

11月通胀点评

未来3-4个月CPI或维持负增长

CPI 同比增速落入负增长区间，低于市场预期，主要是受食品项目拖累，服务价格依然较坚挺；**PPI** 中生产资料价格环比快速上升，生产端依然强劲，但需关注中下游工业企业利润是否被挤压。

- 11月CPI环比-0.6%，较10月下降0.3个百分点，同比增长-0.5%，较10月增速下降1个百分点，核心CPI同比增长0.5%，增速连续5个月持平。在11月份0.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0，新涨价影响约为-0.5个百分点。
- 从环比看，食品价格影响CPI下降约0.53个百分点，从同比看，食品价格影响CPI下降约0.44个百分点，是带动CPI由涨转降的主要原因。食品项目中食用油价格环比自6月以来持续高于食品平均水平，表现较为强劲，另外临近年底，酒类价格环比也出现走强的趋势。
- 11月非食品价格同比增长-0.1%，其中服务价格表现相对较好，11月同比增长0.3%，较10月持平。从历史经验看，12月、1月和2月服务业价格环比上升趋势比较明显，预计非食品价格整体有望基本持平。
- **未来3-4个月CPI或维持负增长。**11月CPI同比增速落入负增长区间，明显低于市场预期，但考虑到当前在猪肉的主要影响下食品价格维持快速回落的趋势，以及一季度CPI同比基数较高的影响，预计未来3-4个月内CPI同比增速都将维持在通缩区间。但随着经济增速和居民收入回升，消费需求持续回暖，核心CPI有上行动力。我们维持2021年CPI同比增速走势前低后高的判断，预测全年CPI同比上涨1.4%。
- 11月PPI环比增长0.5%，其中生产资料环比增长0.7%，生活资料环比增长0.1%。11月PPI同比增长-1.5%，PIRM同比增长-1.6%。在11月份1.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0，新涨价影响约为-1.5个百分点。
- 11月生产资料价格中，采掘业环比0.8%，原材料业环比1.5%，加工业环比0.4%，均较10月明显上行。从调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有24个，比上月增加12个，上涨面达六成。
- **关注工业企业补库存和利润增速变化。**从月度数据来看，在外需和内需共同带动下工业企业补库存趋势继续，但上游行业价格表现出现差异，其中采掘业和原材料业价格环比上升速度更快，加工业相对较慢，需要关注工业行业利润是否会出现向上游倾斜的情况，并且在生活资料价格表现疲弱的情况下，上游价格的提升是否挤压中游和下游制造业的利润空间。
- **风险提示：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：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

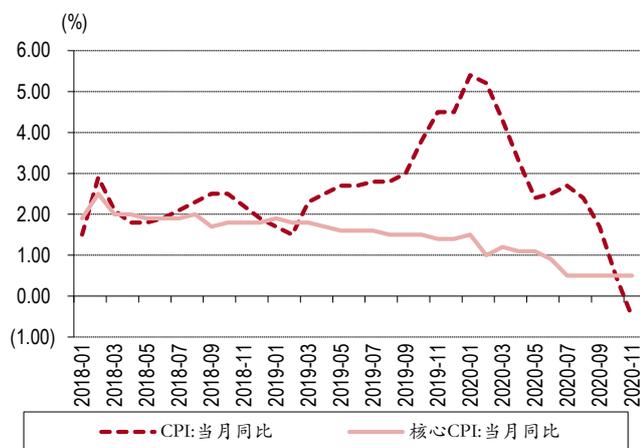
核心通胀连续 5 个月持平。11 月 CPI 环比-0.6%，较 10 月下降 0.3 个百分点。从分项看，环比增速较快的包括教育文化娱乐（0.6%）和衣着（0.4%），环比负增长的包括其他用品和服务（-1.7%）、食品烟酒（-1.6%）和交通通信（-0.2%），其中除了食品烟酒环比增速较 10 月下降 0.4 个百分点，其他分项环比增速较 10 月均持平。11 月 CPI 同比增长-0.5%，较 10 月增速下降 1 个百分点，核心 CPI 同比增长 0.5%，增速连续 5 个月持平，服务价格同比增长 0.3%，较 10 月持平，消费品价格同比增长-1%，较 10 月同比增速下降 1.6 个百分点。从分项看，同比增速处于较高水平的包括其他用品和服务（2.4%）、医疗保健（1.5%）和教育文化娱乐（1.1%），食品烟酒同比增速较 10 月大幅回落 3.1 个百分点且同比增速落入负增长区间。在 11 月份 0.5% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-0.5 个百分点。11 月核心 CPI 同比增速第五个月持平在 0.5% 的增速水平上，但受食品价格特别是猪肉价格同比增速下行的影响，CPI 同比增速超预期落入负增长区间。

