



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 价格双双跌幅加深

——2023年11月物价数据点评

日期：2023年12月15日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《经济、政策预期双平稳》

——2023年11月28日

《汇率 POLL：预期稳定》

——2023年11月19日

《价格低迷延续，非周期性通缩》

——2023年11月17日

### ■ 主要观点

#### 价格双双跌幅加深

11月价格双双跌幅加深，通胀走势延续低迷。11月食品价格季节性下降，但降幅超越同期，或受天气偏暖以及猪肉价格持续低迷的综合影响，另外国际油价下跌带动的非食品中能源价格的回落，也助推了CPI的低迷。而PPI方面，价格变动的新的影响有所扩大。主要行业中，石油开采、煤炭等价格降幅扩大，化工、黑色金属冶炼等价格降幅收窄。

#### 市场延续波动中回暖态势

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为中国经济或仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，而对资本市场估值中枢有重要影响的利率保持平稳，随着经济信心恢复和货币平稳，市场利率将趋于平稳，中国资本市场将迎来波动中走稳回暖态势。

#### 价格低迷非周期性

11月价格下降超出市场预期较多，不过倒也符合季节性波动规律——11月份食品等普通消费品通常下降，只是今年猪肉价格低迷中再下降，使得基数效应叠加季节性波动效应，从而同比下降较多。工业品受大宗商品价格稳中偏弱态势影响，延续下降。价格走势仍然延续我们一直秉持的观点：标杆商品猪肉因产业出清延续稳中偏弱，大宗商品价格因经济偏弱也呈现偏弱走势。整体而言，当前价格低迷并非周期性的，主要反映经济结构面临转型下，传统商品结构价格的疲软态势。我们认为当前价格低迷态势或将推升中国货币政策的降息概率，未来“宏观平稳、微观改善”的趋势或不变。

### ■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

## 目 录

|                                     |          |
|-------------------------------------|----------|
| <b>1 事件：11 月 CPI、PPI 数据公布</b> ..... | <b>3</b> |
| <b>2 事件解析：数据特征和变动原因</b> .....       | <b>3</b> |
| 2.1 食品降幅超同期，CPI 跌幅加深 .....          | 3        |
| 2.2 PPI 跌幅扩大 .....                  | 5        |
| <b>3 事件影响：对经济和市场</b> .....          | <b>7</b> |
| 3.1 价格双双跌幅加深 .....                  | 7        |
| 3.2 市场延续波动中回暖态势 .....               | 8        |
| <b>4 事件预测：趋势判断</b> .....            | <b>8</b> |
| 4.1 价格低迷非周期性 .....                  | 8        |
| <b>5 风险提示：</b> .....                | <b>8</b> |

## 图

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 图 1：CPI 同比、环比 (%) .....     | 4 |
| 图 2：食物价格分项同比 (%) .....      | 5 |
| 图 3：非食物分项同比 (%) .....       | 5 |
| 图 4：PPI 同比、环比 (%) .....     | 6 |
| 图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%) ..... | 7 |
| 图 6：PPI 细项 (%) .....        | 7 |

## 表

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 表 1：11 月 CPI、PPI 同比数据 (%) ..... | 3 |
|---------------------------------|---|

## 1 事件：11月CPI、PPI数据公布

国家统计局数据显示，2023年11月份，全国居民消费价格同比下降0.5%。其中，城市下降0.4%，农村下降0.8%；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%。

11月份，全国居民消费价格环比下降0.5%。其中，城市下降0.5%，农村下降0.4%；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%。

2023年11月份，全国工业生产者出厂价格同比下降3.0%，环比下降0.3%；工业生产者购进价格同比下降4.0%，环比下降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%。

表 1：11月CPI、PPI同比数据（%）

|        | 实际值  | 上月值  | 去年同期 |
|--------|------|------|------|
| CPI 同比 | -0.5 | -0.2 | 1.6  |
| PPI 同比 | -3.0 | -2.6 | -1.3 |

