

11月通胀点评

价格环比表现明显弱于季节性

11月通胀整体低于市场预期，我们认为内需疲弱是一个重要的原因，但从中期来看，基数效应仍将主导通胀趋势性上升；CPI方面，食品价格和能源价格波动是CPI走低的主要原因，但服务消费的季节性回落幅度较大，也是重要的影响因素；PPI方面，采掘业环比下降幅度较大，原材料业环比也出现明显下行；关注年底经济工作会议对2024年经济工作的定调，以及工业企业补库存趋势。

- 11月CPI环比下降0.5%，同比下降0.5%，核心CPI同比增长0.6%，服务价格同比增长1.0%，消费品价格同比下降1.4%。
- 从环比看，11月食品价格下降0.9%，降幅超季节性水平，0.8个百分点，影响CPI下降约0.17个百分点，非食品价格下降0.4%，影响CPI下降约0.29个百分点。环比下降主要是天气偏暖农产品供应充足、国际油价下行和出行等服务消费需求季节性回落影响。
- CPI同比增速上行的压力主要在于食品和能源波动。11月市场预期CPI同比增速与10月持平或小幅上升，但实际CPI同比增速表现较10月出现较为明显的下降，从分类看，主要受到食品价格和能源价格环比下行波动的拖累。但是从主要分类的环比表现看，11月CPI同比增速依然相对疲弱：食品环比下降0.9%，远低于2015年-2022年期间11月平均环比下降0.1%的表现，非食品环比下降0.4%低于历史平均水平0%，消费环比下降0.5%低于历史平均水平上升0.1%，服务环比下降0.4%低于历史平均水平0.2%；核心CPI同比增速虽然较10月持平，但环比下降0.3%也低于历史同期平均水平的下降0.1%。消费价格持续走弱可能带来三方面影响，一是此前市场预期CPI同比增速在7月触底，此后持续上升，在11月走弱后市场预期可能出现调整，二是表明内需复苏的斜率仍有继续放缓的可能，三是市场对2024年经济增长的预期更加依赖宏观政策。我们认为，CPI的低基数将在2024年2月-6月影响同比增速上行，因此中期来看，CPI同比增速上行趋势依然在，但不排除市场可能下调2024年CPI同比增速的高度。
- 11月PPI环比下降0.3%，同比下降3.0%，其中生产资料同比下降3.4%，生活资料同比下降1.2%。PPIRM同比下降4.0%。
- 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。从环比看，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环比下降，合计影响PPI环比下降约0.13个百分点，占总降幅的四成多。
- 2023年12月至2024年7月期间存在较低基数。PPI同比增速反弹受阻，已经连续两个月出现同比增速下降的情况，我们认为内需疲弱仍是导致价格较难走强的重要原因，但PPI同比增速上行的基础仍在，一是从基数的角度看，未来8个月时间内低基数仍将推动PPI同比增速上升，二是从经济数据看，国内生产端补库存的情况依然存在，三是以美国为代表的外需可能在未来一段时间内对我国生产端贡献正面影响，四是宏观政策托底投资，有助于周期品价格走强。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《12月政治局会议学习体会》20231209
 《中银量化多策略行业轮动周报 - 20231207》20231208
 《行业配置月报 23年12月》20231208

