

11 月通胀点评

防疫措施放开或带动消费需求 and 价格上行

11 月 CPI 同比增速受基数影响延续下行，虽然消费品价格和服务价格环比都有所下降，但考虑到防疫政策放松对消费可能带来正面影响，相较于当前 CPI 同比增速的回落，市场或更关注 12 月政治局会议提到的 2023 年稳物价的政策目标；PPI 同比增速与 10 月持平，但生活资料环比上升，关注此前原材料涨价向下游的传导；维持此前观点，认为 12 月是货币政策宽松较好的时间窗口。

- 11 月 CPI 环比下降 0.2%，同比增长 1.6%，核心 CPI 同比增长 0.6%，服务价格同比增长 0.5%，消费品价格同比上升 2.3%。
- 从环比看，11 月食品价格由上月上涨 0.1% 转为下降 0.8%，影响 CPI 下降约 0.14 个百分点，非食品价格继续持平；从同比看，食品价格上涨 3.7%，涨幅比上月回落 3.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.68 个百分点，非食品价格上涨 1.1%，涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 0.88 个百分点。
- 防疫措施放开之后，关注服务价格环比上涨。11 月 CPI 同比增速下降主要是受基数效应影响，分类来看，食品价格环比下降 0.8% 是主要影响，非食品中服务价格环比下降 0.2%，消费品价格环比下降 0.1%，主要是受疫情影响，服务性消费和内需偏弱的拖累。随着国内防疫政策放松，叠加春节前假期消费季节性走强，需要关注服务价格和消费品价格环比可能超预期上升的情况，特别是在 2023 年一季度，叠加基数较低的影响，CPI 同比增速可能超预期冲高。但另一方面当前国内经济稳增长需求较强，我们维持此前观点，认为货币政策放松宜早不宜迟，12 月是较 2023 年一季度更好的时间窗口，关注 12 月经济工作会议前后是否有降息落地。
- 11 月 PPI 环比上升 0.1%，同比下降 1.3%，PPIRM 同比下降 0.6%。11 月受煤炭、石油、有色金属等行业价格上涨影响，PPI 环比微涨；受去年同期对比基数较高影响，同比继续下降。
- 从同比看，调查的 40 个工业行业大类中，价格下降的有 15 个，价格上涨的有 25 个，主要行业中，价格降幅扩大的有化学原料、化纤制造，价格降幅收窄的有黑色金属、煤炭开采、有色金属，价格涨幅回落的有石油天然气、农副食品、石油煤炭及其他燃料加工业，涨幅扩大的是计算机通信。
- PPI 高基数将延续，但生活资料价格环比偏强。PPI 同比增速较 10 月持平，但高基数的影响至少将延续至 2023 年 4 月，因此 PPI 同比增速或仍将在较低水平持续一段时间。11 月 PPI 生活资料价格同比走势上升的趋势延续，关注生产端向下游传导前期成本压力叠加疫情防控放松后需求回升对生活资料价格带来的双重影响。

