

## 11月物价数据继续下行，通缩风险不大但低通胀现象值得重视

——2023年11月物价数据点评

王青 李晓峰 冯琳

**事件：**根据国家统计局公布的数据，2023年11月，CPI同比为-0.5%，降幅较上月扩大0.3个百分点；PPI同比下降3.0%，降幅较上月扩大0.4个百分点。

**基本观点：**11月CPI环比、同比均有所回落，不及市场普遍预期，主要原因是食品价格下行偏快，以及国际原油价格下跌影响较大；当月核心CPI同比保持稳定正增长，意味着当前并未形成通缩格局，但低通胀现象值得重视，后期促消费政策空间很大。11月PPI环比转跌、同比跌幅加深，主要与原油等大宗商品的国际市场价格波动向国内传导有关，同时也因国内投资和消费需求不足，工业品和消费品出厂价格上涨动力偏弱。

展望未来，尽管12月CPI同比转正难度较大，但伴随“猪周期”逐步走出底部，居民消费进一步修复，2024年CPI同比中枢有望从今年0.4%的低位，逐步回升至1.3%左右，通缩风险会进一步弱化。预计2024年宏观调控将进一步重视促消费，推动“形成消费和投资相互促进的良性循环”。我们预计，12月PPI环比或仍将小幅下跌，但当月翘尾因素会有明显回升，这将拉动PPI同比跌幅收窄至-2.8%左右。

具体来看：

一、11月CPI环比、同比均有所回落，不及市场普遍预期，主要原因是食品价格下行偏快，以及国际原油价格下跌影响，当月核心CPI同比保持稳定正增长，意味着当前并未形成通缩格局，但低通胀现象值得重视。

11月CPI环比下降0.5%，明显弱于季节性走势。这导致尽管上年同期增速基数下行，但11月CPI同比仍然下降0.5%，降幅比上月扩大0.3个百分点。11月物价数据偏弱，主要原因有三个：首先，受当月天气偏暖等因素影响，部分食品价格环比下行较快，其中鲜菜、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。尽管去年同期鲜菜价格基数大幅下沉，推动今年11月蔬菜价格同比由负转正，但鸡蛋、水产品价格同比降幅都有所扩大。猪肉价格方面，受出栏增加、需求偏弱影响，11月猪肉价格环比再降3.0%，同比降幅也扩大到了-31.8%。由此，11月食品价格环比下降0.9%，降幅远超季节性，同比降幅从上月的-4.0%扩大到-4.2%。

其次，11月地缘政治事件对国际原油价格的刺激效应进一步消退，国际原油价格连续两个月环比下跌，而且11月跌幅扩大。这推动国内成品油价格连续下调，其中国内汽油价格下降2.8%，为今年以来最大降幅，CPI中的能源价格同比从上月的上涨1.2%转为11月的下跌1.3%，对整体CPI走势影响很大。最后，11月是服务消费淡季，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%，服务价格同比涨幅也回落0.2个百分点，降至0.1%。需要指出的是，由于近期厂家促销力度加大，以汽车为主的交通工具CPI环比下降0.3%，同比降幅扩大到5.0%，创2002年10月以来最大降幅。

不过，11月剔除波动较大的食品和能源价格、更能体现基本物价水平的核心CPI同比为0.6%，涨幅与上月持平，而且今年以来一直保持在0.4%以上的增长区间。这意味着尽管整体CPI同比已连续两个月处于负增长状态，而且加上7月，今年以来CPI同比出现3次负增长，但尚不能说当前国内已形成通缩格局，“低通胀”表述更为准确。事实上，下半年以来CPI多次出现同比负增长，一个重要原因是“猪周期”处于价格探底阶段。可以看到，7月以来猪肉同比跌幅介于17.9-31.8%之间，对CPI影响较大。另外，今年以来国际原油价格整体上出现大幅下跌，加之上年同期价格基数偏高，也对国内PPI、CPI走势都产生了明显的下拉作用。考虑到当前经济处于复苏向上阶段，广义货币供应量(M2)一直处于两位数较快增长水平，当前确实不存在物价持续通缩的基础。

展望未来，尽管12月CPI同比恢复正增长的难度较大，但伴随“猪周期”逐步走出底部，居民消费进一步修复，2024年CPI同比中枢有望从今年0.4%的低位，逐步回升至1.3%左右，通缩风险会进一步弱化。不过，当前及未来一段时间，低通胀都将是一个不争的事实，背后的消费需求相对偏弱问题尤其值得重视。这意味着下一步在稳增长过程中，促消费的空间很大。

