



猪、油共振走低，CPI继续探底

——11月通胀数据点评

点评

- CPI同比继续走低，主要受食品和能源拖累。同比来看**，2023年11月，虽然去年同期基数较低，但由于能源价格下行、天气偏暖使得农产品供过于求，CPI同比降幅扩大0.3个百分点至-0.5%，低于市场预期。其中，食品CPI同比降幅较上月扩大0.2个百分点至-4.2%，非食品价格同比涨幅收敛0.3个百分点至0.4%；**环比来看**，天气偏暖使得农产品供应充足、国际油价下行以及服务消费季节性回落，11月CPI环比降幅扩大0.4个百分点至-0.5%。其中，食品价格环比降幅扩大0.1个百分点至-0.9%，降幅超季节性水平（近十年同期平均水平）0.8个百分点，影响CPI下降约0.17个百分点，非食品价格环比由上月持平转为下降0.4%，影响CPI下降约0.29个百分点。11月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅与上月持平，保持温和上涨，环比由上月持平转为下降0.3%。
- 猪肉价格同比继续下行，鲜菜价格环比走低。同比来看**，2023年11月食品细项中除粮食、鲜菜、鲜果、卷烟类价格同比上升外，其余食品类价格同比均下降。其中，蛋类价格同比增速下降最多，其次是畜肉类，食用油和水产品等，鲜菜价格同比回升幅度最多，然后是鲜果。其中，畜肉类价格同比降幅扩大1.3个百分点至-19.2%，11月猪肉价格仍在低位运行，尽管去年同期基数走低，但猪肉价格同比降幅继续扩大1.7个百分点至-31.8%；受低基数的影响，鲜菜价格同比由下降3.8%转为上升0.6%；供应微增，需求微降，蛋类价格同比降幅继续扩大3.8个百分点至-8.8%。**环比来看**，天气因素导致部分农产品价格超季节性下行。除了粮食、鲜果和烟酒类价格环比上行之外，其余食品分项均环比下降。因11月份全国大部分地区平均气温较常年同期偏高，利于农产品生产储运，鲜菜、鸡蛋和水产品等鲜活食品价格分别下降4.1%、3.1%和1.6%，降幅均超季节性水平，合计影响CPI下降约0.13个百分点；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，下降3.0%，降幅扩大1个百分点；鲜果价格季节性上涨1.9%，涨幅较10月扩大1.0个百分点。供应过剩是今年以来猪价不断下跌的主要原因，11月24日，国家发展改革委明确将启动年内第三批中央猪肉储备收储工作，后续随着天气转冷以及节日消费需求，猪肉消费有望进入旺季，猪肉价格或逐步企稳回升，回升幅度或较为温和。之后，蔬菜的生产将逐步转入冬季模式，供应或将有所减少，运输成本上升，预计菜价将逐步季节性上行。**截至12月8日**，高频数据显示12月初猪肉平均批发价同比降幅收敛，7种重点监测水果、28种重点监测蔬菜价格同比涨幅收窄；28种重点监测蔬菜价格环比由降转涨，猪肉平均批发价环比降幅收敛，7种重点监测水果价格环比涨幅收敛。12月，猪肉、鲜菜价格在季节性因素下有望逐步企稳回升，预计食品CPI同比增速稳中有升。
- 能源价格是主要拖累，旅游价格季节性回落**。11月，非食品中消费品价格同比降幅扩大0.3个百分点至-1.4%，服务价格同比增速回落0.2个百分点至1.0%。其中，七大类价格同比五涨两降，衣着、生活用品及服务价格同比增速上升，居住、医疗保健价格同比增速持平，其余分项增速均不同程度回落。能源价格由上月上涨1.2%转为下降1.3%，交通工具用燃料价格同比由上升

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-55758502

邮箱：liuyanong@swsc.com.cn

相关研究

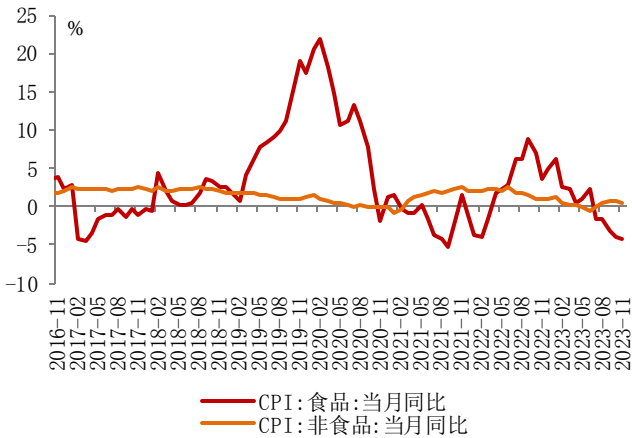
- 国际金价表现强势，海外扰动因素多（2023-12-08）
- 出、进口优势转换，机电产品表现较亮眼——11月贸易数据点评（2023-12-08）
- 央行重磅表态，美联储褐皮书发布（2023-12-03）
- 仍在荣枯线下，新动能需求支撑较好——11月PMI数据点评（2023-12-01）
- 云涌之时，风起之势——2024年宏观经济与政策展望（2023-11-26）
- 金融工作进入密集落地期，汇率波动引关注（2023-11-24）
- 聚金门共商中美新愿景，看海外数据表现分化（2023-11-19）
- 产需两端延续改善，投资仍待提振（2023-11-16）
- 政府债多发支撑数据，但居民企业贷款表现偏弱——10月社融数据点评（2023-11-14）
- 金融部门重磅发声，国际油价继续走低（2023-11-10）