食品继续拖累通胀。从环比看，食品价格从 10 月的-1.8%继续下行至 11 月的-2.4%，影响 CPI 下降约 0.53 个百分点，对 CPI 的拖累较 10 月继续放大；从同比看，食品价格从 10 月的上涨 2.2%转为 11 月的下降 2%，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点，是带动 CPI 由涨转降的主要原因。食品项目中，随着生猪生产不断恢复，猪肉价格继续下降，但降幅较 10 月有所收窄，鲜菜和鸡蛋供应充足，价格环比下降，受到猪肉价格下降的外溢性影响，牛肉、羊肉价格的也出现价格环比增速下行，鸡肉和鸭肉价格同比下降，鲜菜鲜果同比涨幅回落。食品项目中食用油价格环比自 6 月以来持续高于食品平均水平，表现较为强劲，另外临近年底，酒类价格环比也出现走强的趋势。

服务的价格相对坚挺。11 月非食品价格同比增长-0.1%，较 10 月下降 0.1 个百分点，环比增长-0.1%，较 10 月下降 0.2 个百分点，其中服务价格表现相对较好，11 月同比增长 0.3%，较 10 月持平，但环比增长-0.4%，较 10 月大幅下降 0.5 个百分点。非食品价格环比由上月上涨 0.1%转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.09 个百分点，同比由上月持平转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点。其中，旅游淡季出行减少，飞机票、旅游和宾馆住宿价格环比下降，冬装新品上市，服装价格环比上涨。从历史经验看，12 月、1 月和 2 月服务业价格环比上升趋势比较明显，预计非食品价格整体有望基本持平。

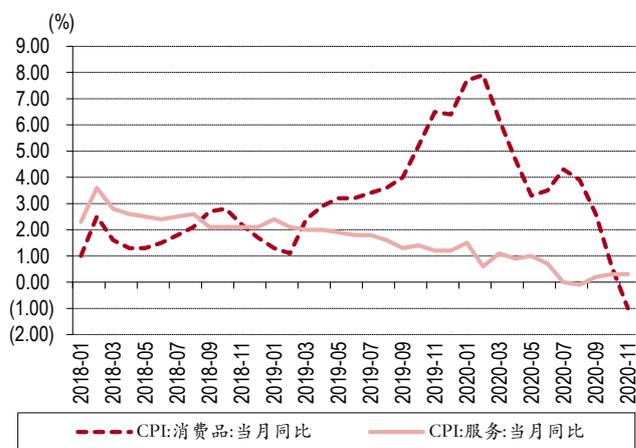
未来 3-4 个月 CPI 或维持负增长。11 月 CPI 同比增速落入负增长区间，明显低于市场预期，但考虑到当前在猪肉的主要影响下食品价格维持快速回落的趋势，以及一季度 CPI 同比基数较高的影响，预计未来 3-4 个月内 CPI 同比增速都将维持在通缩区间。但随着经济增速和居民收入回升，消费需求持续回暖，核心 CPI 有上行动力。我们维持 2021 年 CPI 同比增速走势前低后高的判断，预测全年 CPI 同比上涨 1.4%。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



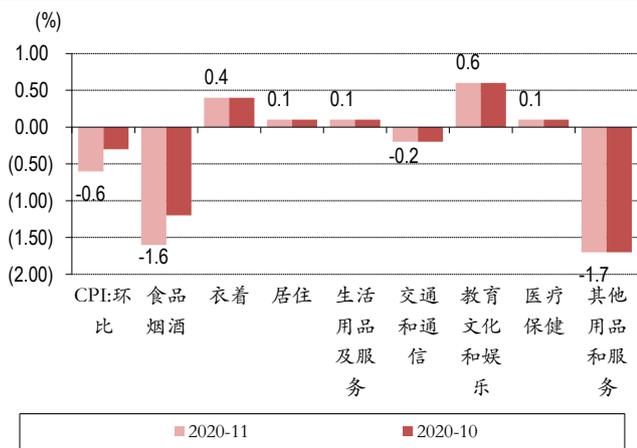
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



