

### 核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执证编号: S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话: 86-10-56511920

崔紫涵  
研究助理  
cuizihan@sczq.com.cn  
电话: 86-10-81152670

#### 相关研究

- 11 月 PMI 数据点评：复苏虽放缓，预期在好转
- 宏观经济周报：理解近期资本市场的四个线索
- 宏观经济周报：政策有松动，股市等反弹

事件：12 月 9 日，国家统计局公布 11 月份物价数据，数据显示：11 月 CPI 同比录得-0.5%，预期值-0.1%，前值-0.2%，环比录得-0.5%，前值-0.1%。11 月 PPI 同比录得-3.0%，预期值-2.8%，前值-2.6%，环比-0.3%，前值 0.0%。

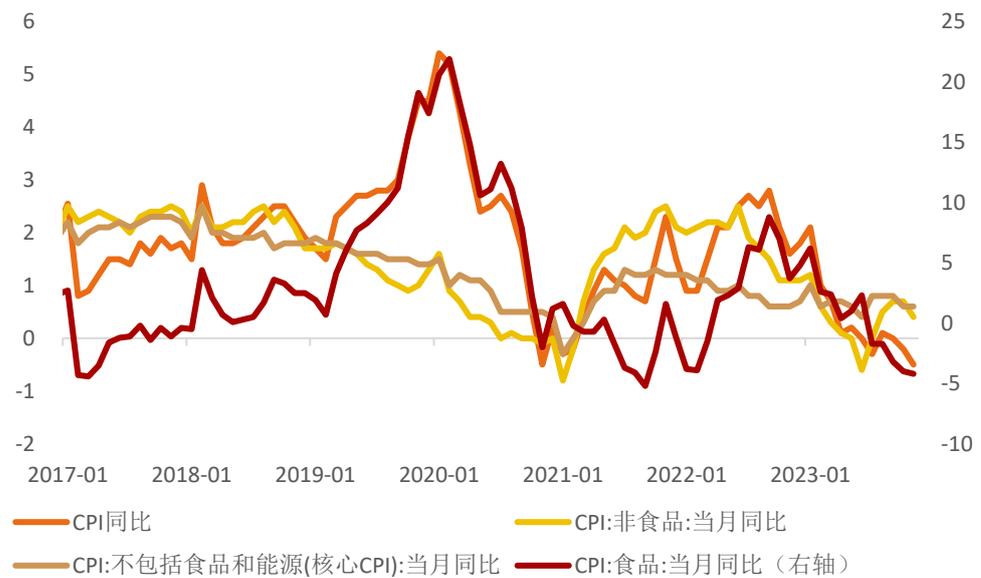
- 11 月 CPI 延续低迷，同比和环比均录得-0.5%，环比大幅低于季节性，环比大幅走弱主要系天气偏暖农产品供应充足、国际油价下行和出行等服务消费需求回落影响。食品分项中，鲜菜、猪肉和蛋类是主要拖累项，其中 11 月猪价环比大幅回落，录得-3.0%，明显低于历史同期的 1.64%，近期生猪出栏量有所增加，加之天气偏暖部分腌腊需求延后，猪肉价格超季节性回落，考虑到部分猪厂利润受限，能繁母猪存栏同比近期已有明显下行，后续猪价跌幅可能相对有限。
  - 非食品分项中能源仍是主要拖累因素，11 月油价下行带动燃料 CPI 环比超季节性回落，其中交通工具用燃料环比录得-2.7%，明显低于历史同期均值的 0.54%。受国际油价下行影响，国内汽油价格大幅下降，影响 CPI 下降约 0.10 个百分点。近期国际原油市场受需求低迷主导，自 10 月下旬以来，油价持续下行超 20%，市场情绪偏空，后续仍需进一步观察 OPEC+ “自愿减产” 的执行力度情况。
  - 核心 CPI 环比录得-0.3%，核心 CPI 自 8 月以来持续低于季节性，11 月与季节性差距进一步拉大。2023 年 1-11 月核心 CPI 环比均值与 2022 年同期的差异进一步缩窄，甚至与 2020 年水平逐渐接近。从分项来看，伴随居民出行进入淡季，旅游价格成为主要拖累，环比录得-5.9%，大幅低于季节性。剔除服务项的核心商品环比再度走弱，其中通信工具和家电等耐用消费品仍是主要拖累项，环比超季节性走弱，分别录得-1.8% 和-1.1%，可能反映居民对未来收入和就业的信心仍然不足。
  - 11 月 PPI 同比录得-3%，继 10 月走弱之后，同比再度下行，环比录得-0.3%，再度转负，主要受国际油价回落、部分工业品市场需求偏弱等因素影响。具体行业上看，上游受原油影响较大的石油天然气开采、燃料加工、化纤制造和化学制品价格环比跌幅居前，而 11 月煤炭和天然气需求季节性增加，同时基建项目推进下 11 月以来铁矿石、螺纹钢价格持续回暖，黑色采选、燃气生产和黑色冶炼加工 PPI 环比涨幅居前。
  - 往后看，目前 CPI、PPI 在底部区间持续低迷，猪油共振的双重拖累可能是短期扰动，但核心 CPI 环比显示内需整体依旧不振，后续仍需期待政策端的进一步发力。
- 风险提示：1) 地缘政治风险超预期；2) 稳增长政策不及预期

