

# 低通胀有利于增强政策一致性

## 11月通胀数据点评

通胀温和条件下货币政策自由度较高，有利于更好配合财政政策适度加力。

- **11月核心CPI回落。**核心通胀温和条件下，货币政策自由度较高。房租类CPI继续季节性回落，但同比保持0.1%的温和上涨，延续企稳态势，显示城镇住房供需可能处于较为平衡的状态。食品类和能源类价格双双拖累CPI同比涨幅。
- **食品类CPI同比降幅扩大，但食用农产品价格降幅收敛，或预示食品类CPI降幅也接近收敛。**截至12月初，农业部猪肉平均批发价趋近20元/公斤关口，这一方面是由于生猪及能繁母猪存栏仍处于近年来较高水平，对价格构成压力；另一方面也与粮食价格带动饲料价格回落有关。目前，生猪价格降幅已有收敛迹象，但在生猪存栏和粮食价格两方面因素影响下，预计反弹动力不强。
- **近期，国际油价震荡回落，美油一度跌破70美元/桶关口，能源价格转为带动CPI同比下降。**如我们在11月12日的高频数据报告《中债收益率曲线已较为平坦》中提到的，近两年来，地缘政治事件对国际油价产生上行冲击，叠加美、欧国家货币流动性过剩，国际油价存在超调风险，有适度回调的必要性。近两个月来，美国商业原油库存的反弹可能预示发达经济体整体的原油库存反弹，对油价形成压力。在油价下行趋势下，OPEC+减产的阻力也将增强，这又进一步加剧市场对OPEC+进一步减产效果的疑虑。但当前美油库存相对于年内高点仍然差距明显，市场可能对原油供给过剩的假设反应过度。
- **12月8日中央政治局会议要求“要增强宏观政策取向一致性”。**低通胀环境对于货币政策构成约束较小，有利于货币政策更好的配合财政政策适度加力。我们维持前月通胀数据点评的观点，年底央行可能使用适当的流动性支持工具，既为增发国债创造有利条件，又为明年经济增长早做准备，包括降准也在可选择的政策工具范畴内。
- **风险提示：**国内外实体经济出现超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级等。

### 相关研究报告

《房贷利率弹性增加》20230108  
 《美债与美国自然利率》20230402  
 《美国就业市场降温、核心通胀可能放缓》20230409  
 《通胀温和或有利于银行修复息差——3月通胀数据点评》20230411  
 《产出修复理想，内需尚有空间——1季度经济数据点评》20230419  
 《债务上限之争重来》20230430  
 《加息已到尾声，危机尚未蔓延》20230504  
 《“可控收缩”是基准情景》20230507  
 《信贷扩张可能迎来拐点》20230514  
 《加息尾声的美元反弹》20230521  
 《美债准备迎接流动性冲击》20230528  
 《国内降息预期转强》20230611  
 《降息之后看社融》20230618  
 《地产政策引发热议》20230625  
 《汇率或处于超调状态》20230702  
 《美国经济“虚火”难降》20230709  
 《利率拐点与货币增速剪刀差》20230716  
 《经济韧性与通胀回落并不矛盾》20230729  
 《关注货币活性下降》20230813  
 《再看M1与利率拐点的关系》20230818  
 《美债遭遇财政货币双重冲击》20230820  
 《能源价格带动CPI回升》20230910  
 《财政视角下的美债利率》20230924  
 《预算之争与美债利率》20231007  
 《总量相对强劲、财政仍有空间——9月金融数据点评》20231015  
 《美债利率上行遇阻》20231029  
 《如何看待美债利率回落》20231105  
 《食品价格降幅扩大、能源价格保持振荡——10月通胀数据点评》20231109  
 《中债收益率曲线已较为平坦》20231112  
 《如何看待美债长期利率触顶》20231122  
 《利差收窄与汇率反弹》20231126

中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354  
 chengzhe.xiao@bocichina.com  
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang\_bj@bocichina.com  
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

## 事件:

国家统计局12月9日发布2023年11月通胀数据。全国居民消费价格指数CPI同比降0.5%，其中，食品价格下降4.2%，非食品价格上涨0.4%；消费品价格下降1.4%，服务价格上涨1.0%。1—11月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.3%。CPI环比下降0.5%，其中，食品价格下降0.9%，非食品价格下降0.4%；消费品价格下降0.5%，服务价格下降0.4%。全国工业生产者出厂价格指数PPI同比降3.0%，环比降0.3%；工业生产者购进价格同比降4.0%，环比降0.3%。1—11月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降3.1%，工业生产者购进价格下降3.6%。

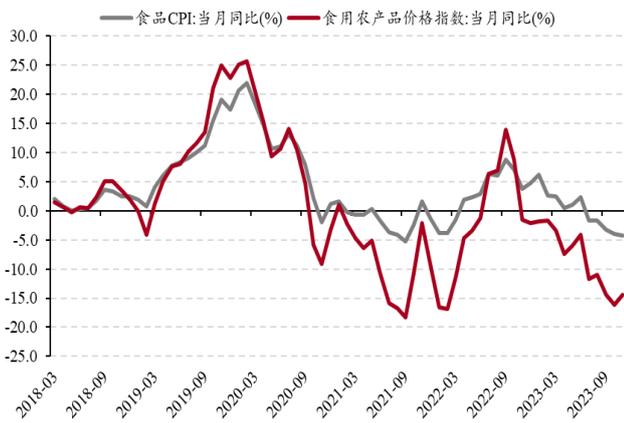
## 点评:

