

2022-12-09
宏观研究报告

该关注近期的通缩还是远期的通胀？

——11月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

CPI 重回 2% 以下。11 月 CPI 同比上涨继续放缓，基本符合市场预期。具体而言，11 月 CPI 同比增速继续放缓主因在于以下几点：**第一，去年同期基数走高致使同比数据有所回落。****第二，食品项鲜菜及猪肉贡献减弱。**一方面，本月鲜菜供应相对充足，其价格环比由正转负，叠加高基数影响，同比降幅有所扩大；另一方面，因供给偏强而需求延续低迷，11 月猪价涨幅回落明显。**第三，核心 CPI 因消费拉动不足持续低位。**11 月核心 CPI 同比持续处于 0.6% 的水平，这一方面反映出终端需求仍存在较大的修复空间，另一方面也再次强调政策端加码扩大内需的必要性。我们预计 12 月份 CPI 同比涨幅或小幅上行至 1.7%。反弹动能一是在于去年 12 月份基数有所下降。二是寒冷天气或影响鲜菜供给使其价格上扬，对 CPI 形成支撑。但上行幅度也将受到以下因素压制：**第一，消费的修复短时间内无法完成，12 月难以看到疫后需求的大规模回补；第二，目前国内猪肉供应并不紧张，前期猪价已经超涨，未来有持续回调的压力。**

PPI 维持同比负增。11 月同比与上月持平，降幅略好于市场一致预期。翘尾因素拉低 1.2 个百分点，新涨价则与上月持平。环比增速有所放缓。**PPI 同比下行主要受到去年高基数的影响。**具体行业来看，一是原材料工业同比涨幅继续回落，采掘工业及加工工业同比降幅则均有所收窄。二是环比上月，采掘业中煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业环比涨幅居前，但在保供稳价影响下，前者环比涨幅出现了较大回落。三是受地产低迷影响，黑色金属采选业/冶炼及压延加工业环比继续下行且降幅进一步扩大。四是随天气转冷，冬季供暖需求增加，电力、热力及燃气的生产和供应环比均出现较为明显的上涨。**向后看，预计随高基数影响的减弱及对生产/生活资料需求的小幅修复，12 月 PPI 同比降幅可能有所收窄，企业盈利压力或将逐渐减轻。**

需要担心远期的通胀压力吗？今年全年的通胀压力都不大，核心 CPI 及 PPI 同比持续走低都揭示出通缩是当前中国经济更典型的特征。而随近期疫情防控政策大幅放开，明年消费复苏的潜力较大，所以央行未雨绸缪提及了明年的通胀风险。我们认为明年部分行业可能会有价格上涨的空间，但是全局性的通胀仍旧很难出现。主要有以下几个原因：**第一，消费复苏不是一蹴而就的，我们认为明年消费复苏将逐级向**

上，但并非爆发式反弹，带来的通胀压力也可控。**第二，疫情防控放开对于供给端的压力未必很大。**参考全球各国人员流动的经验，国内疫情封控解除后，农民工群体外出工作的意愿可能超过其对疫情的恐惧。所以我们预计明年不会出现长时间的劳动力短缺。**第三，今年猪价上涨过快，而去库存程度不足。**4月份以来能繁母猪存栏持续回升，明年生猪供给压力不大，猪价可能会较为疲软，给通胀造成下行压力。**第四，在全球经济下行甚至衰退的背景下，工业品价格并没有大幅上涨的动力。**主要原材料价格易跌难涨。这将极大缓解通胀的压力。综合以上因素，我们认为明年出现全面性通胀的可能性较低。相比于远期概率并不大的通胀风险，政策更应着眼于目前十分显著的通缩压力。我们认为在疫情冲击和出口下行的双重压力下，稳增长政策加码的必要性较强，扩大内需是当前最核心的矛盾。