风险提示：全球通胀下行缓慢；流动性回流美债；全球新冠疫情不确定。

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

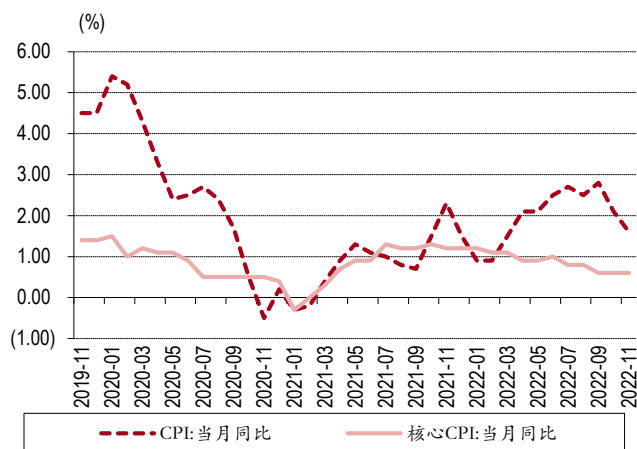
11月CPI同比增速符合预期。11月CPI环比下降0.2%，增速较10月下降0.3个百分点。从分项看，11月环比上涨的是衣着（0.3%）和交通通信（0.1%），环比下降的是食品烟酒（-0.5%）、教育文化娱乐（-0.4%）、生活用品及服务（-0.3%）以及其他用品和服务（-0.1%）；11月分项中较10月环比增速上升较多的是交通通信，居住环比增速也小幅上升，环比增速下降较多的是食品烟酒、生活用品及服务、教育文化娱乐和其他用品和服务。11月CPI同比增长1.6%，较10月下降0.5个百分点，核心CPI同比增长0.6%，连续三个月持平，服务价格同比增长0.5%，较10月上升0.1个百分点，消费品价格同比上升2.3%，较10月下降1个百分点。从分项看，11月同比增速较高的是食品烟酒（3%），其次是交通通信（2.9%）和其他用品及服务（2.3%），同比增速较10月上升的是其他用品和服务、生活用品及服务、以及教育文化娱乐，较10月同比增速下降的主要是食品烟酒和交通通信。据测算，在11月份1.6%的CPI同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.3个百分点，新涨价影响约为1.9个百分点。

11月食品同比增速涨幅回落，猪肉价格环比下降。从环比看，11月食品价格由上月上涨0.1%转为下降0.8%，影响CPI下降约0.14个百分点；从同比看，食品价格上涨3.7%，涨幅比上月回落3.3个百分点，影响CPI上涨约0.68个百分点。11月受国内疫情、季节性因素及去年同期对比基数走高等共同影响，CPI环比由涨转降，同比涨幅回落。鲜菜因天气条件较好供应充足，价格环比下降；中央储备猪肉投放工作继续开展，生猪供给持续增加，猪肉价格环比由涨转降；鲜果价格季节性环比上涨。食品价格回落是影响CPI同比增速回落的主要因素。

非食品价格环比连续三个月持平。从环比看，11月非食品价格继续持平；从同比看，非食品价格上涨1.1%，涨幅与上月相同，影响CPI上涨约0.88个百分点。非食品中，国际油价变动影响国内汽油和柴油价格环比上涨，服装价格环比上涨，受疫情影响，飞机票和宾馆住宿价格环比下降，家庭服务价格同比涨幅较10月回落。

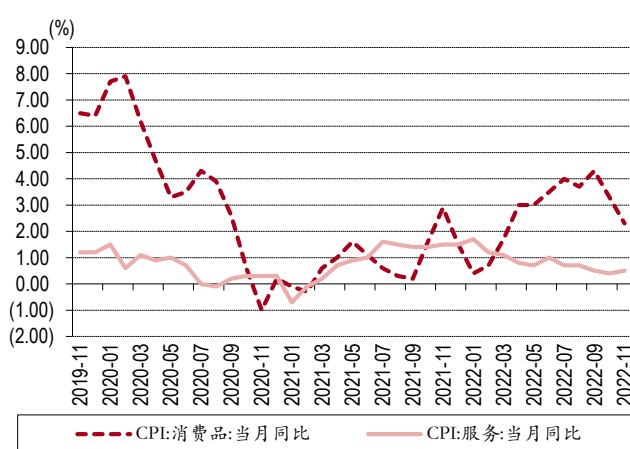
防疫措施放开之后，关注服务价格环比上涨。11月CPI同比增速下降主要是受基数效应影响，分类来看，食品价格环比下降0.8%是主要影响，非食品中服务价格环比下降0.2%，消费品价格环比下降0.1%，主要是受疫情影响，服务性消费和内需偏弱的拖累。随着国内防疫政策放松，叠加春节前假期消费季节性走强，需要关注服务价格和消费品价格环比可能超预期上升的情况，特别是在2023年一季度，叠加基数较低的影响，CPI同比增速可能超预期冲高。但另一方面当前国内经济稳增长需求较强，我们维持此前观点，认为货币政策放松宜早不宜迟，12月是较2023年一季度更好的时间窗口，关注12月经济工作会议前后是否有降息落地。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