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

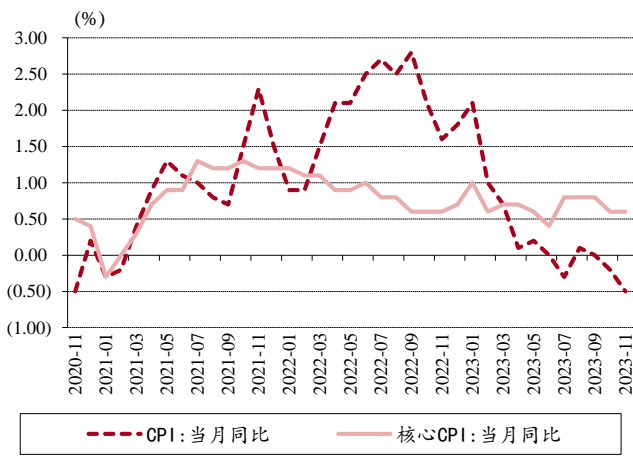
11月CPI同比增速继续下降，环比增速下降幅度有所加大。11月CPI环比下降0.5%，增速较10月下降0.4个百分点。从分项看，11月环比上涨的仅有衣着(0.6%)，环比下降的是交通通信(-1.4%)、教育文化娱乐(-0.9%)、食品烟酒(-0.6%)、其他用品和服务(-0.6%)和生活用品及服务(-0.2%)；11月分项中较10月环比增速上升的只有衣着，环比增速下降的是交通通信、教育文化娱乐、其他用品和服务、生活用品及服务、食品烟酒。11月CPI同比下降0.5%，较10月下降0.3个百分点，核心CPI同比增长0.6%，较10月持平，服务价格同比增长1.0%，较10月下降0.2个百分点，消费品价格同比下降1.4%，较10月下降0.3个百分点。从分项看，11月同比增速较高的是其他用品和服务(3.0%)、教育文化娱乐(1.8%)、衣着(1.3%)、医疗保健(1.3%)和居住(0.3%)，同比增速较10月上升的是衣着和生活用品及服务，较10月同比增速下降的是交通通信、其他用品和服务、教育文化娱乐和食品烟酒。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；今年价格变动的新影响约为-0.5个百分点，上月为0。

食品价格拖累通胀环比下降幅度有所加大。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降幅均超季节性水平，合计影响CPI下降约0.13个百分点。从环比看，11月食品价格下降0.9%，降幅超季节性水平(近十年同期平均水平，下同)0.8个百分点，影响CPI下降约0.17个百分点，其中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，鲜果价格季节性上涨；从同比看，食品价格下降4.2%，降幅略扩0.2个百分点，猪肉价格下降31.8%，降幅扩大1.7个百分点，鸡蛋、食用油、牛羊肉、禽肉类和水产品价格降幅，均有扩大，鲜菜价格由降转涨，鲜果价格涨幅扩大。

非食品中能源价格向下波动是拖累通胀表现的主要原因之一。从环比看，11月非食品价格下降0.4%，影响CPI下降约0.29个百分点；从同比看，非食品价格上涨0.4%，涨幅回落0.3个百分点。非食品中，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，影响CPI下降约0.10个百分点；旅游出行进入淡季，出行等服务消费需求季节性回落。

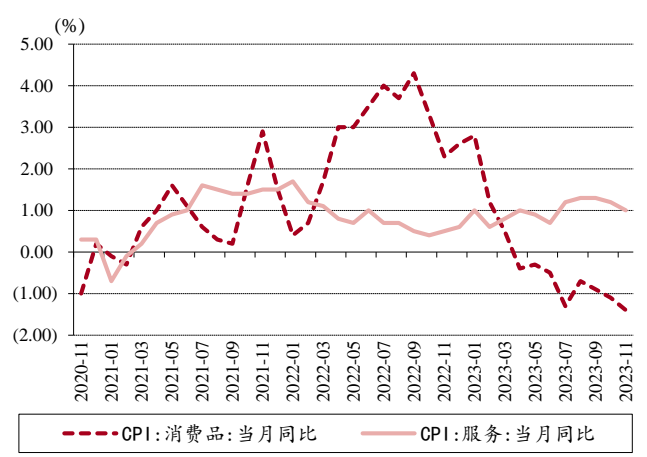
CPI同比增速上行的压力主要在于食品和能源波动。11月市场预期CPI同比增速与10月持平或小幅上升，但实际CPI同比增速表现较10月出现较为明显的下降，从分类看，主要受到食品价格和能源价格环比下行波动的拖累。但是从主要分类的环比表现看，11月CPI同比增速依然相对疲弱：食品环比下降0.9%，远低于2015年-2022年期间11月平均环比下降0.1%的表现，非食品环比下降0.4%低于历史平均水平0%，消费品环比下降0.5%低于历史平均水平上升0.1%，服务环比下降0.4%低于历史平均水平0.2%；核心CPI同比增速虽然较10月持平，但环比下降0.3%也低于历史同期平均水平的下降0.1%。消费价格持续走弱可能带来三方面影响，一是此前市场预期CPI同比增速在7月触底，此后持续上升，在11月走弱后市场预期可能出现调整，二是表明内需复苏的斜率仍有继续放缓的可能，三是市场对2024年经济增长的预期更加依赖宏观政策。我们认为，CPI的低基数将在2024年2月-6月影响同比增速上行，因此中期来看，CPI同比增速上行趋势依然在，但不排除市场可能下调2024年CPI同比增速的高度。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