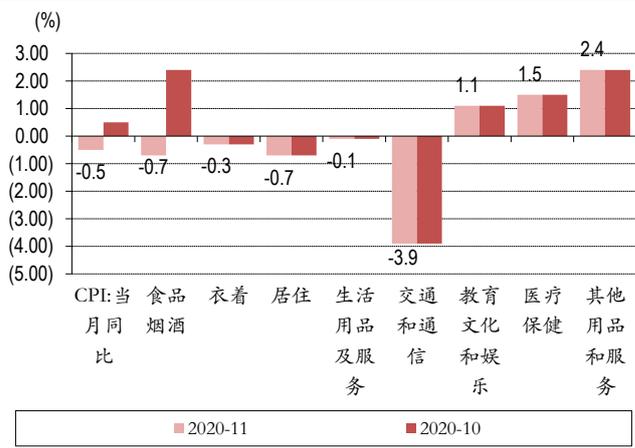
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



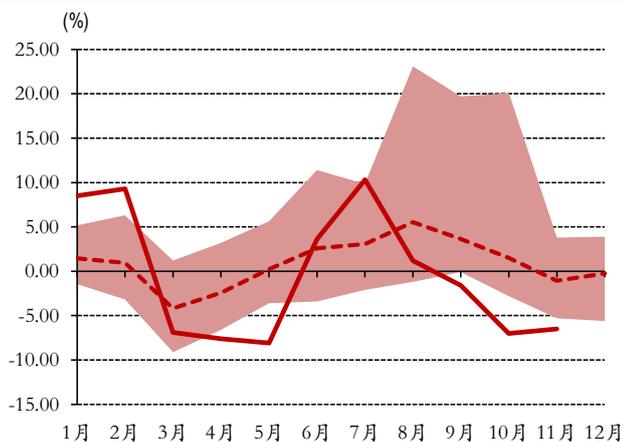
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



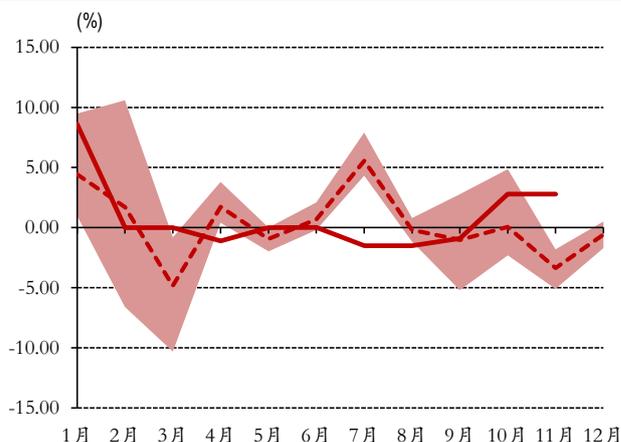
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 猪肉价格环比下行



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 旅游价格环比走强



资料来源：万得，中银证券

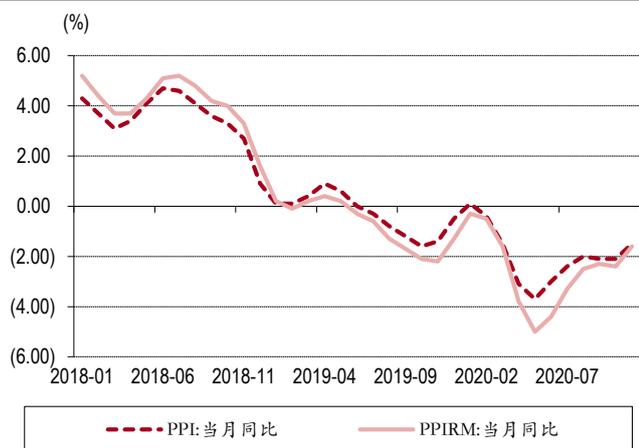
PPI

PPI 同比增速上行。11月 PPI 环比增长 0.5%，其中生产资料环比增长 0.7%，生活资料环比增长 0.1%。11月 PPI 同比增长-1.5%，较 10 月上行 0.6 个百分点，其中生产资料同比增长-1.8%，较 10 月上升 0.9 个百分点，生活资料同比增长-0.8%，较 10 月下降 0.3 个百分点。PPIRM 同比增长-1.6%，较 10 月上升 0.8 个百分点，从构成来看，同比上涨的产品包括有色金属材料、黑色金属材料、农副产品，大多数产品价格同比增速较 10 月有所上行，只有建筑材料和农副产品的同比增速较 10 月下降。在 11 月份 1.5% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-1.5 个百分点。

