至-0.4%、低于往年同期均值的 0%。

图表1: 11月, CPI 同比回落至-0.5%



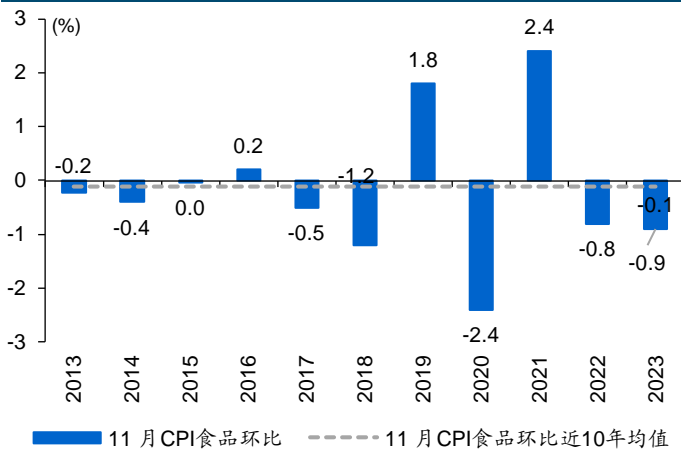
图表2: 拆分来看, CPI 回落主因新涨价因素拖累



来源: Wind、国金证券研究所

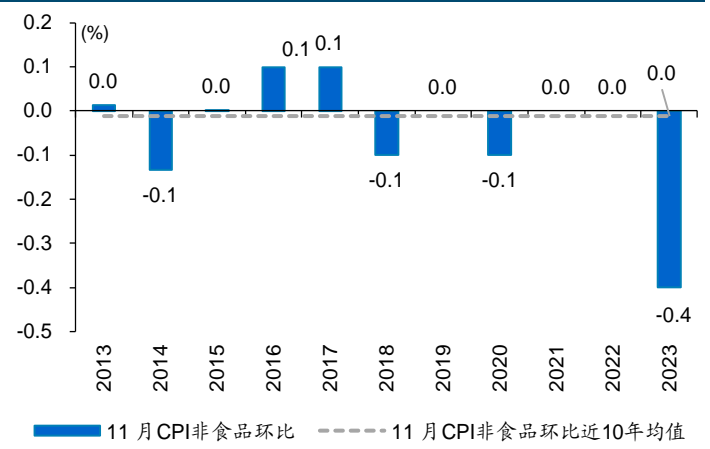
来源: Wind、国金证券研究所

图表3: 11月, CPI 食品环比低于季节性



来源: Wind、国金证券研究所

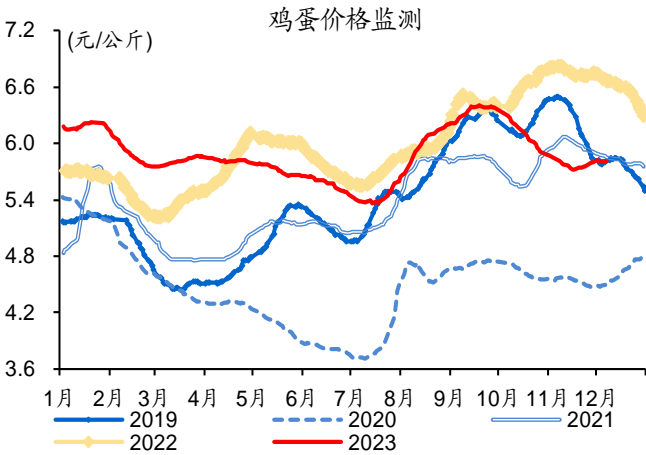
图表4: 11月, CPI 非食品环比低于季节性



来源: Wind、国金证券研究所

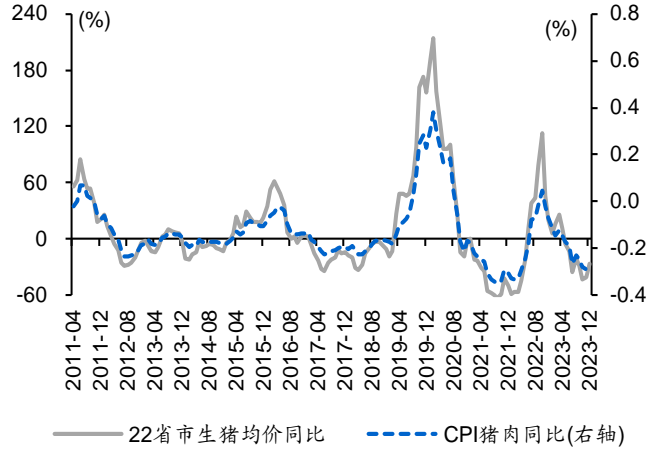
新涨价因素不及预期，与暖冬下部分商品供给扰动有关，也一定程度反映终端需求修复相对偏慢。供给扰动在食品端表现尤其明显，鲜菜、鸡蛋、水产品，降幅均超季节性、合计影响 CPI 下降 0.13 个百分点；生猪产能去化相对偏慢，也压制猪价的向上弹性。非食品中，原油链拖累交通通信项明显回落，文教娱等 CPI 服务分项超季节性回落、与核心 CPI 走平等交叉印证，或与终端修复偏弱等有关，后续还待进一步跟踪。