## 1 CPI 延续低迷，核心通胀依旧不振

11 月 CPI 延续低迷，同比录得-0.5%，预期值-0.1%，前值-0.2%，环比-0.5%，大幅低于季节性，主要系食品、能源价格波动下行等影响。受到去年同期低基数影响，核心 CPI 同比录得 0.6%，持平于前值，但环比明显走弱，录得-0.3%，明显低于季节性，核心消费整体仍然不振。

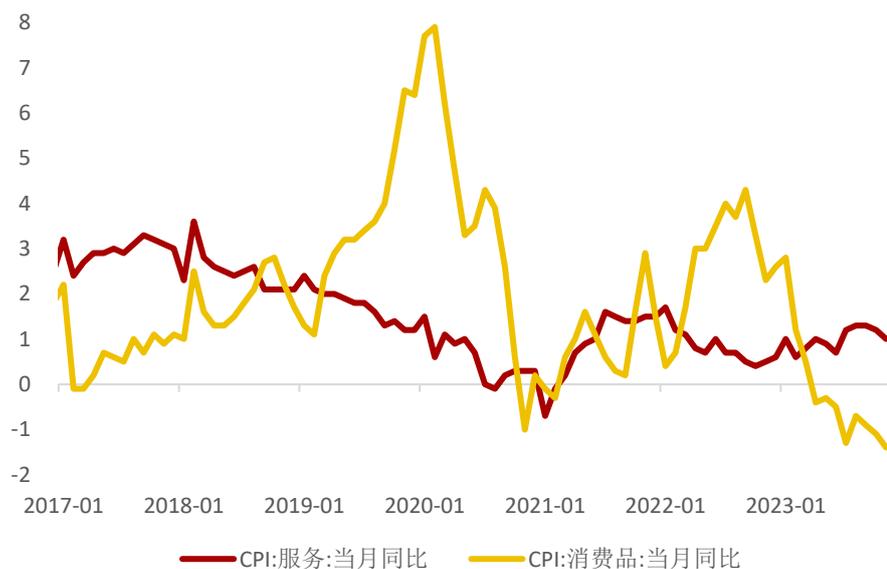
从主要分项上看价格全线走弱，食品价格同比录得-4.2%，较上月回落 0.2 个百分点，非食品价格中，服务和消费品同比分别录得 1.0%和-1.4%，分别较上月回落 0.2 和 0.3 个百分点。

图 1: CPI 同比延续下行 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

图 2: CPI 分项同比 (%)