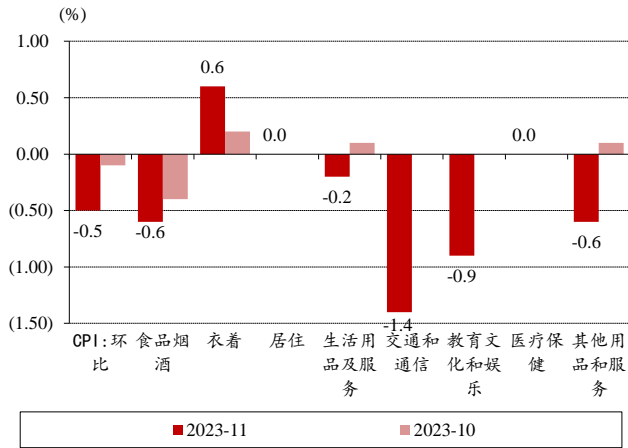
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



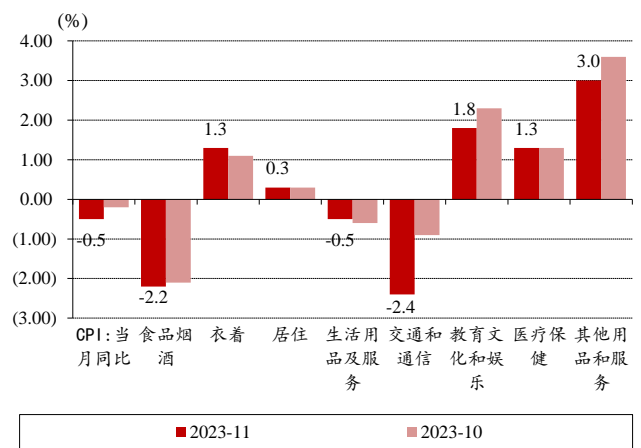
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



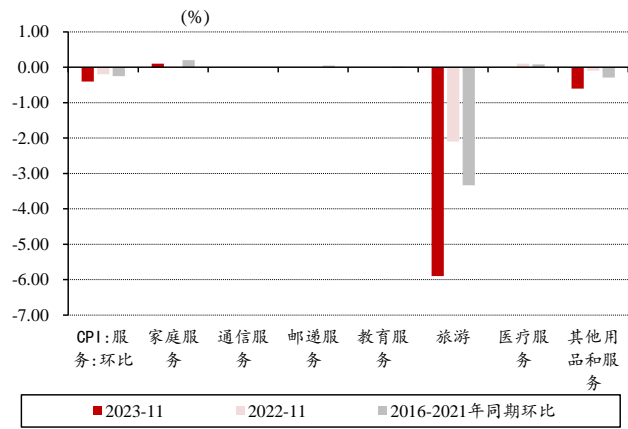
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



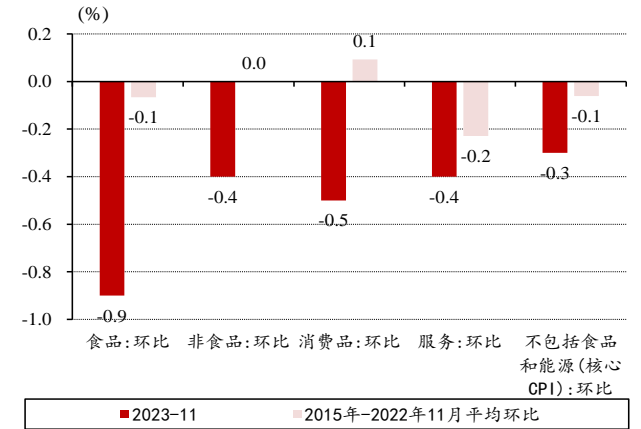
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 服务价格环比持续偏弱



