

宏观点评

2022年11月物价数据点评：“通缩”预警

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

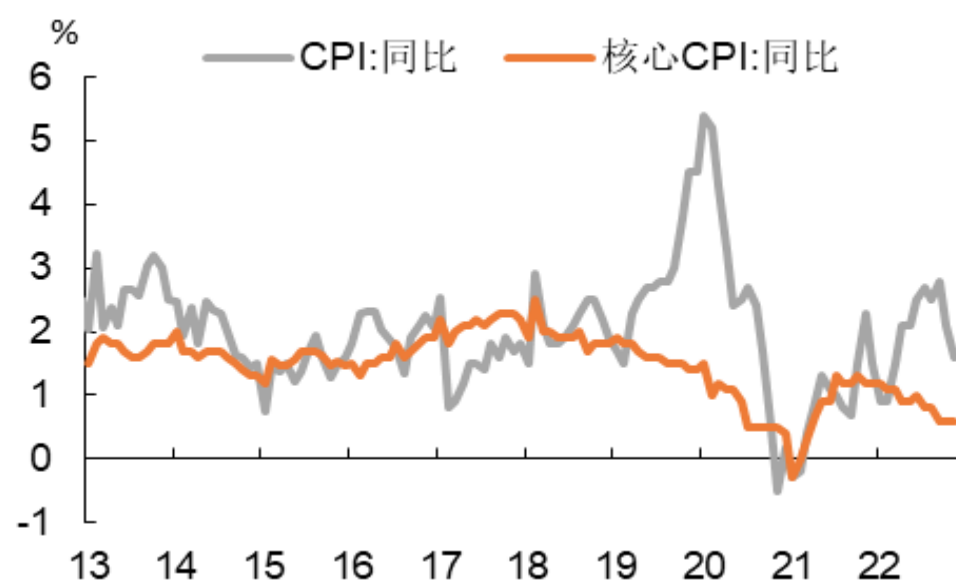
- **CPI同比增速下滑，且低于市场预期。**11月CPI同比增速1.6%，较10月下滑0.5个百分点，主因去年同期高基数的扰动。剔除食品和能源的核心CPI同比增速0.6%，持平于10月。CPI环比表现弱于季节性规律。具体地：**1）食品分项表现偏弱。**鲜菜供给充足，价格超季节性下行。猪肉供需缺口收窄，价格有所回落。不过，鸡蛋价格走势偏强，主要受蛋鸡存栏量偏低、饲料成本抬升的影响，猪肉价格高位下也有一定替代性消费。**2）核心CPI表现低迷。**一则，受PPI持续下行、终端消费低迷的影响，除能源外的工业消费品或加大降价促销力度，环比下行幅度均强于季节性。二则，受房地产市场低迷影响，CPI居住分项环比基本持平。不过，CPI服务价格边际企稳，持平于季节性表现，或受益于防疫政策持续优化。**3）能源价格抬升对CPI构成一定支撑。**因国内成品油价格的调整略滞后于国际油价，11月CPI交通工具用燃料价格分项环比上涨2%，预计12月由涨转跌。
- **PPI环比增速略有上行，同比增速持平于-1.3%。**其中，生产资料环比持平，基数支撑其同比跌幅收窄；生活资料环比略有上行，同比增速自近十年高位有所回落。分行业看，PPI环比表现的支撑有三：**1）能源动力相关行业价格走强，**因国际油价阶段性反弹，且国内冬季供暖需求增加。**2）有色金属价格小幅上行。**美元指数回落，提振大宗商品风险偏好；中国托底房地产、优化防疫措施的政策频出，缓解市场对需求走弱的担忧；低库存亦支撑“铜博士”价格表现。**3）中游制造及下游消费板块价格稳中有进。**一方面，猪肉价格仍处高位，抬升农副食品加工业、食品制造业成本。另一方面，再贷款及贴息政策提振设备更新改造需求，支撑通用设备、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备，计算机通信和其他电子设备等中游制造行业价格表现。不过，**黑色金属及化学品行业价格走弱，一定程度上拖累PPI环比表现。**地产用钢需求偏弱继续拖累黑色金属行业价格；化工品面临现实需求较弱、新增产能临近投放双重压制，因而对宏观预期回暖的利好反映相对有限。
- **11月CPI增速下行，PPI持平于负值区间，“通缩”的物价环境侧面反映中国经济面临内外部需求不足的问题。**在此背景下，11月以来政策在优化疫情防控、托底房地产市场方面持续发力，但**向国内需求传导、落地见效的过程仍有堵点。**一方面，防疫政策优化初期，居民消费信心依然不足，或需辅之以补贴大件商品、阶段性减免个税、发放消费券等措施，助力消费修复斜率的提升。另一方面，近期各类政策对地产融资支持的力度较强，虽有助于解决地产企业短期流动性问题，但对房地产销售的刺激较为间接，仍需从降低按揭贷款利率、取消限售限购、降低首付比例、增强税费优惠力度等方面入手托底地产销售。