生产价格环比涨幅明显上升。11 月生产资料价格中，采掘业环比 0.8%，原材料业环比 1.5%，加工业环比 0.4%，均较 10 月明显上行。从调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 24 个，比上月增加 12 个，上涨面达六成。受国际原油价格上涨等因素影响，化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、石油、煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业价格环比均出现上行，供暖需求季节性增加，燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格上行，金属相关行业价格由降转涨，非金属矿物制品业、造纸和纸制品业、纺织业价格涨幅有所扩大。

关注工业企业补库存和利润增速变化。从月度数据来看，在外需和内需共同带动下工业企业补库存趋势继续，但上游行业价格表现出现差异，其中采掘业和原材料业价格环比上升速度更快，加工业相对较慢，需要关注工业行业利润是否会出现向上游倾斜的情况，并且在生活资料价格表现疲弱的情况下，上游价格的提升是否挤压中游和下游制造业的利润空间。

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



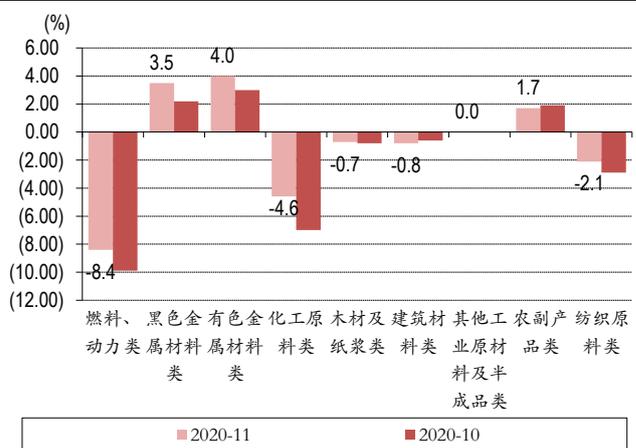
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



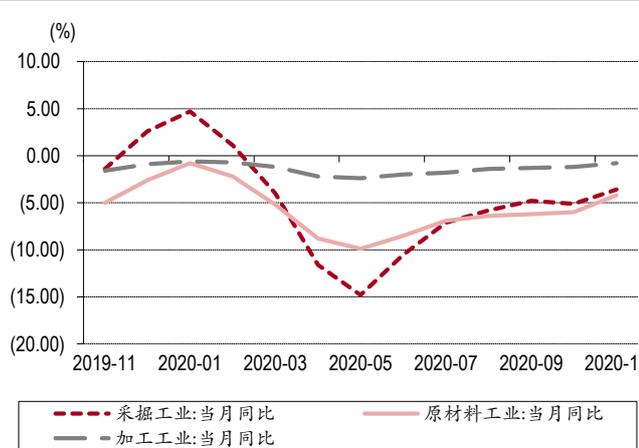
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



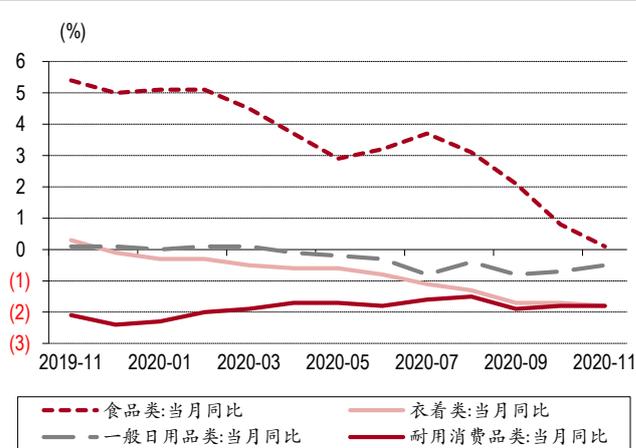
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 采掘和原材料产品价格快速上升



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格表现疲弱



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球秋冬季疫情反复; 欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。

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个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6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个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1001

