通胀继续走弱，需求仍然疲软

——11 月价格数据点评

核心观点：

11月CPI同比上涨1.6%，低于市场预期，环比由升转降；PPI同比下跌1.3%，依然处于负值区间，环比有所回落。CPI继续走弱主要受国内总需求疲软，猪肉、鲜菜价格下行超预期影响。未来猪肉价格和成品油价格下行走势或共同导致12月CPI继续维持低位。11月PPI表现同样较弱，主要受工业生产、地产投资偏弱，导致相应国内定价工业品价格偏低。年内通胀维持低位水平，意味着对于货币政策的掣肘基本缓解。但仍需适当关注外部输入性通胀以及疫情防控优化调整后需求释放所可能引致的通胀中期反弹。

内容摘要：

- **11月CPI持续偏弱，年内CPI或维持低位水平**

11月CPI同比上涨1.6%，涨幅较上月的2.1%回落0.5个百分点，低于市场预期的2.0%。11月CPI环比由涨转跌，跌幅为0.2%。我们认为11月通胀不及预期有以下几方面原因：总需求仍然相对疲软，猪肉、鲜菜等CPI食品分项11月价格下行继续超预期。展望未来，猪肉价格和成品油价格的下行走势或共同导致12月CPI维持低位。

- **11月PPI环比涨幅有所回落**

11月PPI同比下跌1.3%，与上月持平，环比上涨0.1%，较前值0.2%有所回落。国内定价方面，由于工业生产、建筑业需求偏弱，导致相应国内定价工业品价格走弱。国际定价方面，国际原油价格进入下行通道，有色金属价格有一定幅度上涨。

- **政策约束解除，但仍应适当关注中期通胀的反弹**

从目前的情况来看，年内通胀可能维持目前的低位水平。这意味着价格因素对于货币政策的掣肘基本缓解，明年开年央行可以更加自主配合“稳增长”。但央行同时也表示表示尽管物价涨幅总体温和，但要警惕未来通胀反弹压力。我们认为，外部输入性通胀压力及国内各地疫情防控政策的优化调整释放需求所可能引致的通胀反弹风险，仍然需要警惕。

风险提示：

疫情反复超预期，国内经济与预期不一致，地缘政治风险超预期。

分析师：樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：15221881900
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

1、《被低估的政策如何看待针对地产行业的“三支箭”？》2022.12.08

2、《出口增速是否已经触底？11月外贸数据点评》2022.12.07

3、《多因素导致短期经济回落 11 月 PMI 数据以及未来经济展望》2022.11.30

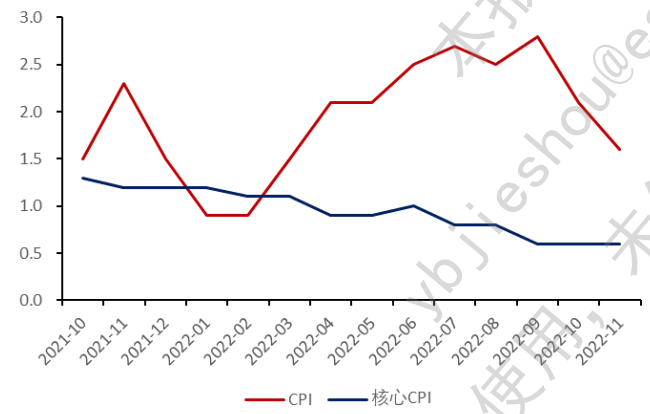
本报告仅供邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

1 11 月 CPI 持续偏弱，年内 CPI 或维持低位水平

11 月 CPI 同比上涨 1.6%，涨幅较前值回落 0.5 个百分点，低于市场预期的 2.0%；11 月 CPI 环比由升转降，由上月上涨 0.1%转为下降 0.2%。我们认为 11 月通胀不及预期有以下几方面原因：