1.8%转为下降2.9%，主要是因为国际油价下跌；出行减少，旅游价格同比涨幅缩小4.2个百分点至6.8%，其中飞机票价格由上月上涨5.1%转为下降0.5%，宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格涨幅分别回落至6.9%、6.8%和2.1%；库存去化叠加冬季服装需求增多，服装价格同比涨幅扩大0.2个百分点至1.4%。**七大类价格环比一涨两平四降**，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，影响CPI下降约0.10个百分点；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%；冬装新品上市，服装价格上涨0.6%；“双十一”促销下，家用器具价格环比由上涨1.1%转为下降1.1%，通信工具价格也环比下降1.8%。据国家发改委，从12月5日24时起，国内汽、柴油每吨分别下调55元和50元，成品油价格走低或继续形成拖累，预计非食品价格同比稳中趋降，但中期国际油价在经济回暖下价格中枢或有所好转。

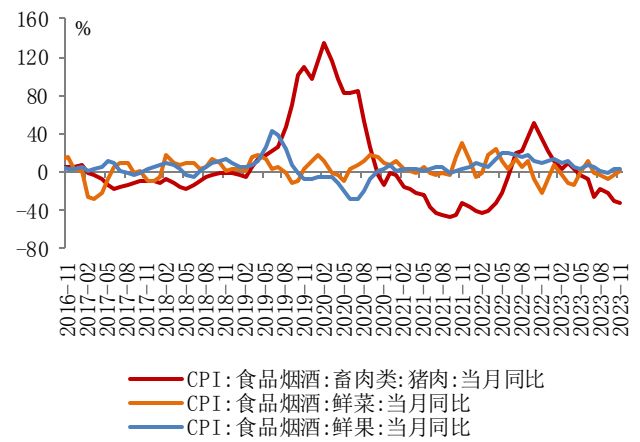
- **油价下行加之需求偏弱，PPI同比降幅扩大。**受国际油价回落、部分工业品市场需求偏弱等因素影响，2023年11月PPI同比降幅较10月扩大0.4个百分点至-3.0%，低于市场预期。其中，生产资料、生活资料价格同比降幅分别较上月扩大0.4、0.3个百分点至-3.4%、-1.2%。主要行业中，石油和天然气开采业价格由上月上涨1.7%转为下降3.3%；煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、石油煤炭及其他燃料加工业价格降幅在6.3%—15.8%之间，降幅均扩大；化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业价格降幅均收窄；装备制造业中，锂离子电池制造价格下降11.6%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降3.5%，汽车制造业价格下降1.6%；价格上涨的包括文教工美体育和娱乐用品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、医药制造业等。**环比来看**，11月PPI由上月持平转为下降0.3%。其中，生产资料价格由上月上涨0.1%转为下降0.3%，生活资料价格下降0.2%，降幅比上月扩大0.1个百分点。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下降，合计影响PPI环比下降约0.13个百分点，占总降幅的四成多；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%；重大项目建设稳步推进，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%；装备制造业中，锂离子电池制造、计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业均环比下降。从国际上看，美国、欧元区等发达经济体需求正在放缓，OPEC+虽然达成在明年一季度“自愿”减产的协议，但约束性有限，国际油价仍延续了下跌的态势，预计原油价格短期震荡偏弱，但中期随着经济回暖油价有望回升。从国内来看，四季度政策继续发力，有望支撑相关工业品价格，煤炭价格或延续季节性升高之势，加之基数走低，预计短期PPI同比稳中趋升，但国际油价大幅波动可能是扰动项。
- **CPI同比短期有望回升，PPI同比稳中趋升。**11月，CPI继续高于PPI，PPI下降更多，CPI-PPI剪刀差较10月扩大至2.5个百分点。CPI方面，在11月份0.5%的CPI同比降幅中，翘尾影响约为0，上月为-0.2个百分点；今年价格变动的新的影响约为-0.5个百分点，上月为0。天气逐渐转冷，猪肉、鲜菜价格将季节性上升，食品CPI有望企稳回升，但成品油价格走低或对非食品价格继续形成拖累，预计非食品价格稳中趋降。综合来看，CPI同比短期有望回升。PPI方面，在11月份3.0%的PPI同比降幅中，翘尾影响约为-0.5个百分点，上月为-0.4个百分点；今年价格变动的新的影响约为-2.5个百分点，上月为-2.2个百分点。国际油价短期或延续偏弱态势，政策有望支撑国内相关工业品价格，加之基数走低，预计PPI同比稳中趋升。
- **风险提示：**需求复苏不及预期、国际大宗商品价格波动超预期。