图表5: 高频数据中, 鸡蛋价格略低于近年同期



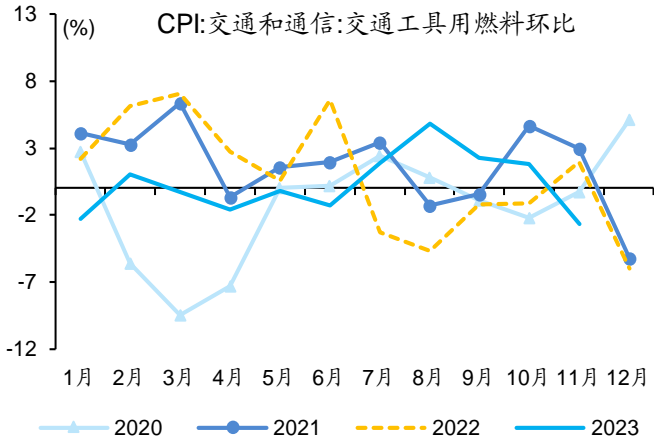
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 食品端, 猪价延续拖累



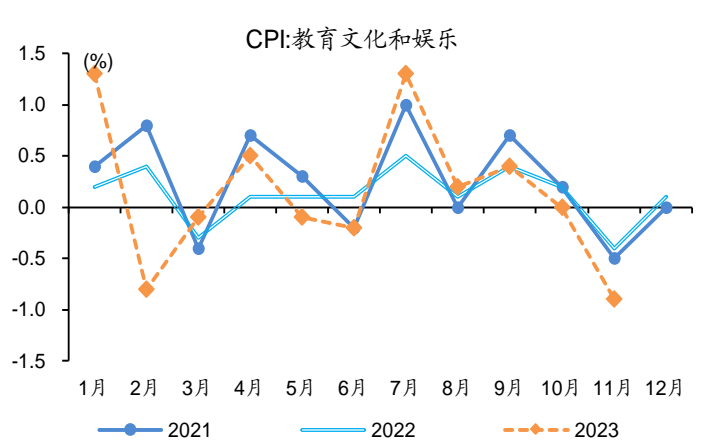
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 原油链拖累非食品表现