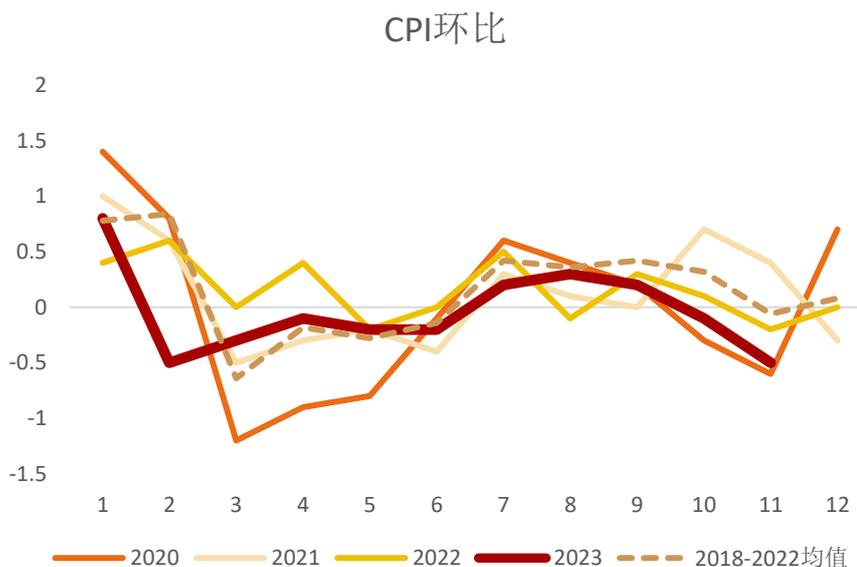


资料来源: Wind, 首创证券

11月CPI环比-0.5%，过去五年同期均值-0.1%，环比大幅走弱主要系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回落影响。

食品分项中，鲜菜、猪肉和蛋类是主要拖累项，其中11月猪价环比大幅回落，录得-3.0%，明显低于历史同期的1.64%，近期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，考虑到部分猪厂利润受限，能繁母猪存栏同比近期已有明显下行，后续猪价跌幅可能相对有限。

图 3: CPI 环比不及季节性 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

图 4: 食品价格环比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

图 5: 猪价后续跌幅可能有限 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

非食品分项中能源仍是主要拖累因素, 11 月油价下行带动燃料 CPI 环比超季节性回落, 其中交通工具用燃料环比录得-2.7%, 明显低于历史同期均值的 0.54%。受国际油价下行影响, 国内汽油价格大幅下降, 影响 CPI 下降约 0.10 个百分点。近期国际原油市场受需求低迷主导, 自 10 月下旬以来, 油价持续下行超 20%, 市场情绪偏空, 后续仍需进一步观察 OPEC+ “自愿减产” 的执行力度情况。

图 6: 国际原油和国内汽油价格 (美元/桶, 元/吨)

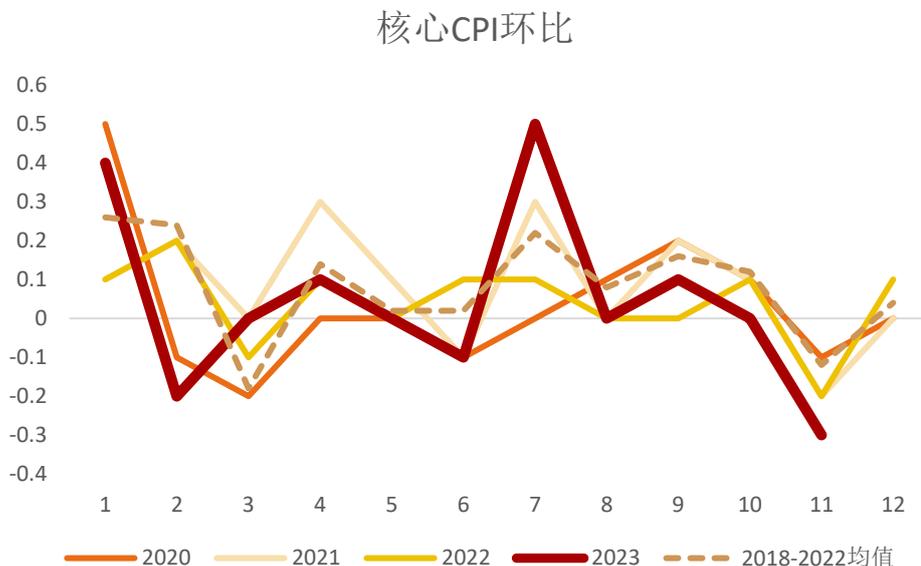


资料来源: Wind, 首创证券

核心 CPI 环比录得-0.3%, 核心 CPI 自 8 月以来持续低于季节性, 11 月与季节性差距进一步拉大。从环比均值来看, 2023 年 1-11 月核心 CPI 环比均值与 2022 年同期的差