图 1：食品、非食品价格同比增速走低



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：食品类分项价格表现



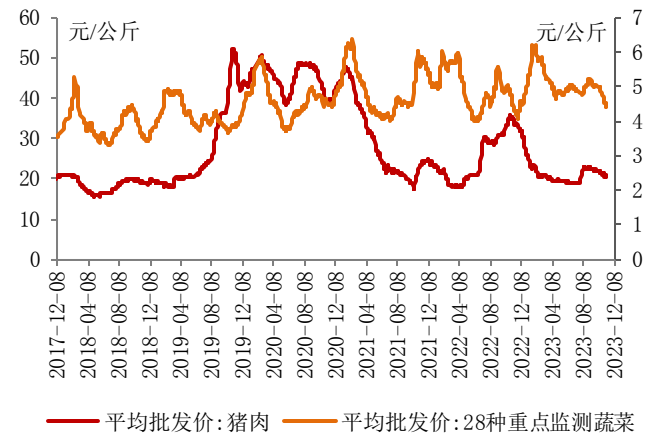
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：12 月农产品价格指数回升



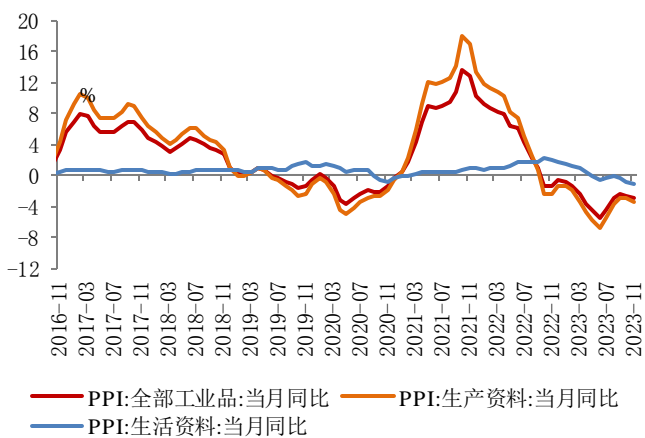
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：12 月初蔬菜价格回升、猪肉价格小幅下降



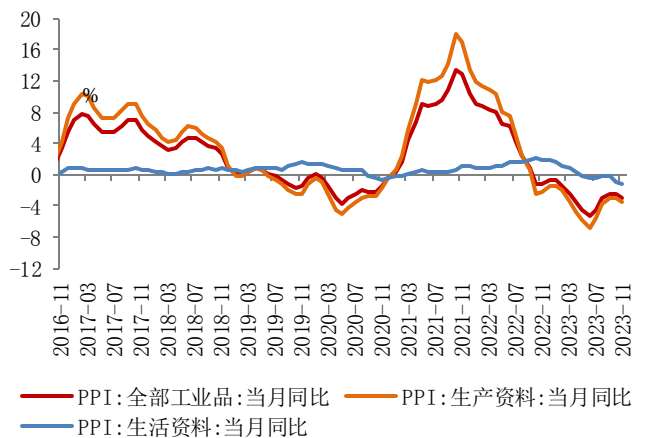
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：生产资料价格、生活资料价格降幅扩大



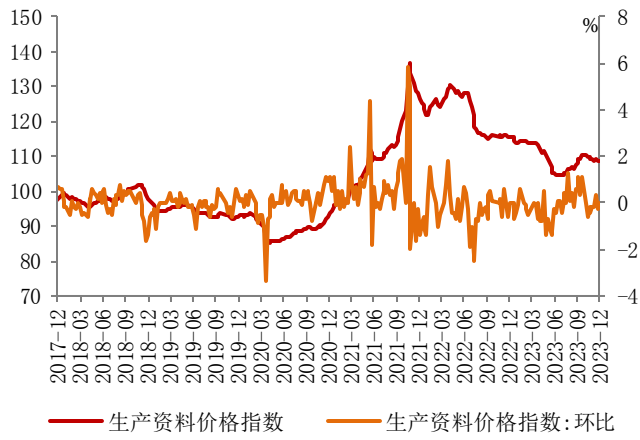
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：石油相关行业价格同比走势分化



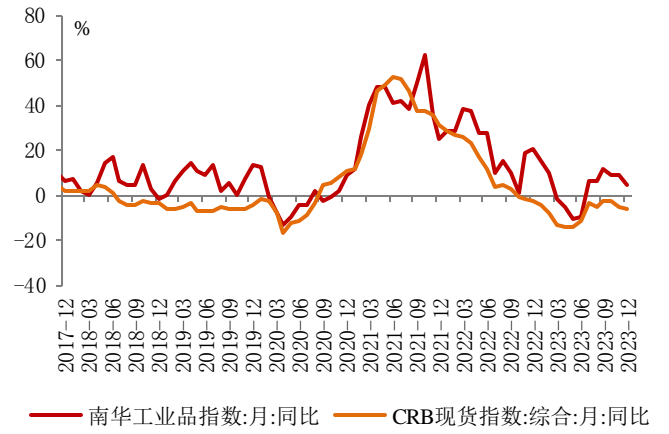
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：12 月初生产资料价格指数平稳



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：12 月初南华工业品指数同比走低



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