一、食品拖累CPI增速下行

CPI同比增速下滑，且低于市场预期。11月CPI同比增速1.6%，较上月下滑0.5个百分点，主因去年同期高基数的扰动。剔除食品和能源的核心CPI同比增速0.6%，持平于上月。**CPI环比表现弱于季节性规律。**具体地：

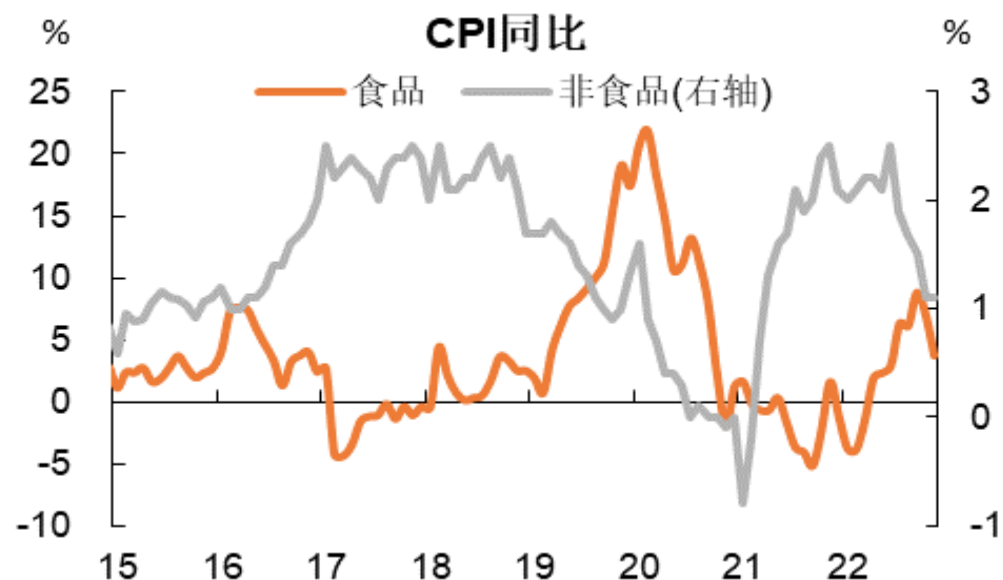
- **1) 食品分项表现偏弱，尤其是鲜菜、猪肉价格下行。**一则，鲜菜供给充足，价格超季节性下行。今冬天气条件有利于蔬菜种植，且11月下旬全国蔬菜在田面积同比增加140万亩。二则，猪肉供需缺口收窄，价格有所回落。11月多地疫情散发影响餐饮需求，价格高位抑制腌腊需求；同时，发改委多次投放猪肉储备，养殖端大猪开始陆续出栏。**往后看**，尽管春节需求旺季临近、防疫政策优化一定程度上有助于餐饮需求的释放，但前期养殖端压栏惜售和二次育肥的投机行为屡见不鲜，大体重猪源供应或相对充裕，不排除猪肉价格旺季不旺的可能性。**不过**，鸡蛋价格走势偏强，主要受蛋鸡存栏量偏低、饲料成本抬升的影响，猪肉价格高位下也有一定替代性消费。
- **2) 核心CPI表现低迷，除原油外的工业消费品价格较快走弱。**一则，受PPI持续下行、终端消费低迷的影响，家用器具、交通工具、通信工具等工业消费品或加大降价促销力度，环比下行幅度均强于季节性。二则，受房地产市场低迷影响，CPI居住分项环比基本持平，其中租房房租环比收缩0.2%，持续低于季节性均值水平。**不过**，CPI服务价格边际企稳，持平于季节性表现，或受益于防疫政策持续优化。尤其是，旅游分项CPI环比跌幅低于往年同期，一定程度上缓解了核心CPI的通缩压力。
- **3) 不过，能源价格抬升对CPI构成一定支撑。**布伦特原油期货价格10月有所反弹、11月以来较快下跌，因国内成品油价格的调整略滞后于国际油价，11月CPI交通工具用燃料价格分项环比上涨2%，预计12月由涨转跌。