异进一步缩窄，甚至与 2020 年水平逐渐接近，反映内需修复较为低迷。

图 7：核心 CPI 环比延续下行，低于季节性 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

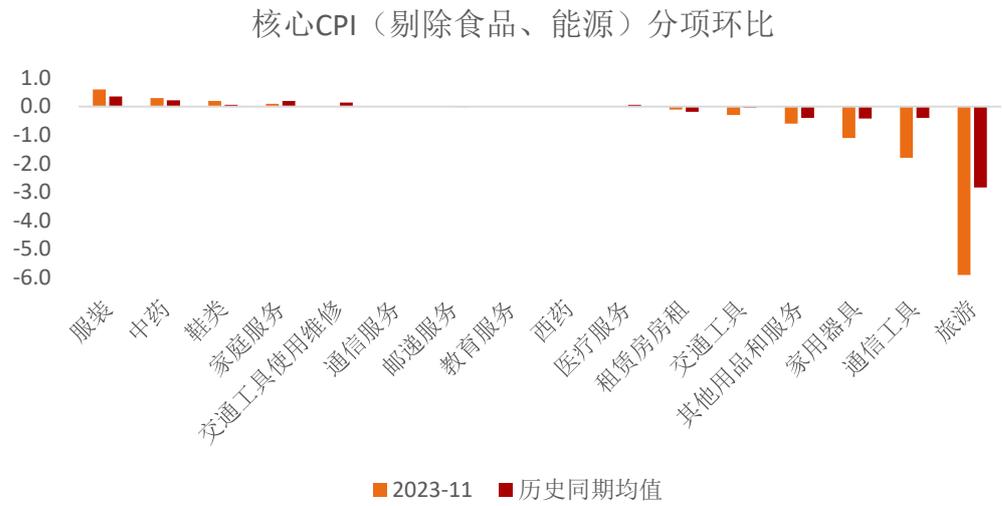
图 8：核心 CPI 环比均值 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

从核心 CPI 分项来看，旅游价格成为主要拖累，环比录得-5.9%，大幅低于季节性，伴随居民出行进入淡季，飞机票、宾馆住宿和交通工具租赁费价格分别下降 12.4%、8.7% 和 2.8%。另外，剔除服务项的核心商品，由于去年同期低基数价格同比略有反弹，但环比再度走弱，其中通信工具和家电等耐用消费品仍是主要拖累项，环比超季节性走弱，分别录得-1.8%和-1.1%，可能反映居民对未来收入和就业的信心仍然不足。

图 9：核心 CPI（剔除食品、能源）分项价格（环比，%）



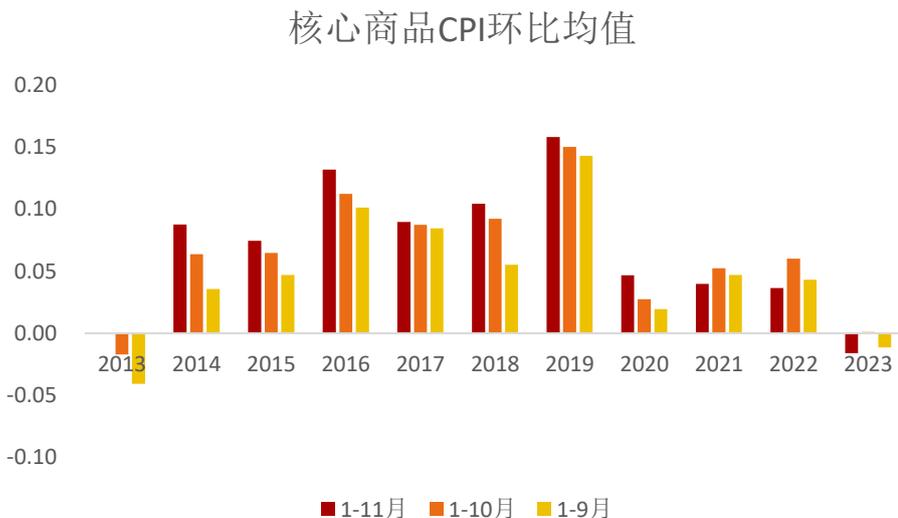
资料来源：Wind, 首创证券

图 10：核心商品 CPI 同比边际反弹 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

图 10: 核心商品 CPI 环比再度走弱 (%)