来源: Wind、国金证券研究所

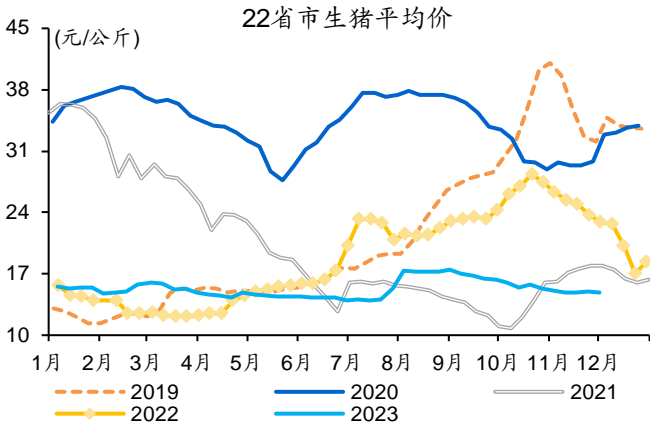
图表8: 文教娱超季节性回落



来源: Wind、国金证券研究所

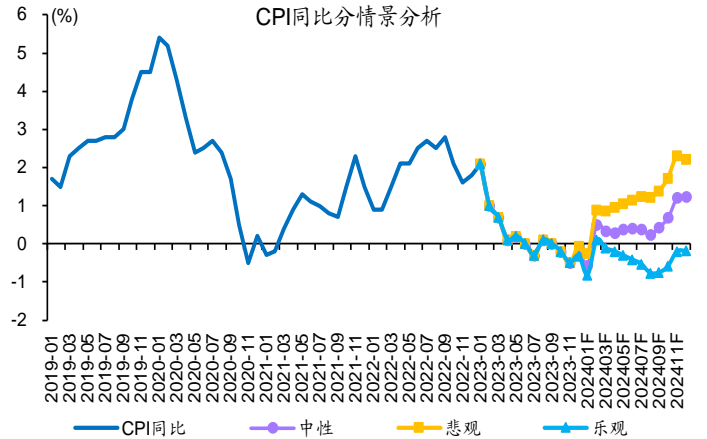
伴随供给扰动减弱等, 年底CPI 或有所回升、但相对偏弱、-0.1%左右。基数拖累边际已有所缓和、11月翘尾因素为0; 同时, 终端需求的逐步修复, 或支撑部分商品涨价、尤其是低库存领域。但部分商品价格或仍有扰动, 例如, 12月初, 22省市生猪均价14.8元/千克、较上月均值回落1个百分点(详情参见《经济“透视”, 来自物价的视角》)。

图表9: 高频数据显示, 猪肉涨价或仍有压力



来源: Wind、国金证券研究所

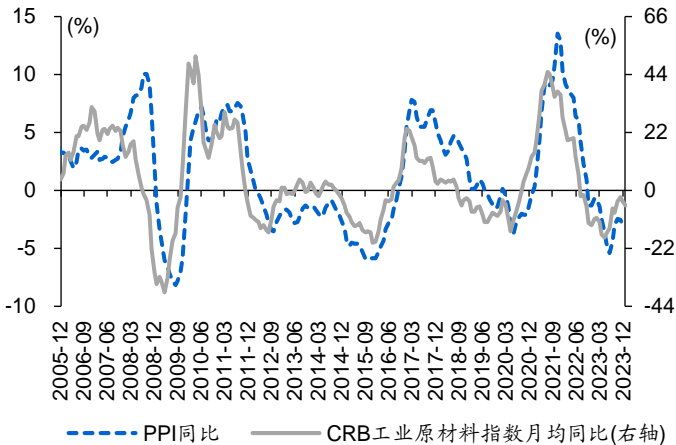
图表10: 中性情境下, CPI 年底或回升至-0.1%左右



来源: Wind、国金证券研究所

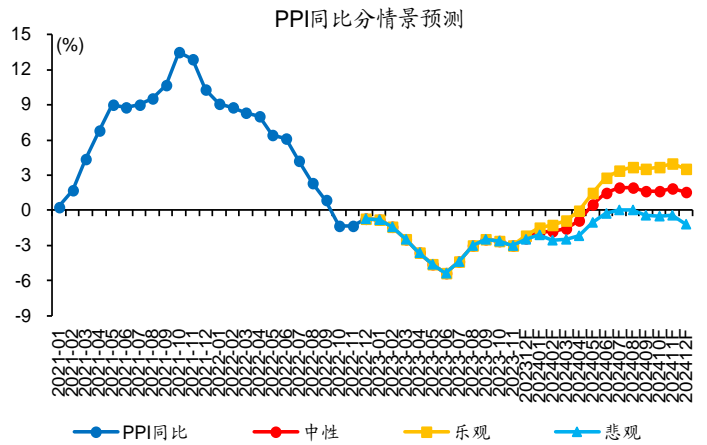
PPI 阶段性回落不改修复趋势, 年底或仍处负值区间、-2.4%左右。原材料等生产资料拖累影响最大的阶段或已过去, 伴随需求的边际修复, 部分商品近月已释放涨价信号, 生活资料价格或相对稳定。叠加基数影响等, 中性情景下, PPI 同比或向上修复, 但斜率或相对较缓, 年底 PPI 同比或达-2.4%左右。

