



证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

11月通胀低迷，下月或有小幅回升

——东海看数据之：11月通胀数据

投资要点

- **事件：**12月9日，统计局发布11月通胀数据。11月，CPI当月同比1.6%，前值2.1%；环比-0.2%，前值0.1%。PPI当月同比-1.3%，前值-1.3%；环比0.1%，前值0.2%。
- **核心观点：**我们认为国内通胀反映的三条线索并未改变。1.需求仍然较弱：核心通胀仍然较为低迷。2.商品价格下行利好下游制造业利润的修复：PPI与CPI剪刀差继续为负，下游成本可能改善。3.通胀短期不会成为货币政策的掣肘，往后看，随着国内疫苗接种数量的不断增加，疫情后开放的经验来看，服务业消费有望进一步恢复，但短期内需求恢复的速度不会太快，因此通胀总体或将保持平稳。
- **CPI涨幅回落明显。**11月CPI环比-0.2%，低于近5年均值-0.02%，主要源于食品价格拖累、季节性因素及去年同期基数走高等共同影响。
- **鲜菜和猪肉价格下降明显。**11月CPI食品价格同比3.7%，前值7%，涨幅较上月回落3.3个百分点；环比-0.8%，低于近5年均值0.02%。食品中，鲜菜价格环比同比均大幅下降，环比-21.2%，同比-8.3%，前值分别为-8.1%和-4.5%，主要由于天气条件较好供应充足；由于中央储备猪肉投放工作的继续开展，生猪供给持续增加，猪肉价格由涨转降，猪价环比-0.7%，同比34.4%，较上月下降17.4个百分点。
- **核心CPI仍维持低位。**11月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比0.6%，与10月持平。核心CPI环比-0.2%，较10月下降0.3个百分点，但略高于近5年同期平均水平-0.08%。受消费需求修复偏缓的影响，核心CPI仍处于偏低水平，后续政策面在促消费方面空间较大。
- **CPI继续走低，预计12月温和上行。**11月食品价格环比转负，鲜菜价格回落明显，主要由于鲜菜供应相对充足；短期内消费偏弱持续抑制核心CPI。进入12月后，随着防疫政策的持续优化，国内人员流动约束基本解除，长期压制消费的因素将迎来反转。另一方面，在生猪供给见顶、疫情需求边际改善以及中央储备政策的干预下，预计猪价上行相对可控，将部分对冲CPI上行压力。同时，12月基数将由2.3%回落至1.5%，高基数影响明显减弱。预计今年12月CPI同比将温和上行，明年一季度受低基数影响，CPI有阶段性冲高的可能。
- **PPI维持低位。**11月PPI同比-1.3%，与上月持平，而从环比来看，已连续两个月转正，PPI维持低位主要由于去年同期基数仍然较高。其中生产资料价格环比0%，较上月回落0.1个百分点；生活资料价格环比0.1%，较上月回落0.4个百分点。分行业来看，煤炭开采和洗选业价格环比上涨0.9%；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下降1.9%，降幅扩大1.5个百分点。往后看，随着疫情带来的供应链冲击的影响减弱，稳地产政策接连落地，有望带动国内工业品价格的回暖。但另一方面在海外经济衰退的背景下，全球需求走弱，国际原油价格回落，预计PPI整体维持低位震荡。
- **风险提示：**疫情反复超预期，海外局势变化超预期。

正文目录

1. 食品价格明显拖累 CPI	4
2. PPI 维持低位	5
3. 核心观点	6
4. 风险提示	7

图表目录

图 1 CPI 当月同比, %	4
图 2 CPI 环比季节性规律, %	4
图 3 鲜菜价格环比季节性规律, %	4
图 4 生猪价格周平均, 元/千克	4
图 5 CPI 八大类当月同比, %	5
图 6 核心 CPI 当月同比, %	5
图 7 核心 CPI 环比, %	5
图 8 PPI 当月同比, %	6
图 9 PPI:生产和生活资料类环比, %, %	6
图 10 布伦特原油月平均价格, 美元/桶	6
图 11 黑色和有色金属冶炼和压延加工业环比, %	6
图 12 PPI-CPI 剪刀差, %	7

事件：12月9日，统计局发布11月通胀数据。11月，CPI当月同比1.6%，前值2.1%；环比-0.2%，前值0.1%。PPI当月同比-1.3%，前值-1.3%；环比0.1%，前值0.2%。

1. 食品价格明显拖累 CPI

CPI 环比涨幅回落明显。11月CPI环比-0.2%，低于近5年均值-0.02%，主要源于季节性因素及去年同期对比基数走高等共同影响；鲜菜价格和猪肉价格的下降对CPI影响明显。

鲜菜和猪肉价格下降明显。11月CPI食品价格同比3.7%，前值7%，涨幅较上月回落3.3个百分点，环比-0.8%，低于近5年均值0.02%。食品中，鲜菜价格环比同比均大幅下降，环比-21.2%，同比-8.3%，前值分别为-8.1%和-4.5%，主要由于天气条件较好供应充足；由于中央储备猪肉投放工作的继续开展，生猪供给持续增加，猪肉价格由涨转降，猪价环比-0.7%，同比34.4%，较上月下降17.4个百分点。