11月CPI三大主要成分均表现温和，助力CPI回落。从三分法的角度看，在核心、食品和能源等CPI三大组成部分中，核心CPI同比涨幅与前月基本持平、食品类CPI同比降幅小幅扩大、能源价格则转为同比下降。

### 1、食品价格降幅扩大

11月食品CPI同比降幅小幅扩大至4.2%。11月各周，食用农产品价格指数平均同比降14.4%，较前月降幅有所收敛，或预示食品类CPI降幅也接近收敛。但食品类商品供给充足，仍抑制价格上涨。

图表 1. 食品类价格降幅扩大



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 猪肉价格同比降幅收敛



资料来源: Wind, 中银证券

截至12月初，农业部猪肉平均批发价趋近20元/公斤关口，但其同比降幅有所收敛。猪肉价格低位徘徊，一方面是由于生猪及能繁母猪存栏仍处于近年来较高水平，对价格构成压力。另一方面也与玉米等粮食价格带动饲料价格回落有关。目前，生猪价格降幅已有收敛迹象，但在生猪存栏和粮食价格两方面因素的影响下，预计反弹动力不强。

图表 3. 生猪存栏仍在较高水平



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 4. 玉米价格回落助力肉价保持低位

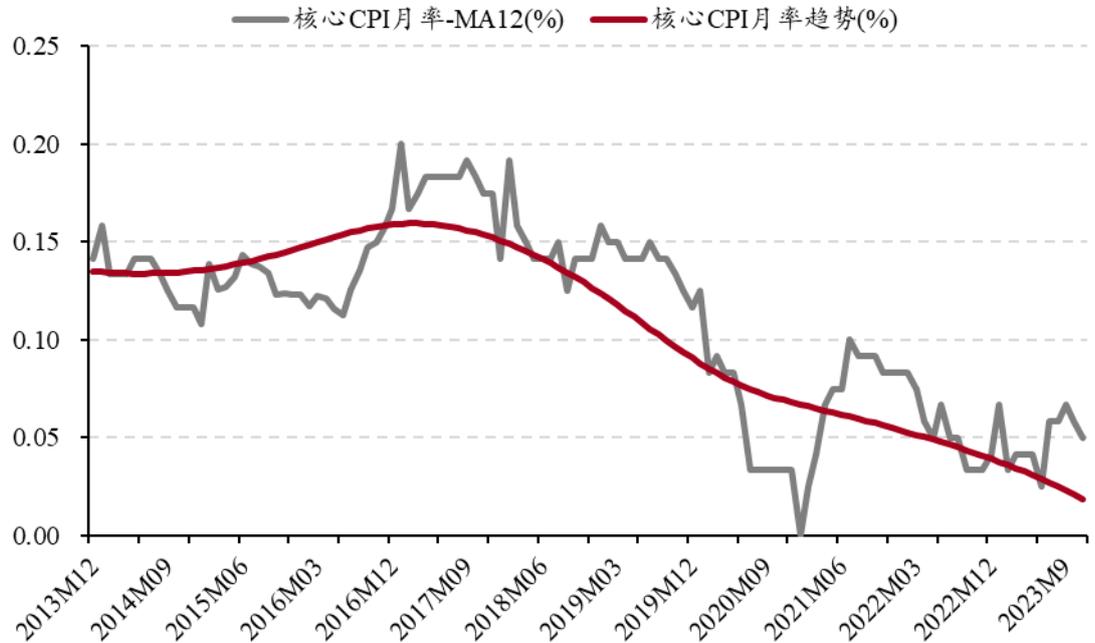


资料来源: iFinD, 中银证券

## 2、核心 CPI 趋势温和下行

11 月核心 CPI 同比涨 0.6%，涨幅与前月基本持平；环比降 0.3%，略低于近年来 11 月核心通胀的季节性表现。PPI 降幅扩大，带动非食品 CPI 涨幅整体下行。核心通胀月率在 7 月跳涨后并未延续上涨势头，趋势上温和下行，有利于货币政策保持较高的自由度。

图表 5. 核心通胀指标保持温和



资料来源：iFinD，中银证券。核心 CPI 趋势使用 HP 滤波方法得到。

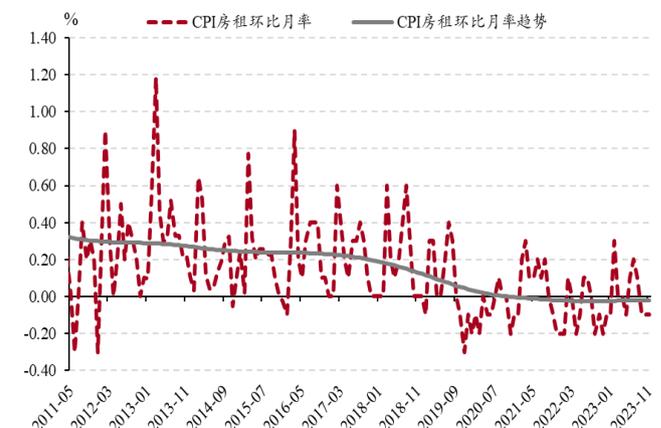
房租类 CPI 继续季节性回落，但同比保持 0.1% 的温和上涨，延续企稳态势。在连续 18 个月同比下降后，房租类 CPI 在 10 月和 11 月均同比上涨 0.1%。房租类 CPI 涨幅温和，显示城镇住房供需可能处于较为平衡的状态。