12月8日中央政治局会议首次提出，“要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”。国内需求包括消费和投资。以往强调扩大内需，主要从扩投资角度入手，各部门政策经验比较丰富，但促消费方面的力度往往相对偏弱。事实上，消费和投资是相互促进的，居民消费扩张会直接刺激生产，促进投资，尤其是促进民间投资。从这个角度看，本次会议强调“形成消费和投资相互促进的良性循环”，或意味着宏观调控思路正在发生变化。具体而言，在2024年稳增长政策发力过程中，各部门对促消费将更为重视，特别是财政投入有可能加大，这包括各地更大规模发放消费券和消费补贴等。这在短期内能够推动经济增速向潜在增长水平靠拢，畅通国民经济大循环，长期来看则有助于引导经济增长方式从投资依赖向消费驱动转换，夯实经济高质量发展基础。

**二、11月PPI环比转跌、同比跌幅加深，主要与原油等大宗商品的国际市场价格波动向国内传导有关，同时也因国内投资和消费需求不足，导致工业品和消费品出厂价格上涨动力不足。**

11月PPI环比下降0.3%，跌幅较上月扩大0.3个百分点，时隔三个月后重回跌势。在PPI环比下跌造成新涨价动能减弱的同时，当月PPI翘尾因素也略有下降，从上月的-0.4%降至-0.5%，共同下拉11月PPI同比跌幅较上月扩大0.4个百分点至-3.0%，表现弱于预期。截至今年11月，本轮PPI通缩仍处于磨底阶段，PPI同比已连续14个月负增。1-11月累计，PPI同比下跌3.1%（前值3.1%），大幅低于去年同期的上涨4.6%。

11月PPI环比转跌，主因进入11月以来，由于巴以冲突对国际油价的刺激效应进一步减弱，加之当前正值原油消费淡季，需求前景暗淡带动国际油价明显下行，国内成品油价格随之下调。同时，其他能源和工业品价格有涨有跌，整体上涨动力较弱，不足以抵消原油及其相关产品价格下跌对PPI的下拉作用。其中，尽管需求旺季带动焦煤价格上涨，但因煤炭保供力度加大，11月无烟煤价格跌幅扩大，动力煤价格在下旬也开始转跌；而受宽财政政策发力提振需求预期改善，以及成本端铁矿石价格上涨带动，11月钢材价格有所回升，涨势领跑黑色系产品。其他主要工业品中，11月有色金属价格涨跌互现，铜价上涨、铝价偏弱震荡；非金属制品中，水泥价格上涨，玻璃价格下跌。整体上看，以增发国债为代表的宽财政政策提振基建投资预期，对国内工业品价格有一定拉动，但主要受房地产投资依然低迷拖累，国内工业品价格总体涨势偏弱。

分大类看，11月生产资料PPI环比下跌0.3%，而上月为上涨0.1%，同比跌幅从上月的-3.0%扩大至-3.4%。其中，采掘和原材料工业PPI均环比转跌，且同比跌幅较大幅度走阔，对当月PPI整体表现拖累明显；加工工业PPI环比跌幅则较上月小幅收敛，但同比跌幅略有加深。生活资料价格方面，11月生活资料PPI环比下跌0.2%，跌幅较上月小幅扩大0.1个百分点，从分项看，主要受衣着价格环比转跌以及耐用消费品价格跌幅加深影响。11月生活资料PPI同比下跌1.2%，跌幅也较上月扩大0.3个百分点，当月各分项价格同比表现均不同程度走弱，其中，食品和耐用消费品价格同比跌幅扩大。我们认为，11月生活资料价格跌势加快，一方面受食用农产品等上游原材料价格下行影响，但核心原因在于当前消费需求修复仍然偏弱，这也与当月核心CPI同比涨幅徘徊在0.6%的偏低水平相印证。

整体上看，11月PPI环比转跌、同比跌幅扩大，主要与原油等大宗商品的国际市场价格波动向国内传导有关，同时也因国内投资和消费需求不足，导致工业品和消费品出厂价格上涨动力偏弱。我们判断，后期PPI走势将主要取决于需求端。其中，本轮逆周期调节在提振经济复苏动能方面的具体效果，特别是房地产市场能否企稳回暖是关键因素。同时，原油等国际大宗商品价格走势对国内PPI的影响也存在不确定性。从近期情况来看，受供需两端逆风影响，12月以来原油价格已跌破80美元/桶，短期内国际油价可能会对国内PPI产生更为明显的下行影响。我们预计，12月PPI环比或仍将小幅下跌，但当月翘尾因素会有明显回升，这将拉动PPI同比跌幅收窄至-2.8%左右。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。