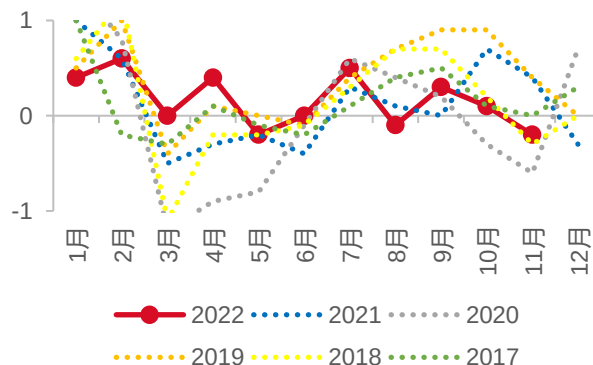
非食品价格表现与上月持平。11月CPI非食品价格同比1.1%，前值1.1%；环比0%，略高于近5年均值-0.02%。从细分项来看，仅交通和通信同比涨幅回落，当月同比2.9%，较前值回落0.2个百分点，教育文化和娱乐、生活用品及服务涨幅较上月均有所扩大，衣着、居住和医疗保健持平。

图1 CPI 当月同比，%



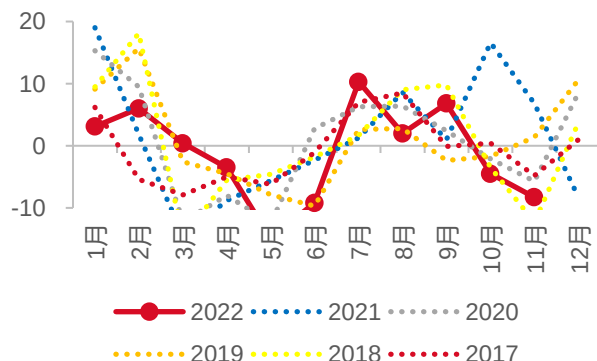
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 鲜菜价格环比季节性规律，%



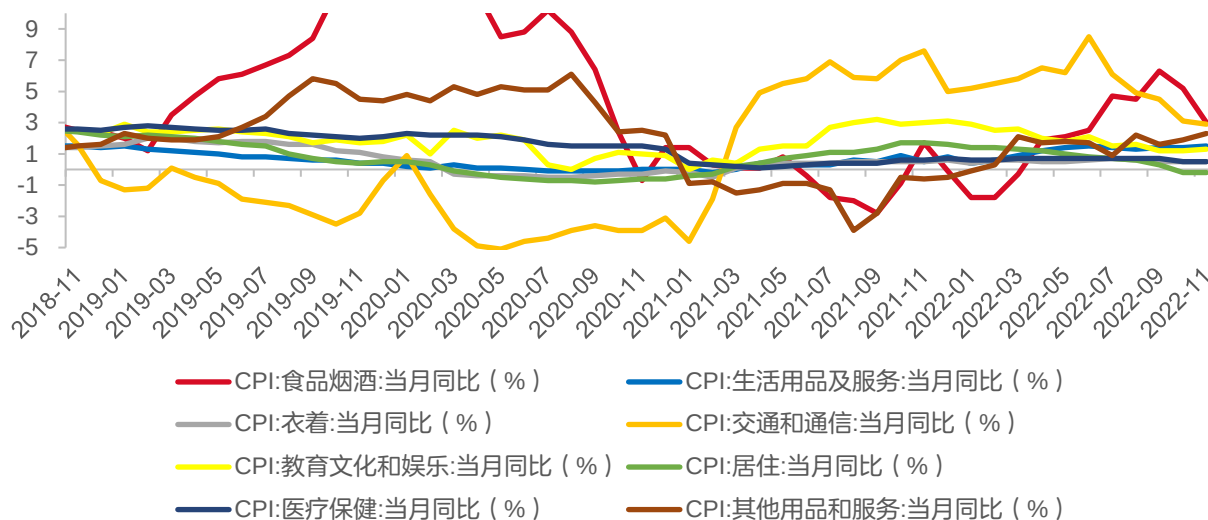
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 生猪价格周平均，元/千克



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 CPI八大类当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

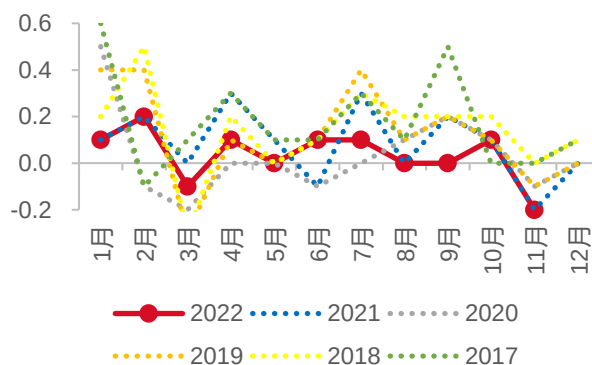
核心CPI仍维持低位。11月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比0.6%，与10月持平。核心CPI环比-0.2%，较10月下降0.3个百分点，略高于近5年平均水平-0.08%。受消费需求修复偏缓的影响，核心CPI仍处于偏低水平，后续政策面在促消费方面空间较大。

图6 核心CPI当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 核心CPI环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

CPI继续走低，预计12月温和上行。11月食品价格环比转负，鲜菜价格回落明显，主

西由于鲜菜供应相对充足，后期由于消费疲软性抑制核心CPI。进入12月后，随着防疫放

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_50025