资料来源：wind，上海证券研究所

## 2 事件解析：数据特征和变动原因

### 2.1 食品降幅超同期，CPI跌幅加深

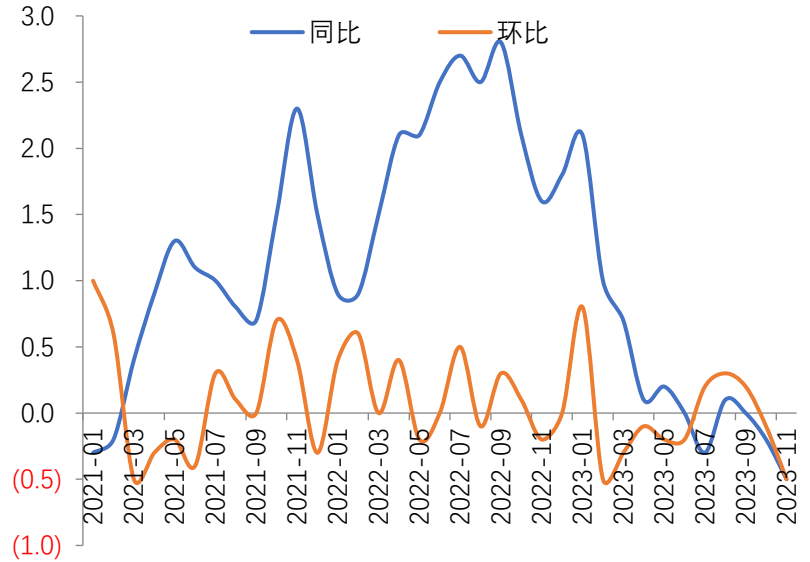
环比来看，11月CPI下降0.5%，跌幅加深。食品价格由上月下降0.9%，影响CPI下降约0.17个百分点。11月食品通常下降，但今年的降幅超过近十年同期平均水平。主要食品价格均呈现明显回落，一方面或受到天气偏暖，鲜菜等食品供应充足影响；另一方面猪肉价格的持续低迷。非食品价格下降0.4%，影响CPI下降约0.29个百分点。非食品中，主要受到国际油价下降的影响，国内汽油价格下降2.8%，为今年以来最大降幅，影响CPI下降约0.10个百分点。

同比方面，CPI降幅扩大0.3个百分点，延续负增长。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。因此，同比的变动或更多受到今年价格变动的影响。食品价格仍然为负，且降幅略有扩大，其中猪肉降幅扩大。非食品方面，服务价格涨

幅回落，而能源价格同比由涨转降。

扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅与上月相同，说明需求平稳偏弱。

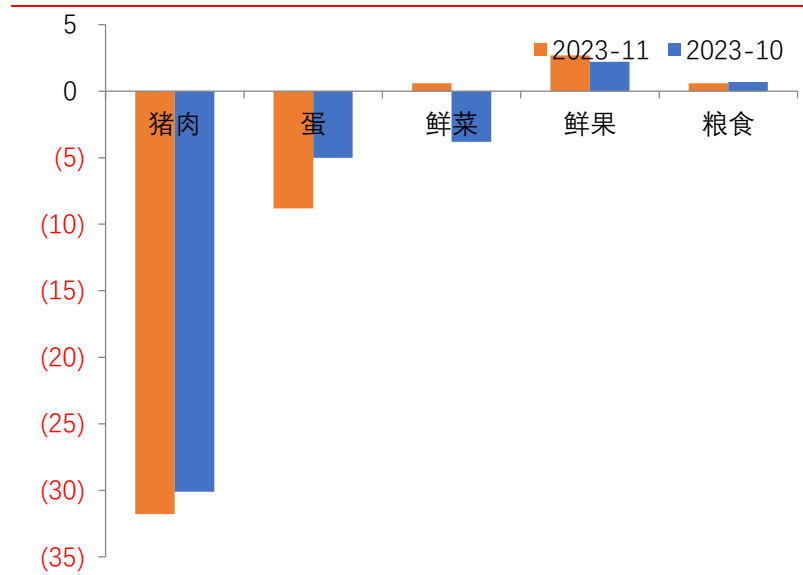
图 1: CPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

同比涨幅从各类商品及服务分类来看，猪肉、蛋降幅明显扩大，鲜菜、鲜果有所回升。食品中，畜肉类价格下降 19.2%，影响 CPI 下降约 0.72 个百分点，其中猪肉价格下降 31.8%，影响 CPI 下降约 0.58 个百分点；蛋类价格下降 8.8%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；水产品价格下降 1.1%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；鲜果价格上涨 2.7%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；鲜菜价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；粮食价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。