图表 1 11月CPI同比增速下滑，核心CPI同比低位持平



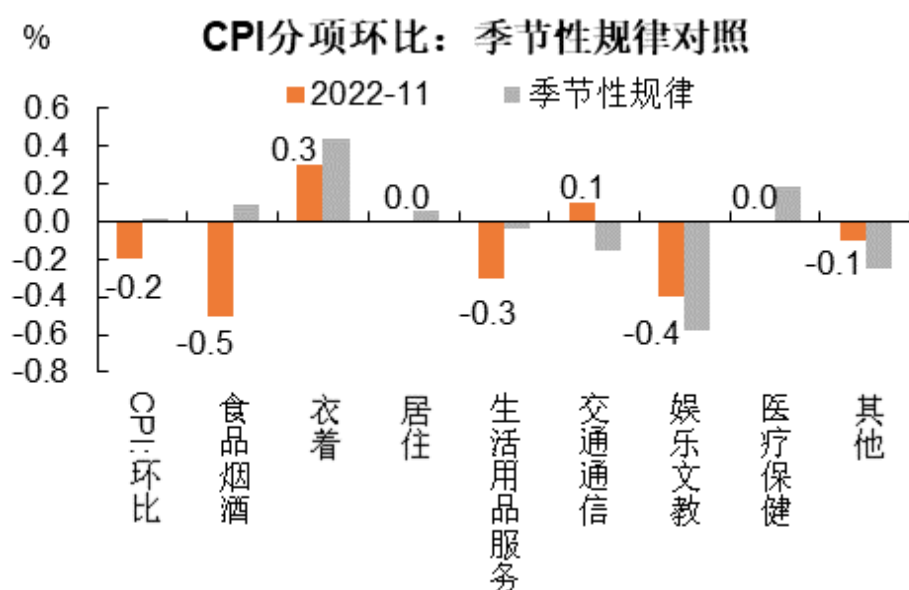
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 2 11月CPI食品项同比增速下行，非食品项持平



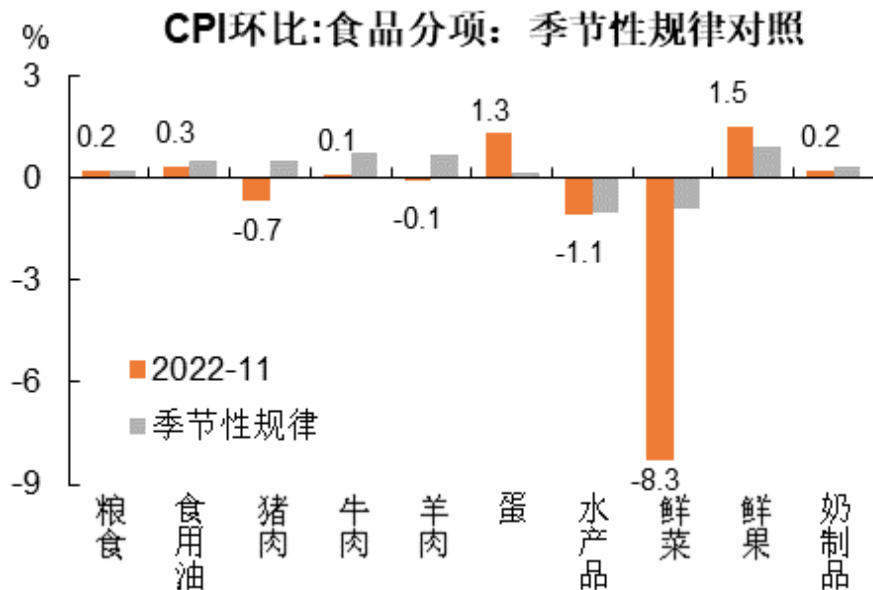
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 3 11月CPI环比增速超季节性下行



