

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

通胀阶段性低点可能已经过去

2022年12月10日

- **猪价回调, CPI 延续下行态势。**自9月通胀高点后, 11月CPI同比增速进一步回落, 核心CPI同比增速与10月持平。从八大分项来看, 食品烟酒项环比变化明显低于其季节性, 背后的主要原因在于供给端的变化, 一是受中央投储调控影响, 猪价与同比增速均有回调。由于中央继续投放储备猪肉, 猪肉供给充足, 导致猪价出现回调, 猪肉价格增速对CPI的支撑力度有所减弱。二是鲜菜市场供给充足, 拖累程度明显加深。这背后主要是因为冬季蔬菜大量上市, 市场供应充足压低菜价。蔬菜价格CPI同比拖累作用明显扩大, 是11月食品价格走弱的主要拖累。油价方面, 根据国际油价变化, 国内成品油开启新一轮调价窗口, 国家发改委在11月上调及下调成品油价格各一次, 汽油、柴油涨幅收窄拖累交通通信项同比表现。总体来看, 消费品延续走弱, 服务消费小幅上扬。
- **大宗商品价格普涨支撑 PPI 环比涨幅。**受煤炭、石油、有色金属等行业价格环比上涨影响, 11月PPI环比变化维持在正区间, 但在去年同期高基数下, PPI同比继续下降。1) 制造业景气度持续下行, 下游需求疲软或使钢铁行业承压。从上游端来看, 煤炭保供力度加大, 煤炭供给有所改善; 从下游端来看, 11月制造业PMI下滑, 下游低景气导致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, 钢企盈利空间被进一步挤压, 钢铁行业或承压运行。2) 稳增长政策支撑基建与建筑业, 对有色金属等商品价格带来提振。作为稳增长的重要发力点, 基建投资不断加速, 带动石油、有色金属等行业价格上涨。另外, 11月供需共同支撑水泥价格小幅上升。
- **通胀或将迎来阶段性温和上行。**我们预计2022年CPI中枢大约在1.9%-2.0%之间, 距离3%有较大距离。而明年年初, 通胀可能会有阶段性上行压力, 但我们预计高点或不会突破3%。一是猪肉价格的同比增速高点或已过去。二是明年海外经济有陷入衰退的风险, 全球经济低迷或将从需求端导致油价上行动力不足, 油价再度大幅上升的空间可能有限。三是短期内消费修复的回升可能不会太快。一方面防疫政策调整初期, 消费者或仍持谨慎态度, 另一方面消费者信心指数仍在低位徘徊, 消费信心或需一段时间才能明显改善。
- **风险因素:**国内疫情形势超预期, 国际油价变化超预期等。

目录

一、猪价回调，CPI 延续下行态势.....	3
二、大宗商品价格普涨支撑 PPI 环比涨幅.....	6
三、通胀或将迎来阶段性温和上行.....	8
风险因素.....	8

图目录

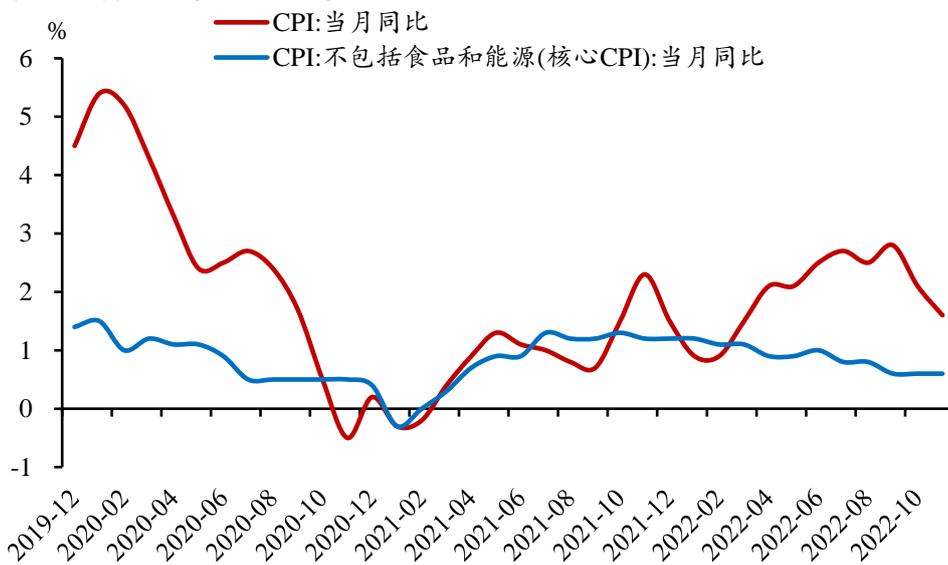
图 1: 11 月 CPI 同比涨幅进一步回落至 1.6%.....	3
图 2: 11 月食品烟酒项环比远低于季节性.....	3
图 3: 11 月猪肉价格有所回落.....	4
图 4: 11 月鲜菜下降较多，畜肉类贡献也明显下滑.....	4
图 5: 10 月 CPI 涨幅回落主要受食品烟酒项、交通和通信项的影响.....	5
图 6: 国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落.....	5
图 7: 11 月消费品走弱，服务 CPI 止跌回升.....	6
图 8: 11 月生活资料和生产资料 PPI 同比增速继续分化.....	7
图 9: 11 月 PPI 各分项环比涨幅较 10 月普遍收窄.....	7
图 10: 煤炭、石油、有色金属等行业价格上涨支撑 PPI 环比微涨.....	8