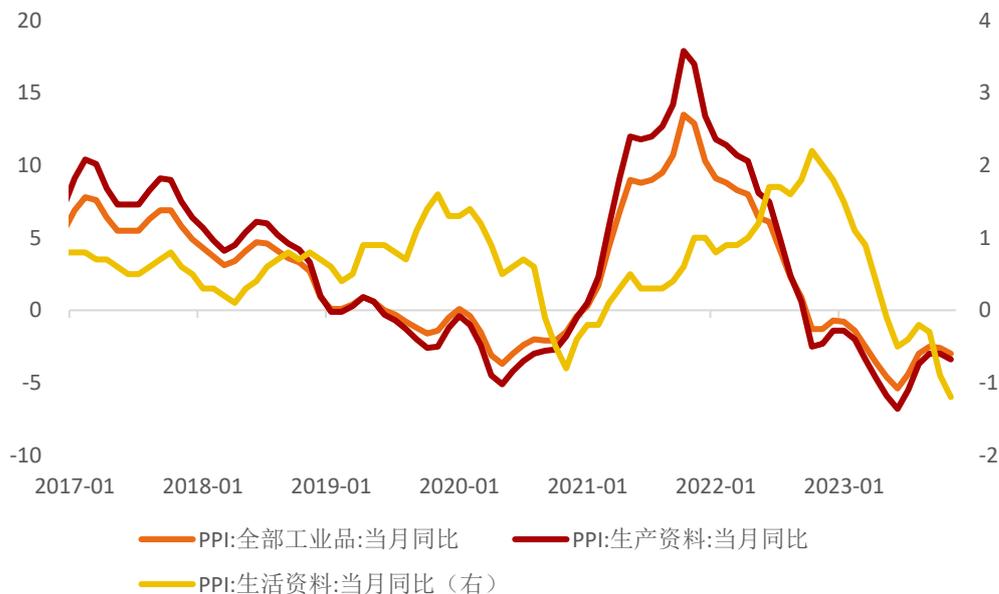
资料来源: Wind, 首创证券

## 2 PPI 再度走弱

11 月 PPI 同比录得-3%，继 10 月走弱之后，同比再度下行，较前值小幅下降 0.4 个百分点，主要受国际油价回落、部分工业品市场需求偏弱等因素影响。

分项上看，上下游价格差基本持平，11 月生产资料和生活资料价格同比均小幅下行，同比分别录得-3.4%（前值-3.0%）和-1.2%（前值-0.9%）。

图 12: PPI 同比再度下行 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

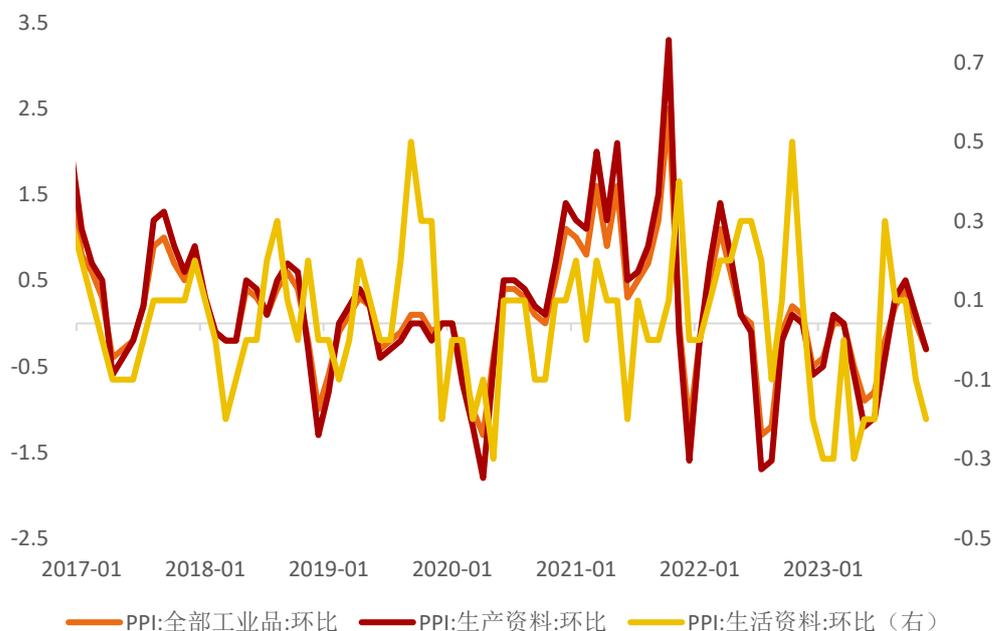
图 13: CRB 指数 11 月再度走弱 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