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 11 月各分项较历史平均水平偏低



资料来源: 万得, 中银证券

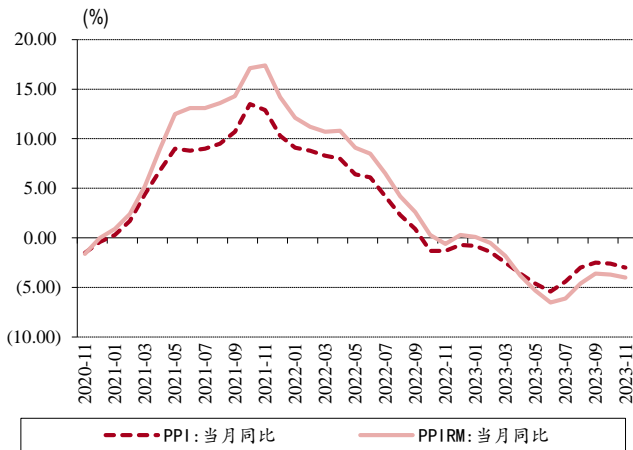
PPI

PPI 环比增速回落。11 月 PPI 环比下降 0.3%，其中生产资料环比下降 0.3%，生活资料环比下降 0.2%。11 月 PPI 同比下降 3.0%，较 10 月下降 0.4 个百分点，其中生产资料同比下降 3.4%，较 10 月下降 0.4 个百分点，生活资料同比下降 1.2%，较 10 月下降 0.3 个百分点。PIRM 同比下降 4.0%，较 10 月下降 0.3 个百分点，从构成来看，11 月同比增速以下降为主，同比增速下降较多的是建筑材料（-7.8%）、农副产品（-7.8%）、燃料动力类（-7.4%）、木材纸浆（-6.4%）和化工原料（-6.3%），同比增速较 10 月下降的是农副产品、有色金属、燃料动力、建筑材料和其他工业材料及半成品，增速较 10 月上升的则是黑色金属、木材纸浆和纺织原料。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；今年价格变动的新影响约为 -2.5 个百分点，上月为 -2.2 个百分点。

上游和中游生产资料价格环比增速走弱。11 月生产资料价格中，采掘业环比下降 0.3%，原材料业环比下降 0.9%，加工业环比下降 0.1%。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。从环比看，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环比下降，合计影响 PPI 环比下降约 0.13 个百分点，占总降幅的四成多；从同比看，主要行业中，石油和天然气开采业价格由涨转降，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均扩大。

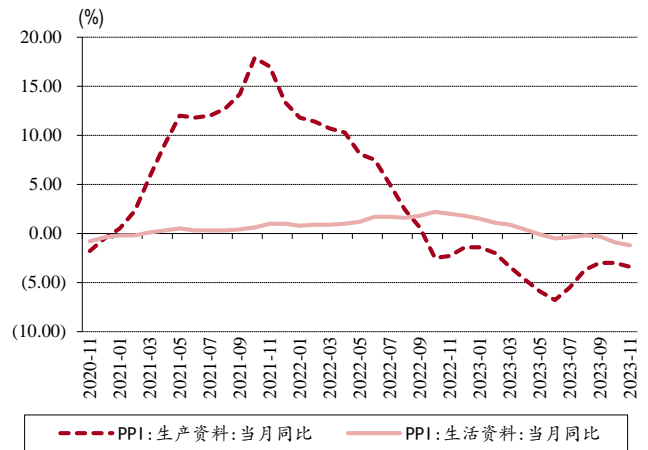
2023 年 12 月至 2024 年 7 月期间存在较低基数。PPI 同比增速反弹受阻，已经连续两个月出现同比增速下降的情况，我们认为内需疲弱仍是导致价格较难走强的重要原因，但 PPI 同比增速上行的基础仍在，一是从基数的角度看，未来 8 个月时间内低基数仍将推动 PPI 同比增速上升，二是从经济数据看，国内生产端补库存的情况依然存在，三是以美国为代表的外需可能在未来一段时间内对我国生产端贡献正面影响，四是宏观政策托底投资，有助于周期品价格走强。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