图表 6. PPI 和非食品 CPI 涨幅



资料来源：iFinD，中银证券

图表 7. 房租类 CPI 趋势企稳

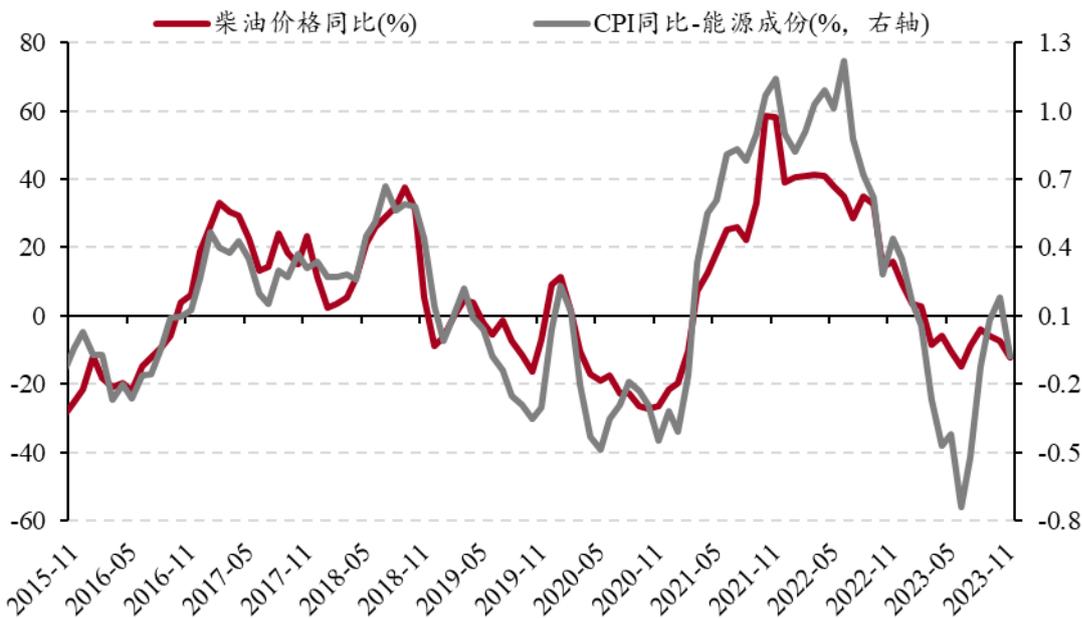


资料来源：iFinD，中银证券。趋势项使用 HP 滤波方法得到。

## 3、能源价格转为拖累 CPI 同比下降

如我们在前月的通胀点评报告《食品价格降幅扩大、能源价格保持振荡》(20231109)中提到，10 月尽管能源价格带动 CPI 同比上涨，但国内柴油价格已同比下降，回落将会传导至消费端。11 月 CPI 中的能源价格转为带动 CPI 同比下降约 0.08 个百分点。

图表 8. 能源价格对 CPI 同比涨幅转为负影响



资料来源: iFinD, 中银证券

近期, 国际油价震荡回落, 美国 WTI 原油期货价一度跌破 70 美元/桶关口。如我们在 11 月 12 日的高频数据报告《中债收益率曲线已较为平坦》中提到的, 近两年来, 地缘政治事件对国际油价产生上行冲击, 叠加美欧国家货币流动性过剩, 国际油价存在超调风险, 有适度回调的必要性。近两个月来, 美国商业原油库存反弹可能预示发达经济体整体的原油库存反弹, 对油价形成压力。在油价下行趋势下, OPEC+ 减产的阻力也将增强, 这又进一步加剧市场对 OPEC+ 进一步减产效果的疑虑。但当前美油库存相对于年内高点仍然差距明显, 市场可能对原油供给过剩的假设反应过度。

图表 9. 国际油价震荡回落



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 10. 发达经济体原油库存可能反弹



资料来源: iFinD, 中银证券

12 月 8 日中央政治局会议要求“要增强宏观政策取向一致性”。低通胀环境对于货币政策构成约束较小, 有利于货币政策更好的配合财政政策适度加力。我们维持前月通胀数据点评中的观点, 年底央行可能使用适当的流动性支持工具, 既为增发国债创造有利条件, 又为明年经济增长早做准备, 包括降准也在可选择的政策工具范畴内。

风险提示: 国内外实体经济出现超预期变化; 国内政策超预期收紧; 国际地缘政治紧张局势升级等。

## 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