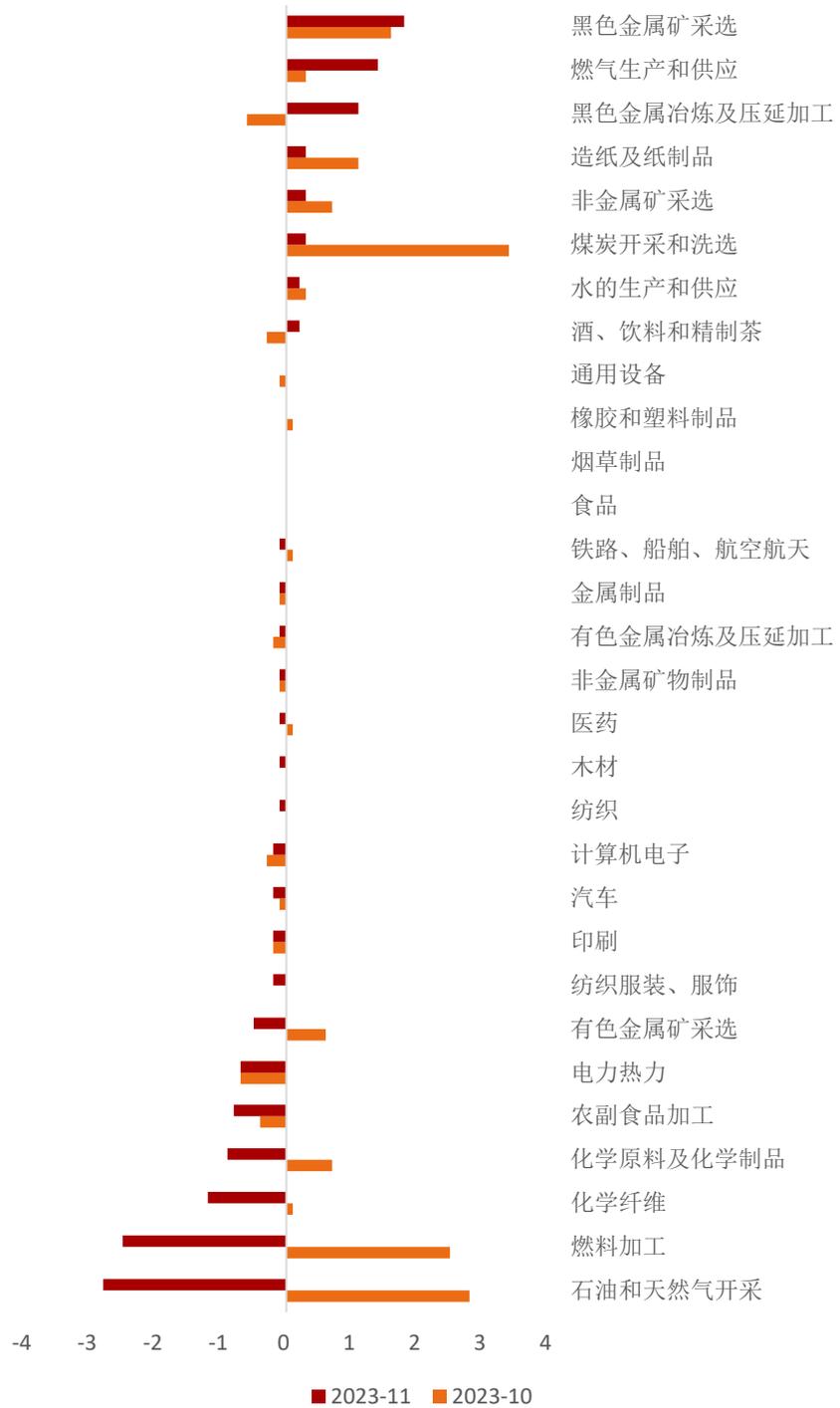
11 月 PPI 环比录得-0.3%，再度转负。具体行业上看，上游受原油影响较大的石油天然气开采、燃料加工、化纤制造和化学制品价格环比跌幅居前，而 11 月煤炭和天然气需求季节性增加，同时基建项目推进下 11 月以来铁矿石、螺纹钢价格持续回暖，黑色采选、燃气生产和黑色冶炼加工 PPI 环比涨幅居前。