图表11: 原材料等生产资料拖累最大的阶段或已过去



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 中性情境下, PPI 年底或回升至-2.4%

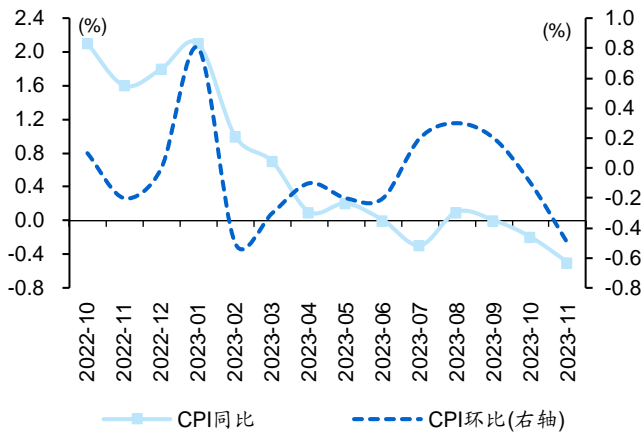


来源: Wind、国金证券研究所

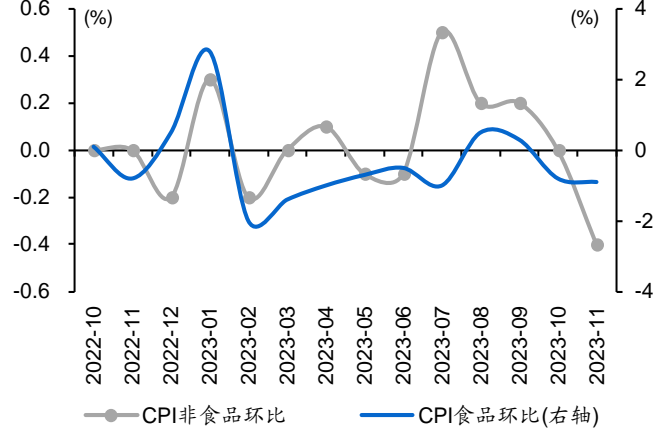
2、常规跟踪：CPI 回落，PPI 回落、缘于原油链拖累、部分工业品需求偏弱等

CPI 同比降幅扩大。11月，CPI 同比降幅扩大0.3个百分点至-0.5%、环比降幅扩大0.4个百分点至-0.5%；核心CPI 同比持平于0.6%。分项环比中，食品环比降幅扩大0.1个百分点至-0.9%，其中，鲜菜、猪肉、蛋类环比分别为-4.1%、-3%和-2.7%；非食品环比由平转负至-0.4%，其中，交通通信、文教娱等分项拖累明显。

图表13：11月，CPI 同比、环比双双回落



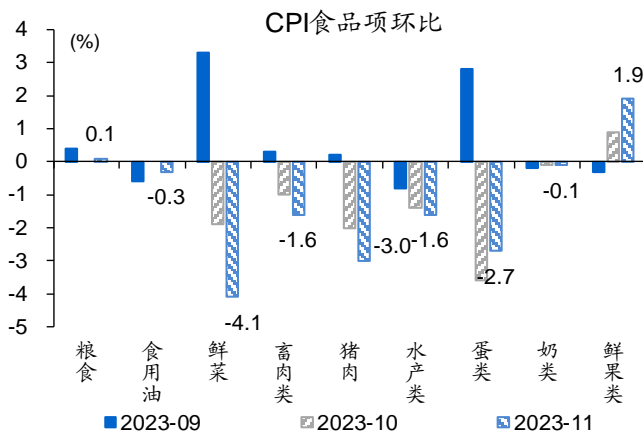
图表14：11月，食品、非食品环比均有回落



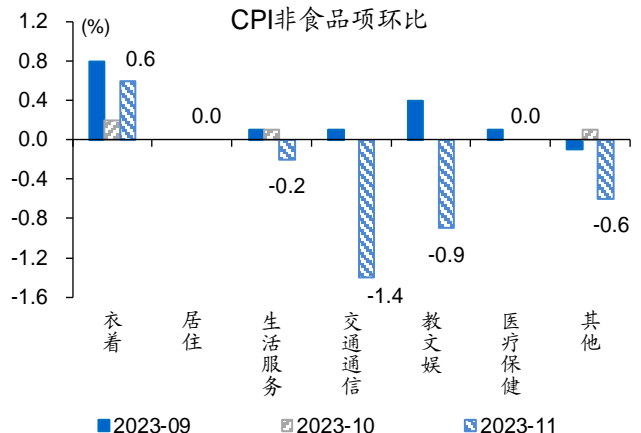
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表15：食品环比中，鲜菜、猪肉等拖累明显