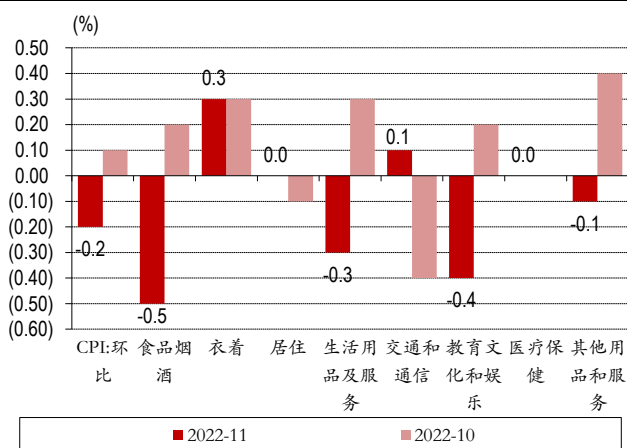
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



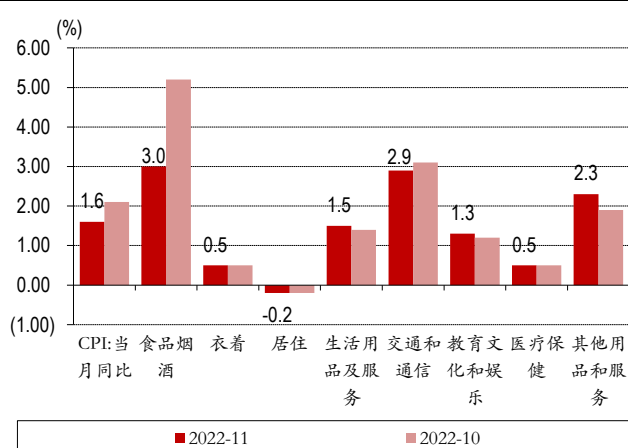
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



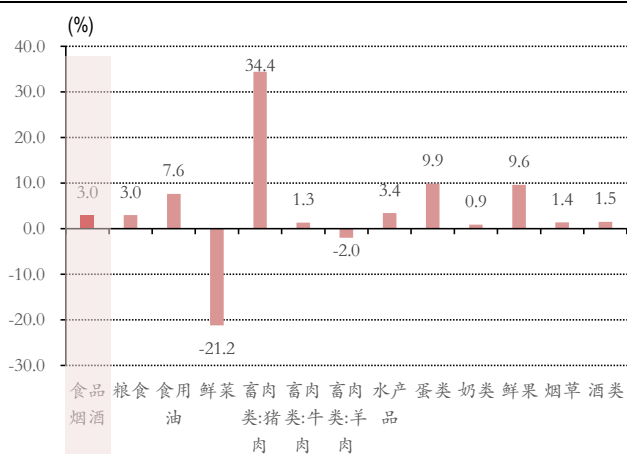
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 猪肉价格是通胀压力的主要来源