一、猪价回调，CPI 延续下行态势

自9月2.8%的高点后，11月CPI同比增速为1.6%，延续10月的下行态势，而核心CPI同比增速为0.6%，核心CPI已经连续三月维持在0.6%的水平。整体上，11月CPI环比变化为-0.20%，弱于季节性。分项上，除交通通信项外，其余分项环比变化均弱于季节性。其中，食品烟酒项环比变化最弱，远低于0.13%的季节性变化。食品烟酒弱于季节性，背后的主要原因在于供给端的变化，一方面是中央投储，猪价回调，另一方面是蔬菜供应充足，菜价下跌。

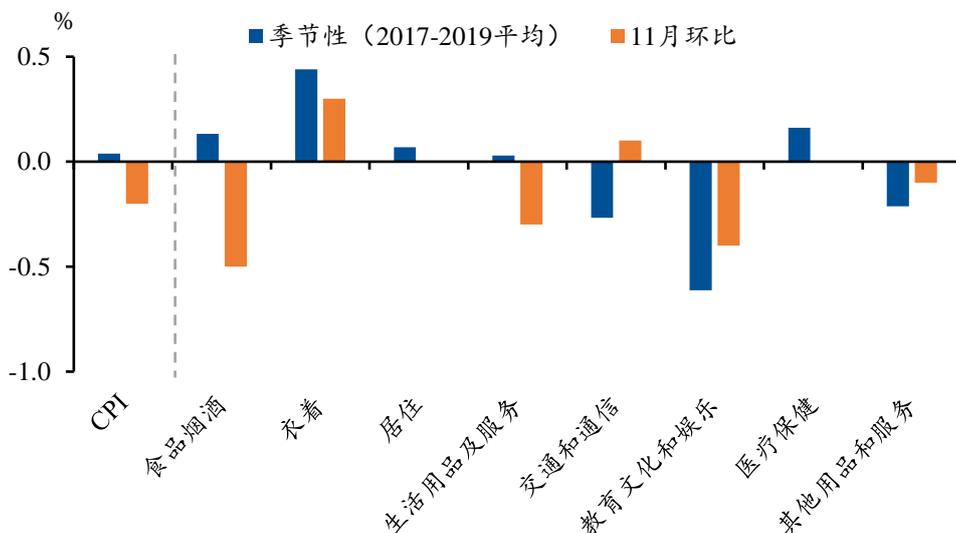
第一，受中央投储调控影响，猪价与同比增速均有回调。今年下半年以来，受假日消费和养殖户行为等因素影响，生猪价格总体震荡上行，10月上中旬上涨较多。为做好保供稳价工作，发改委采取了一系列调控措施，包括加大投储力度、引导养殖户正常出栏。由于中央继续投放储备猪肉，市场上猪肉供给增加，猪价回调，环比也由涨转跌。11月猪肉的平均批发价格为33.87元/吨，同比涨幅由10月的73.55%降至11月的41.21%。猪肉价格影响CPI上涨0.47个百分点，与10月份的0.64个百分点相比，猪肉价格增速对CPI的支撑力度有所减弱。