图 14: PPI 环比再度转负 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

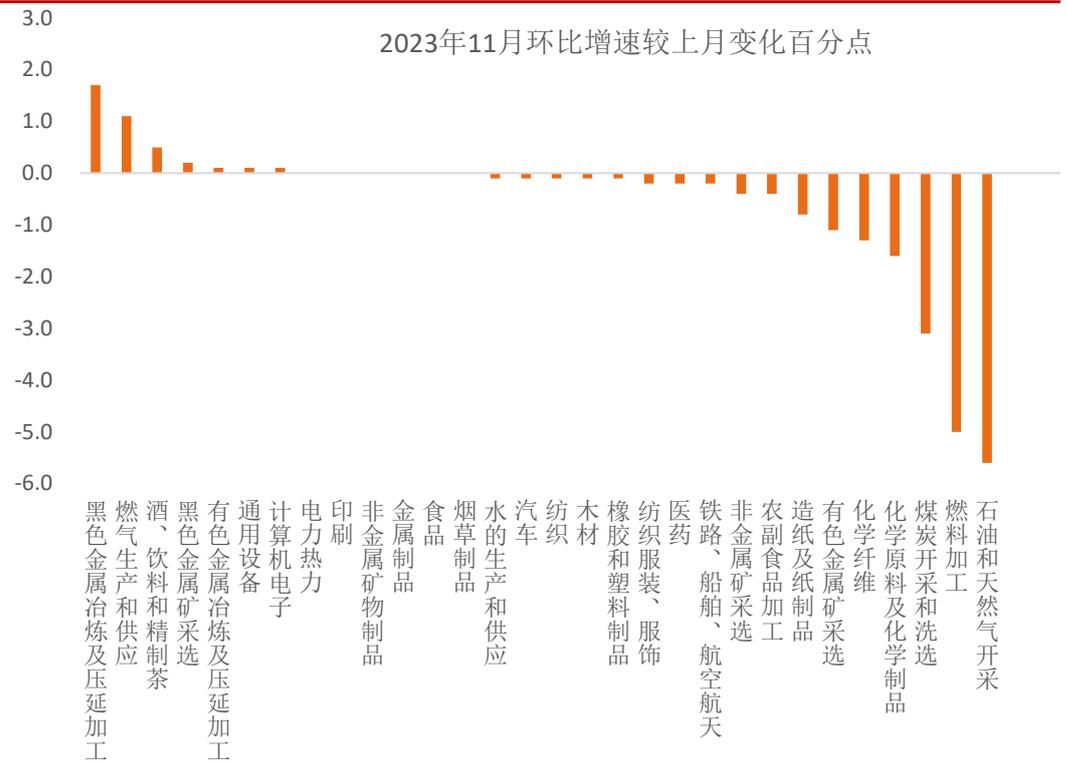
图 15: 黑色产业链和燃气生产价格环比走强 (环比, %)



v

资料来源: Wind, 首创证券

图 16: PPI 分项环比增速较上月变化百分点 (环比变化, %)



资料来源: Wind, 首创证券

### 3 后市展望

往后看, 目前 CPI、PPI 在底部区间持续低迷, 猪油共振的双重拖累可能是短期扰动, 但核心 CPI 环比显示内需整体依旧不振, 后续仍需期待政策端的进一步发力。

### 4 风险提示

- 1) 地缘政治风险超预期; 2) 稳增长政策不及预期

## 分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022年7月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现