图表16：非食品环比中，交通通信、其他项拖累明显

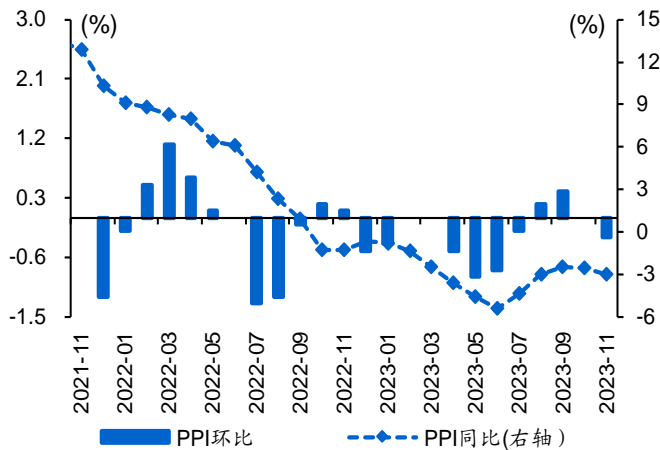


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

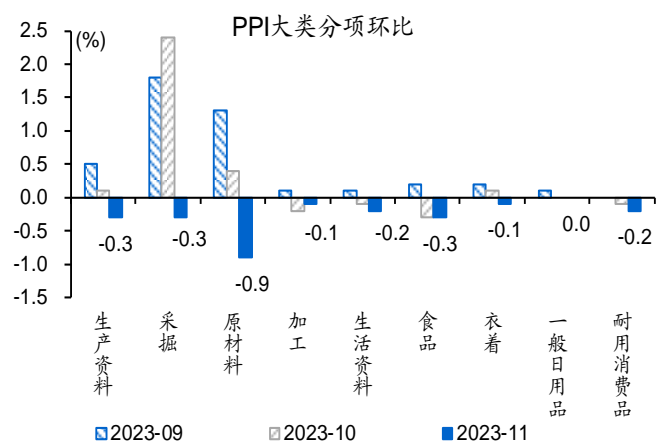
PPI 降幅扩大主因生产资料拖累，生活资料边际转弱。11月，PPI 同比降幅扩大0.4个百分点至-3%、低于预期的-2.8%，环比由平转负至-0.3%。大类环比中，生产资料环比由正转负至-0.4%，采掘、原材料拖累明显，纷纷由正转负，加工环比降幅扩大；生活资料环比降幅扩大0.1个百分点至-0.2%，耐用消费品拖累明显、降幅扩大0.1个百分点。

图表17: 11月, PPI同比降幅扩大至-3%



来源: Wind、国金证券研究所

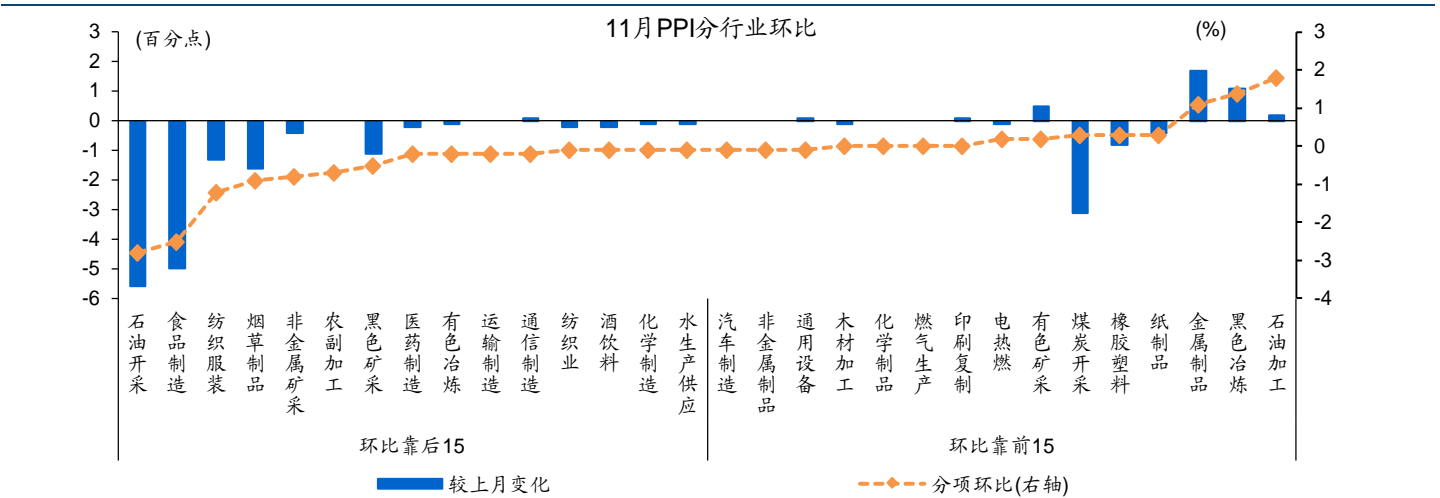
图表18: 大类环比中, 生产资料拖累明显



来源: Wind、国金证券研究所

分行业来看, 原油链拖累、部分工业品需求偏弱下, 部分上中游行业价格明显回落。行业环比中, 石油开采、非金属矿采、黑色矿采环比分别为-2.8%、-0.8%和-0.5%, 拖累明显; 设备制造、通信制造环比延续为负, 纺织业、食品制造、纺织服饰等环比由正转负至-0.1%、-2.5%和-1.2%。

图表19: 11月, 分行业PPI环比及其变化情况



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402