图 1：11 月 CPI 同比涨幅进一步回落至 1.6%

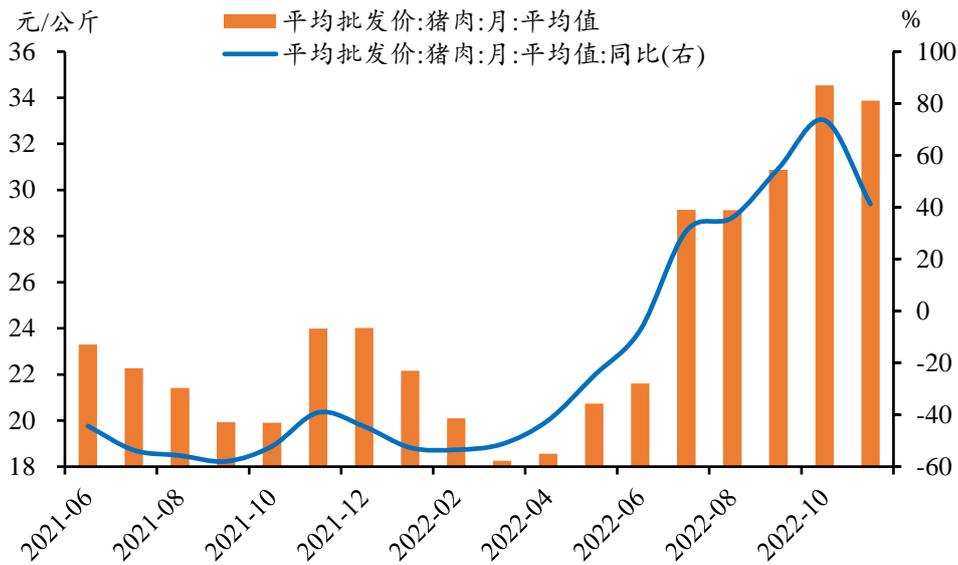


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：11 月食品烟酒项环比远低于季节性

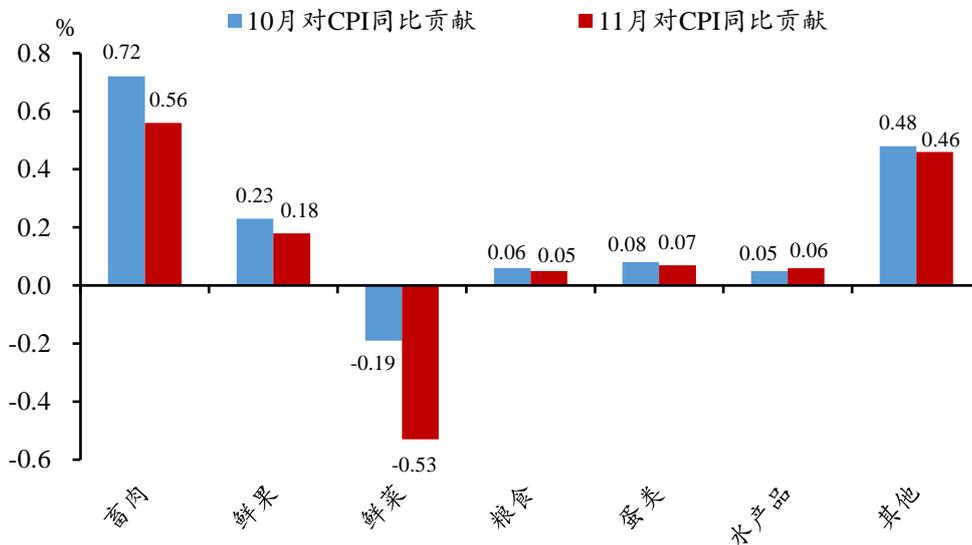


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：11 月猪肉价格有所回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，鲜菜市场供给充足，对菜价的拖累程度明显加深。在食品烟酒项中，除畜肉项贡献下滑外，鲜菜表现也极弱。11 月鲜菜项 CPI 环比下降 8.3%，远低于 16-19 年的环比均值-2.56%。这背后主要是因为冬季蔬菜大量上市，市场供应充足压低菜价。蔬菜价格大幅下降拖累了食品烟酒项 CPI 同比 0.53 个百分点，比 10 月份的 0.19 个百分点明显扩大，是 11 月食品价格走弱的主要拖累之一。