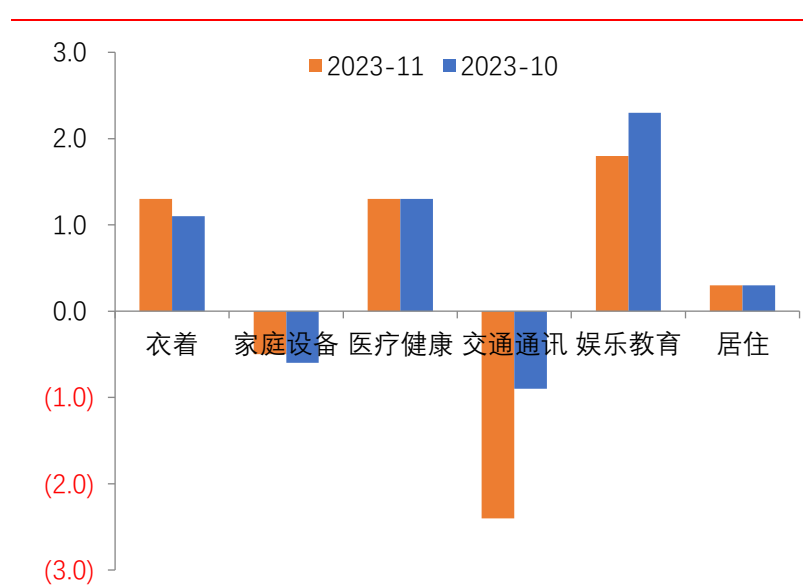
图 2：食物价格分项同比 (%)



资料来源：wind，上海证券研究所

非食品中，衣着涨幅扩大、交通跌幅扩大，娱乐教育有所回落，家庭设备跌幅收窄。交通通讯中交通工具燃料类以由正转负。

图 3：非食物分项同比 (%)



资料来源：wind，上海证券研究所

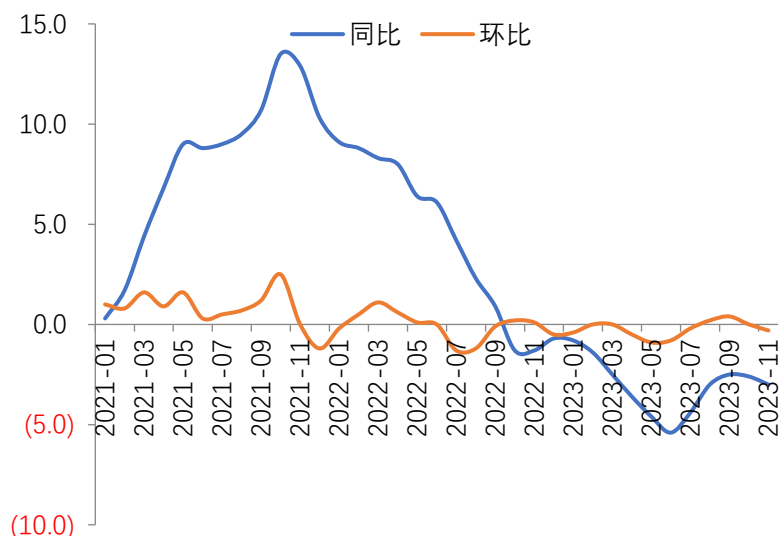
## 2.2 PPI 跌幅扩大

11 月 PPI 环比由持平转为下降 0.3%，跌幅扩大 0.3 个百分点。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。11 月国际原油、有色价格回落，带动国内石油、有色相关行业价格下跌，其中石油

开采以及石油加工业合计影响 PPI 环比下降约 0.13 个百分点，占总降幅的四成多。

同比方面，PPI 下降 3.0%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。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。这反映出价格变动的新影响有所扩大。主要行业中，石油开采、煤炭等价格降幅扩大，化工、黑色金属冶炼等价格降幅收窄。

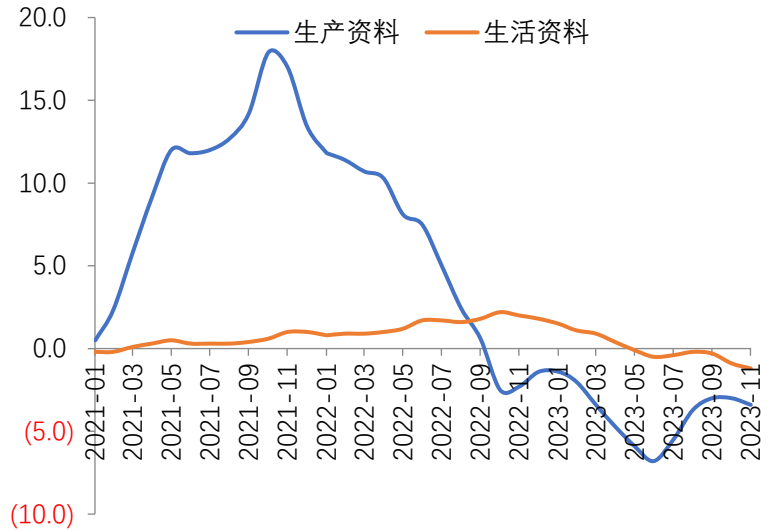
图 4: PPI 同比、环比 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