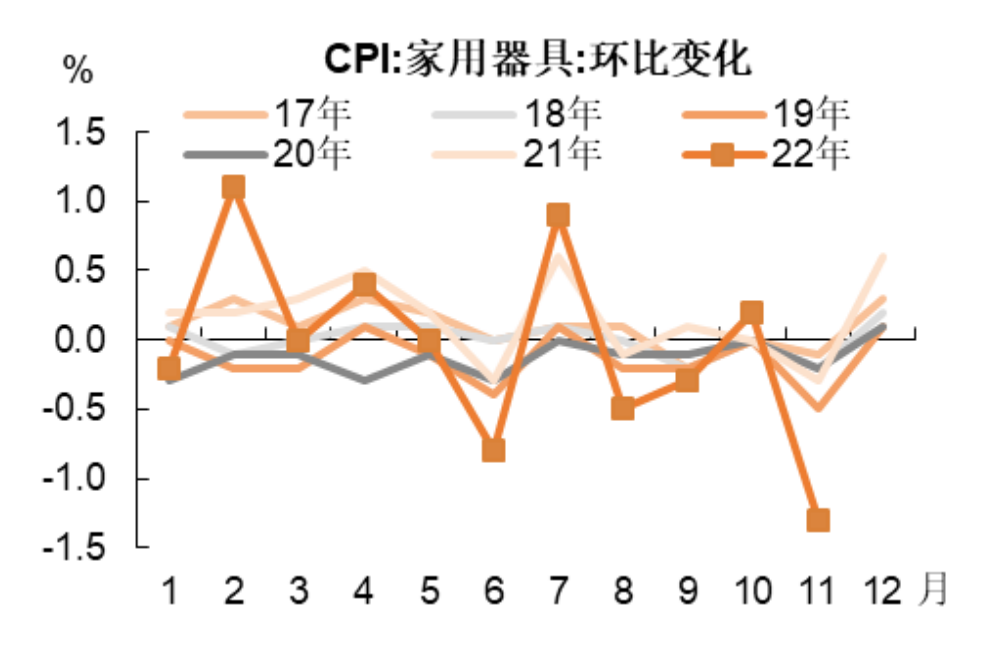
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 4 11月鲜菜、猪肉等食品价格超季节性下行