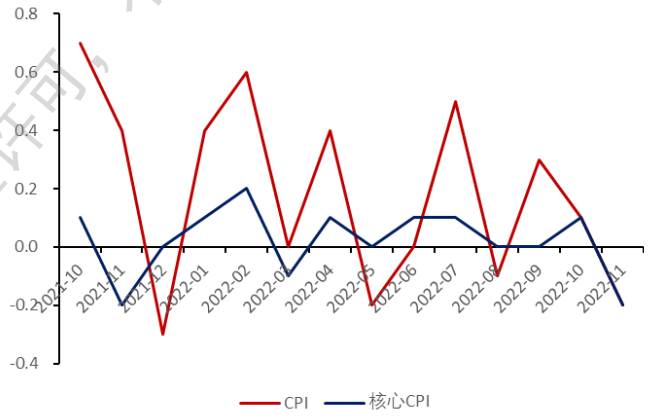
首先，总需求可能仍然相对疲软。核心 CPI 环比下跌 0.2%，略低于往年 11 月水平；核心同比 0.6%，连续三个月持平。其中，服务业 CPI11 月环比下跌 0.2%，较前值下跌 0.2 个百分点，可能反映出服务业需求乃至总需求比较疲软。

图表 1：CPI、核心 CPI 当月同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：CPI、核心 CPI 环比



资料来源：Wind，国联证券研究所

其次，CPI 食品分项 11 月价格下行超预期。其中，猪肉价格环比由涨转跌，跌幅为 0.7%，前期快速上涨势头出现扭转；鲜菜价格环比下跌 8.3%，鲜果价格环比上涨 1.5%。猪肉和蔬菜均对 CPI 食品分项整体的环比增长构成了明显的拖累，其中鲜菜拖累最为明显。叠加去年 11 月食品环比高基数的影响，11 月食品 CPI 同比从上个月的 7.0%下滑到 3.0%，是 CPI 同比回落的重要原因。具体而言，11 月 CPI 猪肉同比涨幅放缓至 34.4%（前值 51.8%），鲜菜同比跌幅继续扩大到-21.2%（前值-8.1%）；鲜果同比涨幅下滑到 9.6%（前值 12.6%）。

鲜菜是导致 CPI 走弱的最主要分项。11 月，全国大部地区气温较同期偏高，西北地区东部、华北、东北南部及华南南部等地降水偏多，黄淮海及长江流域降水偏少，天气整体有利于蔬菜生长，随着 11 月时令鲜菜大量上市，国内鲜菜供应相对充足，导致鲜菜价格环比跌幅有所扩大。

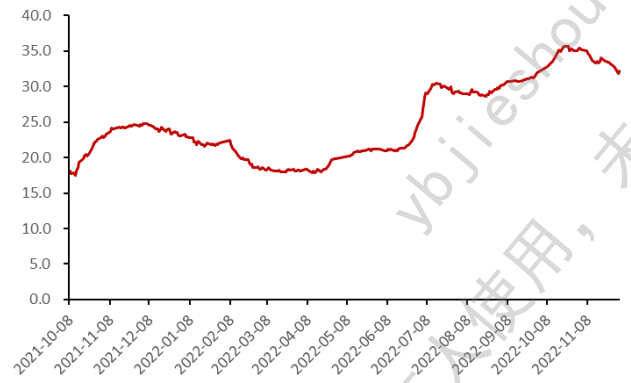
11 月猪肉价格下跌也对 CPI 构成了拖累。一方面，进入 11 月份，国内猪肉消费持续疲软，规模猪企落袋情绪陡增，出栏增量、降价走量的现象较为普遍，而散养户压栏增重、二次育肥的情绪减弱，市场集中出栏现象突出；另一方面，疫情防控政策依然较紧，进一步加剧了下游市场猪肉走货的难度，屠宰场下游供货订单大幅下降，压价情绪骤增。两方面因素共同造成了 11 月猪肉价格快速下跌。

本报告仅供 ybjieshou@eastmoney.com 邮箱所有人使用，未经许可，不得外传

再次，从 CPI 能源分项看，尽管平均 11 月国际原油价格有所下跌，但原油价格从 11 月 7 日才开始进入下行通道，传导需要一定时间，所以 11 月 CPI 分项中与原油价格相关的交通工具燃料、水电燃料价格环比仍有上涨，对 CPI 形成了一定支撑，部分对冲了食品项对 CPI 的拖累。其中，11 月交通工具燃料价格环比上涨 2.0%，水电燃料环比上涨 0.3%。