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 粮食和食用油价格同比仍在高位环比已经走低



资料来源：万得，中银证券

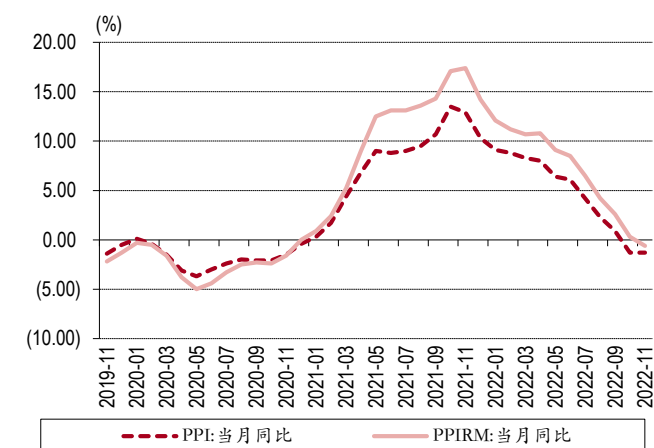
PPI

PPI 同比增速继续负增长。11 月 PPI 环比上升 0.1%，其中生产资料环比持平，生活资料环比上升 0.1%。11 月 PPI 同比下降 1.3%，较 10 月持平，其中生产资料同比下降 2.3%，较 10 月上升 0.2 个百分点，生活资料同比增长 2%，较 10 月下降 0.2 个百分点。PPIRM 同比下降 0.6%，较 10 月下降 0.9 个百分点，从构成来看，11 月同比增速上升的是农副产品（9.5%）、木材纸浆类（4.6%）、燃料动力类（4.3%）等，同比增速下降的是黑色金属（-11.5%）、建筑材料（-6.5%）、化工原料类（-5.4%）、有色金属（-4.1%）、纺织原料类（-1.6%）等，同比增速较 10 月上升的有黑色金属和有色金属等，较 10 月下降较多的则是燃料动力、化工原料、纺织原料、农副产品和建筑材料等。据测算，在 11 月份 1.3% 的 PPI 同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 -1.2 个百分点，新涨价影响约为 -0.1 个百分点。

生产资料价格环比持平，生活资料价格环比涨幅回落较大。11 月生产资料价格中，采掘业环比上升 0.6%，原材料业环比下降 0.1%，加工业环比持平。11 月受煤炭、石油、有色金属等行业价格上涨影响，PPI 环比微涨；受去年同期对比基数较高影响，同比继续下降。从环比看，煤炭保供力度加大，供给有所改善，煤炭开采和洗选业价格环比涨幅回落，钢材需求整体仍偏弱，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比降幅扩大；从同比看，调查的 40 个工业行业大类中，价格下降的有 15 个，价格上涨的有 25 个，主要行业中，价格降幅扩大的有化学原料、化纤制造，价格降幅收窄的有黑色金属、煤炭开采、有色金属，价格涨幅回落的有石油天然气、农副食品、石油煤炭及其他燃料加工业，涨幅扩大的是计算机通信。

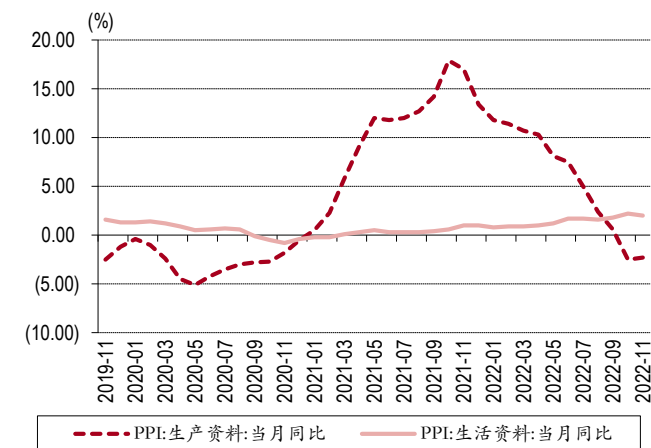
PPI 高基数将延续，但生活资料价格环比偏强。PPI 同比增速较 10 月持平，但高基数的影响至少将延续至 2023 年 4 月，因此 PPI 同比增速或仍将在较低水平持续一段时间。11 月 PPI 生活资料价格同比走势上升的趋势延续，关注生产端向下游传导前期成本压力叠加疫情防控放松后需求回升对生活资料价格带来的双重影响。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