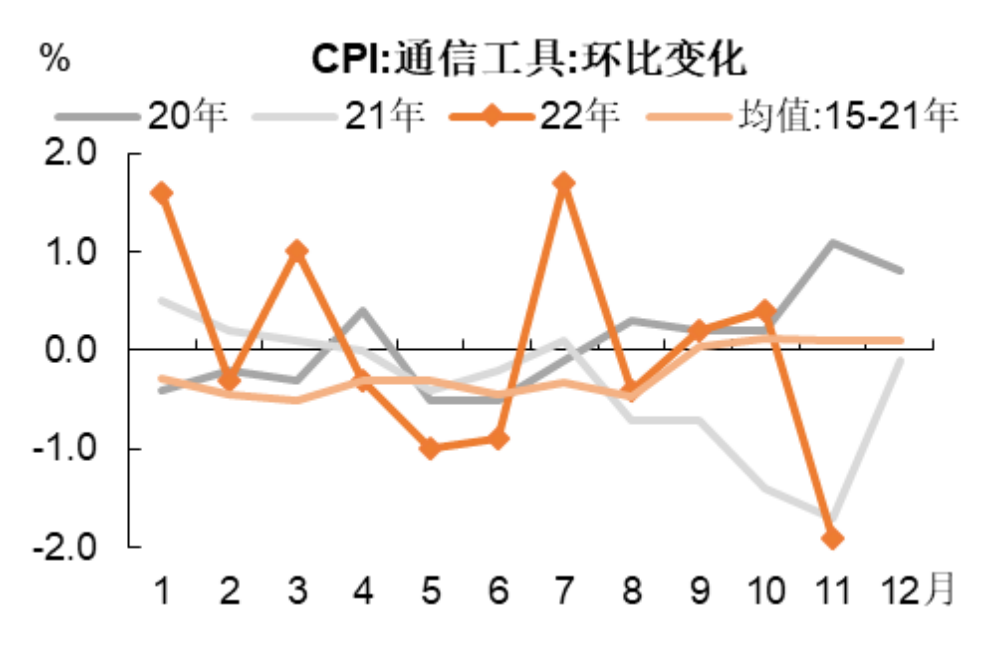
资料来源：wind，平安证券研究所

图表 5 11月CPI家用器具环比增速大幅走弱



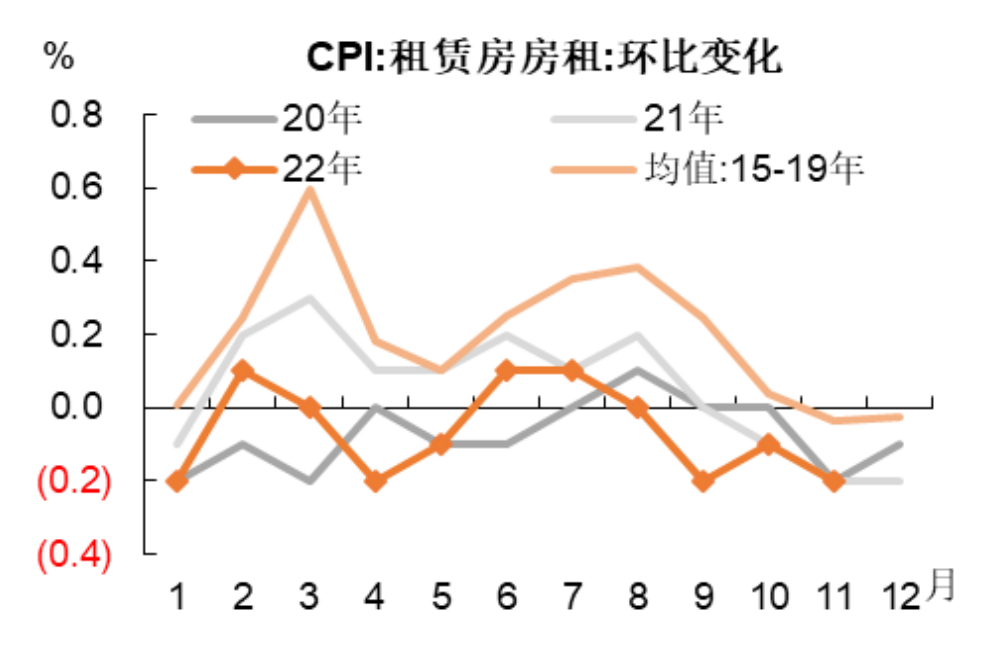
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 6 11月CPI通信工具环比较快收缩