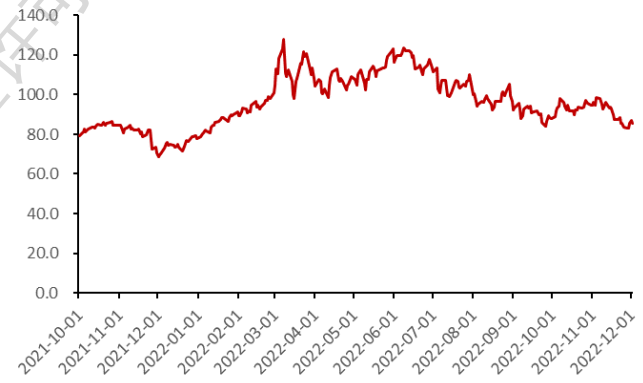
展望未来，12 月 CPI 或继续维持低位。目前生猪正处于集中出栏、消化前期“压栏惜售”阶段，我们预计 12 月猪肉价格会继续环比下跌。尽管春节临近，南方“腌腊潮”或推动猪肉需求量增加，但不足以对冲生猪集中出栏带来的价格下跌。受近期成品油价格连续下调影响，我们预计能源分项对 CPI 的支撑将减弱，甚至不排除成为拖累。

图表 3：全国猪肉平均价格（元/公斤）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：布伦特原油现货价格（美元/桶）



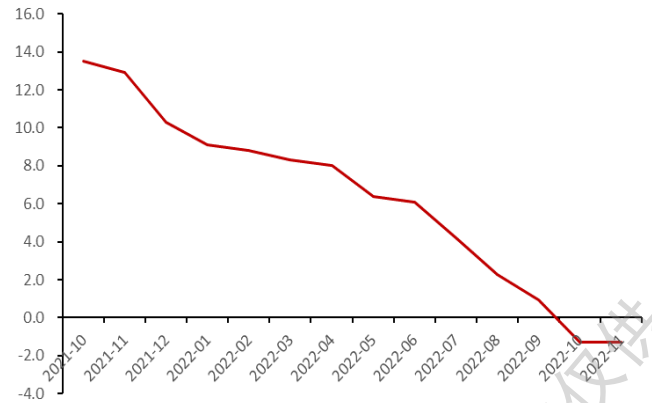
资料来源：Wind，国联证券研究所

2 11 月 PPI 涨幅有所回落

11 月 PPI 同比下跌 1.3%，与上月持平；环比上涨 0.1%（前值上涨 0.2%），涨幅有所缩窄。

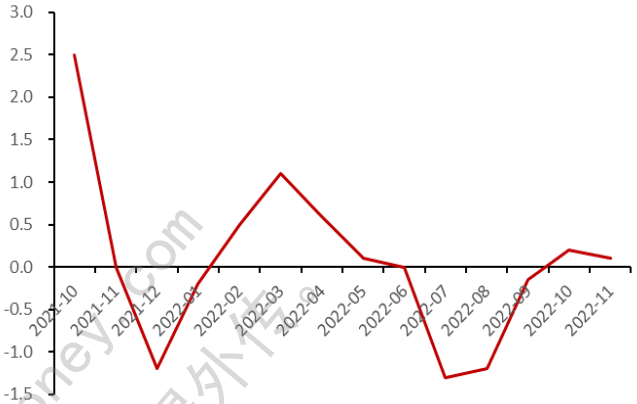
本报告仅供 ybjieshou@eastmoney.com 邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

图表 5：PPI 当月同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

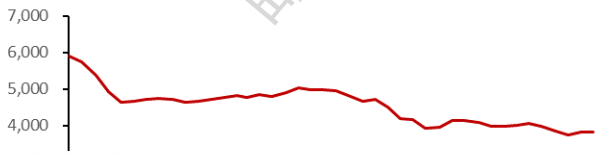
图表 6：PPI 环比



资料来源：Wind，国联证券研究所

国内定价的商品方面，由于工业生产、建筑业需求偏弱，导致相应国内定价工业品价格走弱。由于 11 月疫情多点频发对局部地区的工厂作业和工地施工有所抑制，地产投资拖累建筑业需求偏弱，导致对相关工业品的需求减少，螺纹钢现货价格从 10 月平均 3871 元/吨下跌到 11 月平均 3753 元/吨，对应黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 1.9%。另外，今年全国大部地区气温较同期偏高，导致采暖用煤炭需求量低于预期，煤炭开采和洗选业涨幅缩窄到 0.9%，较上月缩小 2.1 个百分点。煤炭价格也受此影响，京唐港山西产动力煤平仓价从 10 月平均的 1584 元/吨回落至 11 月平均的 1446 元/吨。

图表 7：螺纹钢现货价（元/吨）



图表 8：京唐港山西产 Q5500 动力煤平仓价（元/吨）

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_50021