风险提示：国内疫情政策不确定性。

目录

1. 数据	5
2. CPI 重回 2% 以下	5
3. PPI 维持同比负增	6
4. 需要担心远期的通胀压力吗？	7

图表目录

图表 1：CPI 同比降至 2% 以下	5
图表 2：核心 CPI 持续低位	6
图表 3：服务价格环比继续下滑	6
图表 4：PPI 维持同比负增	6

1. 数据

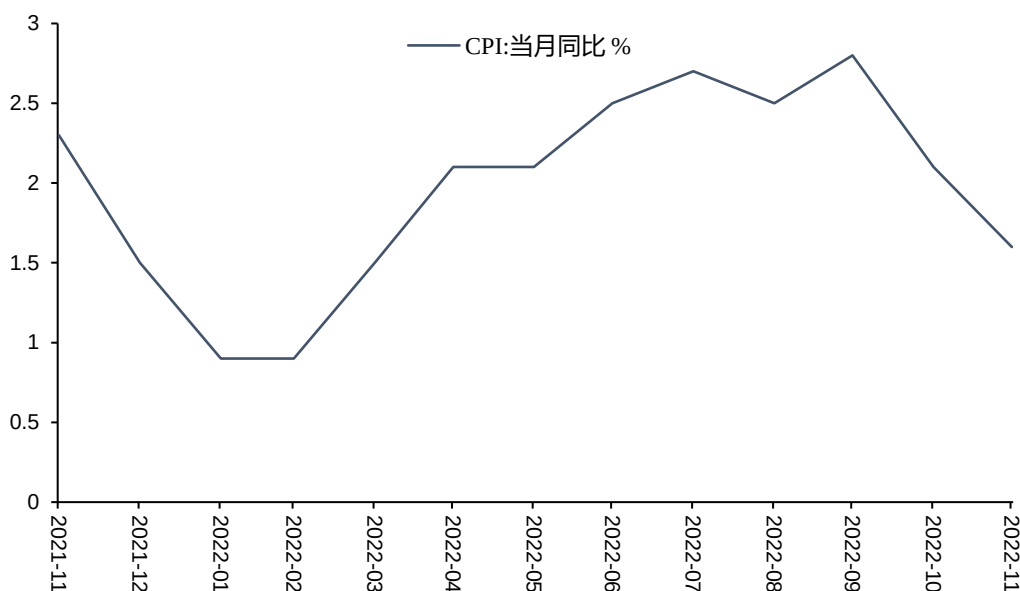
中国 11 月 CPI 同比上涨 1.6%，市场预期（Wind）1.6%，前值 2.1%。

中国 11 月 PPI 同比下降 1.3%，市场预期下降 1.5%，前值下降 1.3%。

2. CPI 重回 2% 以下

11 月 CPI 同比上涨继续放缓，涨幅较上月收窄 0.5 个百分点至 1.6%，自 2022 年 3 月以来首次降至 2% 以下，符合市场预期。

图表 1：CPI 同比降至 2% 以下



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，11 月 CPI 同比增速继续放缓主因在于以下几点：

第一，去年同期基数走高致使同比数据有所回落。本月 CPI 新涨价因素影响 1.9 个百分点，翘尾因素影响则回落至 -0.3 个百分点，前值为 0.1 个百分点，高基数在一定程度上影响本月 CPI 同比读数。

第二，食品项鲜菜及猪肉贡献减弱。比较各项对 CPI 同比拉动作用，本月食品项拉动通胀 0.68 个百分点，较上月支撑减弱明显，其同比涨幅比 10 月回落 3.3 个百分点至 3.7%；非食品项影响则为 0.88 个百分点，与上月持平。具体来看，鲜菜及猪肉两项为价格涨势进一步趋缓的主要拖累。一方面，本月鲜菜供应相对充足，其价格环比由正转负，叠加高基数影响，同比降幅有所扩大，本月同比录得 -21.1%，前值 -8.1%；另一方面，11 月猪价涨幅回落明显，同比 34.4%，前值 51.8%，环比同样转为负增。可归因于供需两端的综合作用，供给偏强而需求延续低迷。需求端，11 月疫情多点位加速传播部分及市场高价压制居民猪肉消费；供给端，养殖户压栏惜售情绪向降价走量转变，出栏节奏有所加快。

第三，核心 CPI 因消费拉动不足而维持低位。11 月核心 CPI 同比与上月持平，持续处于 0.6%

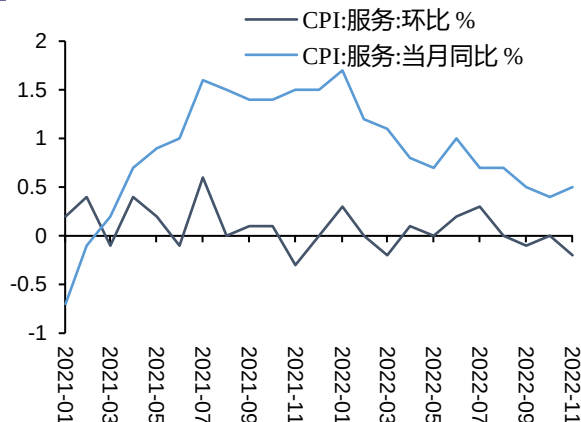
的水平，商品与服务同比均未现实好转，前者同比增速继续放缓 1 个百分点，后者同比虽比上月增加 0.1 个百分点至 0.5%。环比而言，本月服务价格下降 0.2%。这一方面反映出当下终端需求仍存在较大的修复空间，另一方面也再次强调政策端加码扩大内需的必要性。

图表 2：核心 CPI 持续低位



料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：服务价格环比继续下滑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

我们预计 12 月份 CPI 同比涨幅或小幅上行至 1.7%。反弹动能一是在于去年 12 月份基数有所下降。二是寒冷天气或影响鲜菜供给使其价格上扬，对 CPI 形成支撑。但上行幅度也将受到以下因素压制：第一，消费的修复短时间内无法完成，12 月难以看到疫后需求的大规模回补；第二，目前国内猪肉供应并不紧张，前期猪价已经超涨，未来有持续回调的压力。

3. PPI 维持同比负增

11 月同比下降 1.3%，与上月持平，降幅略好于市场一致预期。翘尾因素拉低 1.2 个百分点，新涨价则与上月持平，影响-0.1 个百分点，环比小幅上行 0.1%，增速有所放缓。

图表 4：PPI 维持同比负增



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_50009