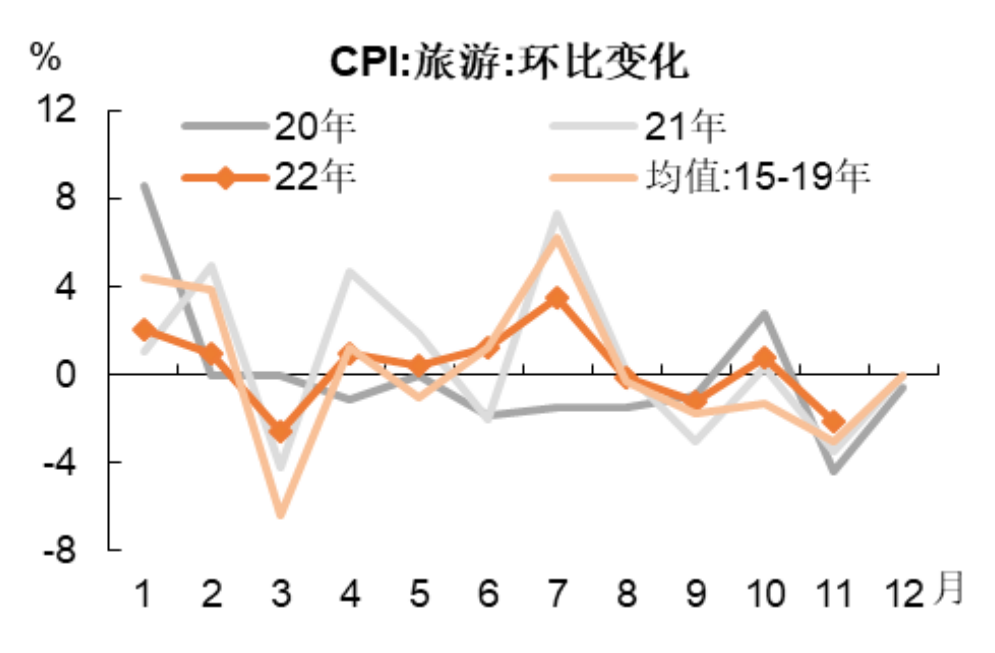
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 7 11月CPI租赁房房租环比继续收缩