考虑生产资料和生活资料的同比增速，生产资料价格下降 3.4%，降幅扩大 0.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.61 个百分点。生活资料价格下降 1.2%，降幅扩大 0.3 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.35 个百分点。

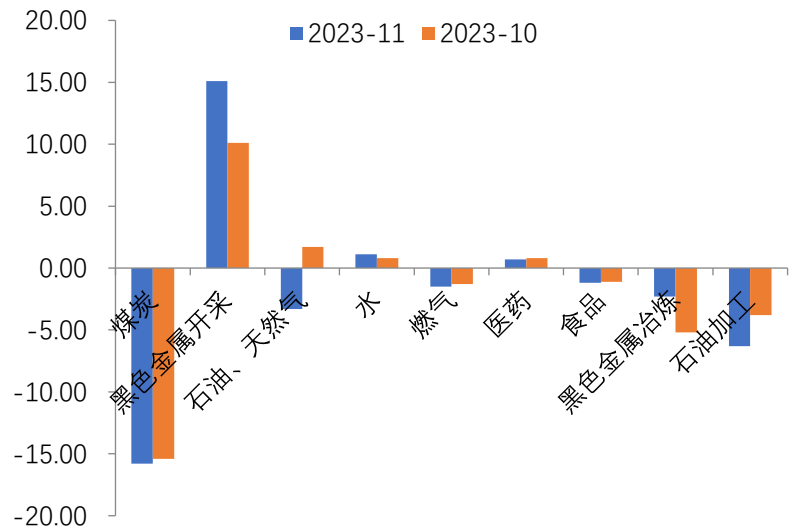
图 5：生产资料和生活资料价格同比 (%)



资料来源：wind, 上海证券研究所

而从生产资料端分行业来看，煤炭开采和洗选业价格同比下降 15.8%，降幅扩大 0.4 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 15.1%，涨幅扩大 5 个百分点；石油和天然气开采业下降 3.3%，由正转负；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 6.3%，降幅扩大 2.5 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 2.3%，降幅收窄 2.9 个百分点。

图 6：PPI 细项 (%)



资料来源：wind, 上海证券研究所

### 3 事件影响：对经济和市场

#### 3.1 价格双双跌幅加深

11 月价格双双跌幅加深，通胀走势延续低迷。11 月食品价格

季节性下降，但降幅超越同期，或受天气偏暖以及猪肉价格持续低迷的综合影响，另外国际油价下跌带动的非食品中能源价格的回落，也助推了CPI的低迷。而PPI方面，价格变动的新的影响有所扩大。主要行业中，石油开采、煤炭等价格降幅扩大，化工、黑色金属冶炼等价格降幅收窄。

### 3.2 市场延续波动中回暖态势

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为中国经济或仍处在“底部徘徊”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，而对资本市场估值中枢有重要影响的利率保持平稳，随着经济信心恢复和货币平稳，市场利率将趋于平稳，中国资本市场将迎来波动中走稳回暖态势。

## 4 事件预测：趋势判断

### 4.1 价格低迷非周期性

11月价格下降超出市场预期较多，不过倒也符合季节性波动规律——11月份食品等普通消费品通常下降，只是今年猪肉价格低迷中再下降，使得基数效应叠加季节性波动效应，从而同比下降较多。工业品受大宗商品价格稳中偏弱态势影响，延续下降。价格走势仍然延续我们一直秉持的观点：标杆商品猪肉延续稳中偏弱，大宗商品价格因经济偏软也呈现偏弱走势。我们认为，整体而言当前价格低迷并非周期性的，主要反映经济结构面临转型下，传统商品结构价格的疲软态势。我们认为当前价格低迷态势或将推升中国货币政策的降息概率，未来“宏观平稳、微观改善”的趋势或不变。

## 5 风险提示：

**俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：**俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储政策超预期变动，均将对国际金融市场产生扰动。

**中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：**通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。



### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

|  |   |
|--|---|
| <b>股票投资评级：</b>   | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。             |
| 买入   | 股价表现将强于基准指数 20%以上   |
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 5-20%   |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数±5%之间  |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 5%以上  |
| 无评级  | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级                    |
| <b>行业投资评级：</b>   | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 增持   | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数  |
| 中性   | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平   |
| 减持   | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数  |
| 相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 |   |

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。