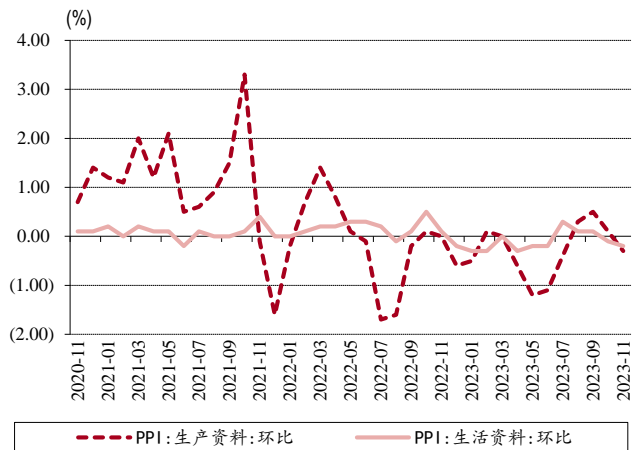
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



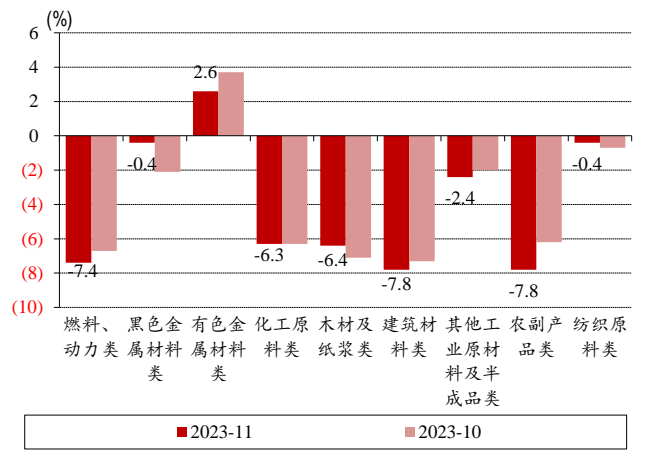
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



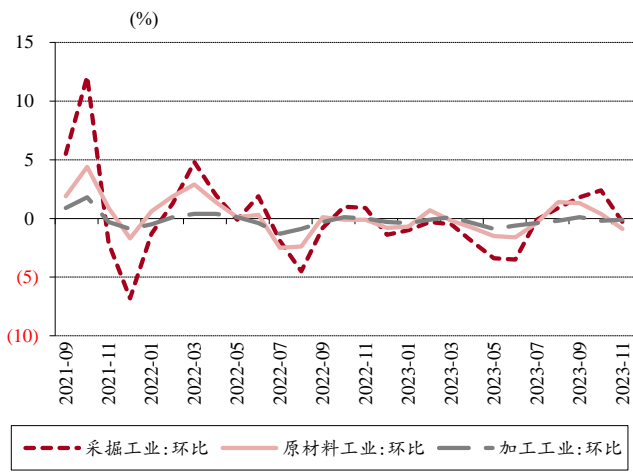
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



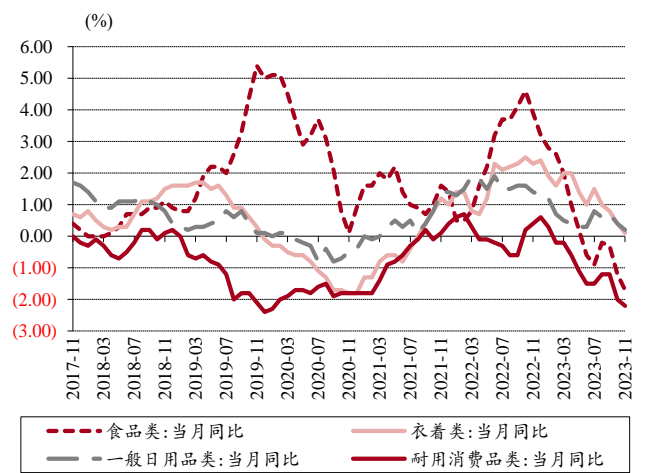
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格环比增速回落



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 生活资料价格同比一致下行



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371