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 8 11月CPI旅游环比增速强于季节性均值

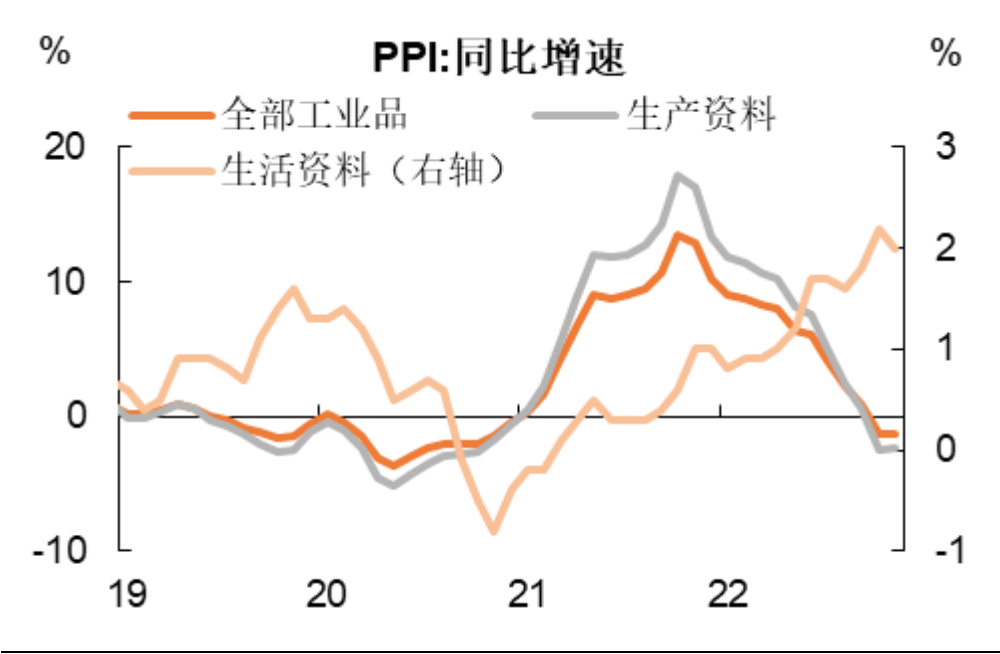


资料来源: wind, 平安证券研究所

二、PPI同比持平于负值区间

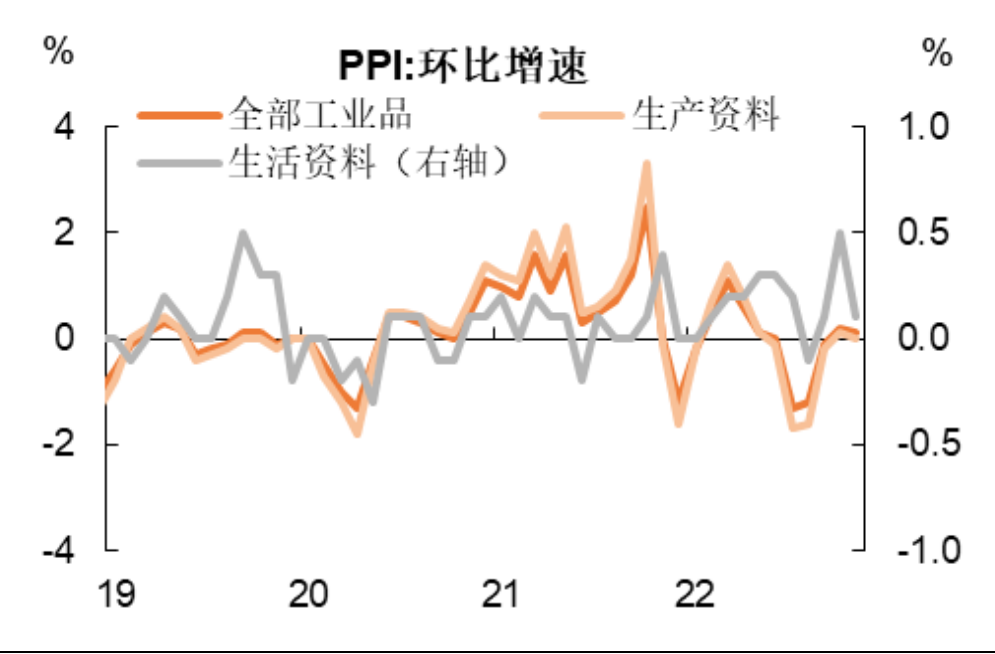
PPI环比增速略有上行，同比增速持平于-1.3%。其中，生产资料环比持平，基数支撑其同比跌幅收窄；生活资料环比略有上行，同比增速自近十年高位有所回落。生活资料中耐用消费品类环比增速回落0.7个百分点，与CPI家用器具等工业消费品价格走弱的态势相吻合。

图表 9 11月PPI同比增速持平于-1.3%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 10 11月PPI各分项环比增速回落