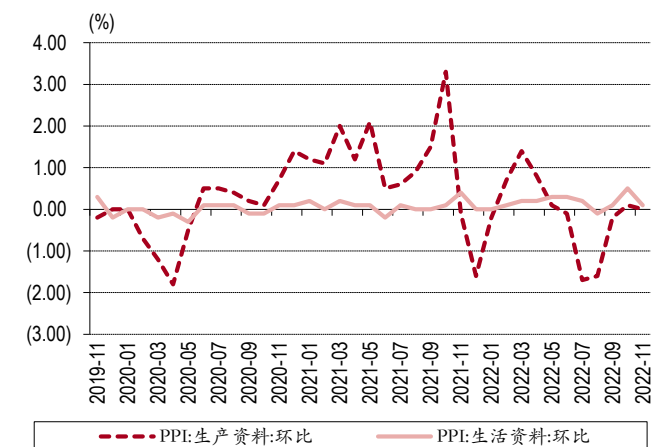
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



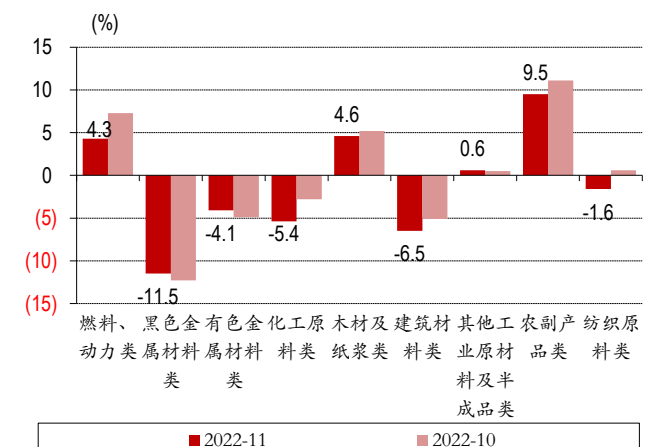
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



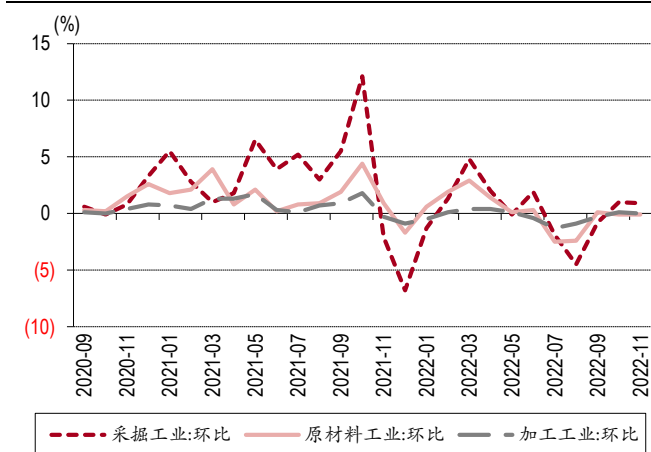
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



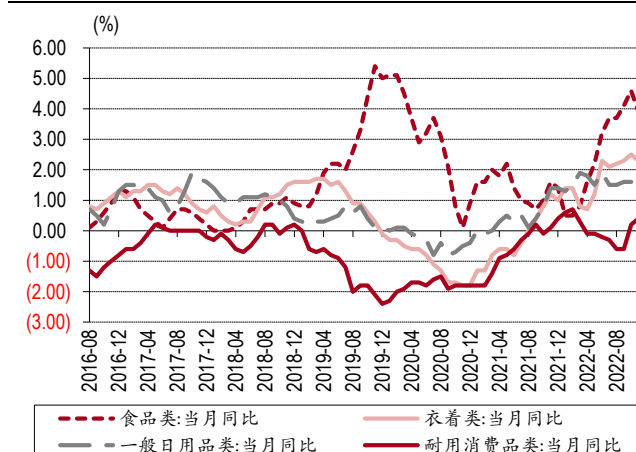
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 高基数掩盖生产资料价格走平



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比增速上行



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀下行缓慢; 流动性回流美债; 全球新冠疫情不确定。

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_49940