资料来源: wind, 平安证券研究所

分行业看，30个子行业中，有14个价格环比提升，7个环比持平，9个行业出厂价格环比下行。**PPI环比表现的支撑有三：**

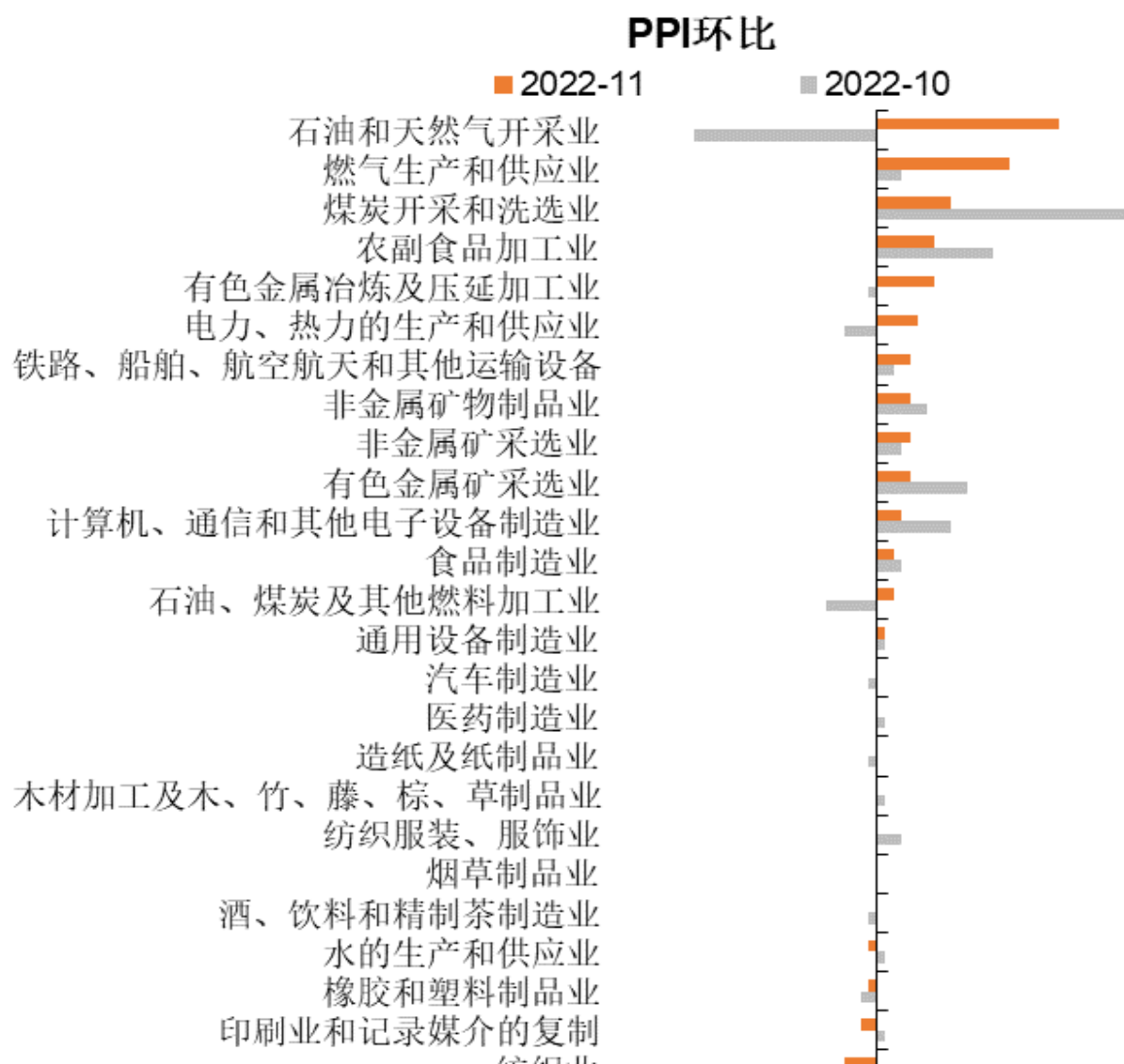
1）能源动力相关行业价格走强，因国际油价阶段性反弹，且国内冬季供暖需求增加。石油和天然气开采业、燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业、电力热力生产和供应业价格环比分别上涨2.2%、1.6%、0.9%和0.5%。

2）有色金属价格小幅上行。一方面，美联储加息预期降温、美元指数回落，提振大宗商品风险偏好；另一方面，中国托底房地产、优化防疫措施的政策频出，一定程度上缓解市场对有色金属需求走弱的担忧；同时，全球铜库存已去化至近年同期低位，低库存亦支撑“铜博士”价格表现。有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别上涨0.4%、0.7%。

3）中游制造及下游消费板块价格稳中有进。一方面，猪肉价格仍处高位，抬升农副食品加工业、食品制造业成本，价格环比分别上行0.7%、0.2%。另一方面，再贷款及贴息政策提振设备更新改造需求，支撑通用设备，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备，计算机通信和其他电子设备等中游制造行业价格表现。

不过，黑色金属及化学品行业价格走弱，一定程度上拖累PPI环比表现。地产用钢需求偏弱继续拖累黑色金属行业价格；化工品面临现实需求较弱、新增产能临近投放双重压制，因而对宏观预期回暖的利好反映相对有限。黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、化学原料及化学制品制造业价格环比跌幅分别为2.6%、2.2%、1.9%、1%。

图表 11 11月各行业PPI环比增速分化较为明显



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_50017