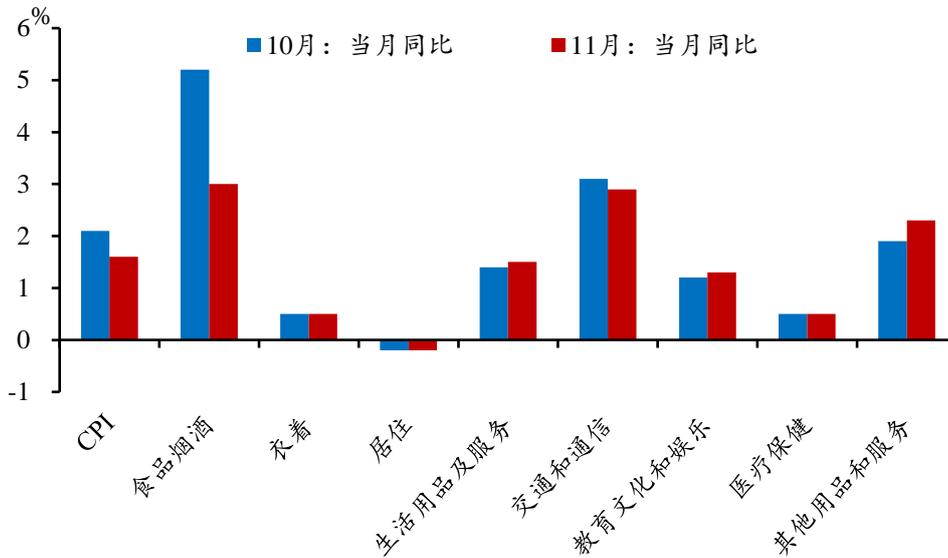
图 4：11 月鲜菜下降较多，畜肉类贡献也明显下滑


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

油价方面，国内成品油开启新一轮调价窗口，汽油、柴油涨幅收窄拖累交通通信项表现。11 月布伦特原油价格中枢较上月小幅回落，为 91.82 美元/桶，但 11 月同比涨幅仍进一步扩大到 12.52%。期间根据国际油价变化，国家发改委在 11 月上调及下调成品油价格各一次：自 11 月 7 日 24 时起，国内汽、柴油价格每吨分别提高 155 元和 150 元；自 2022 年 11 月 21 日 24 时起，国内汽、柴油价格每吨分别降低 175 元和 165 元。汽、柴油价格每

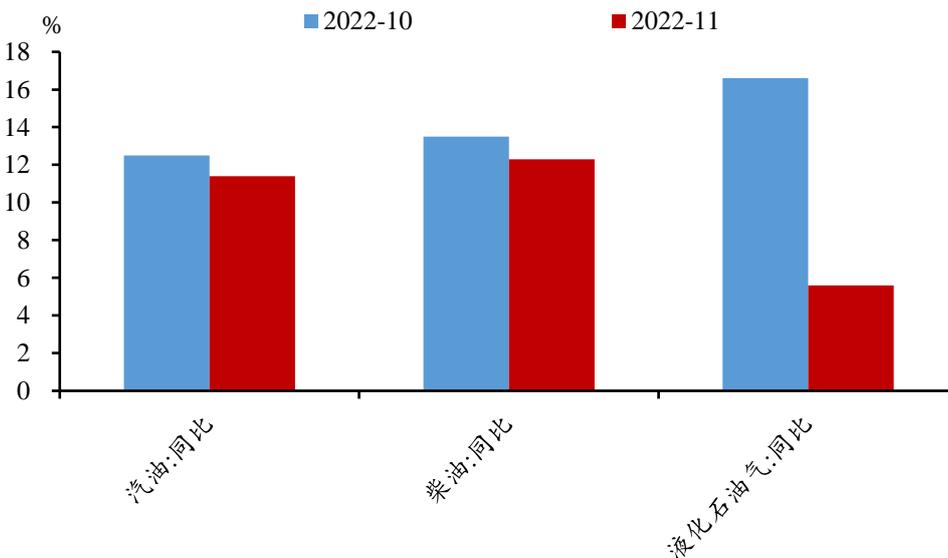
吨分别合计下调 20 元和 15 元。因此，国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落，影响交通通信项 CPI 从 10 月的 3.1% 下降至 2.9%。

图 5：11 月 CPI 涨幅回落主要受食品烟酒项、交通和通信项的影响



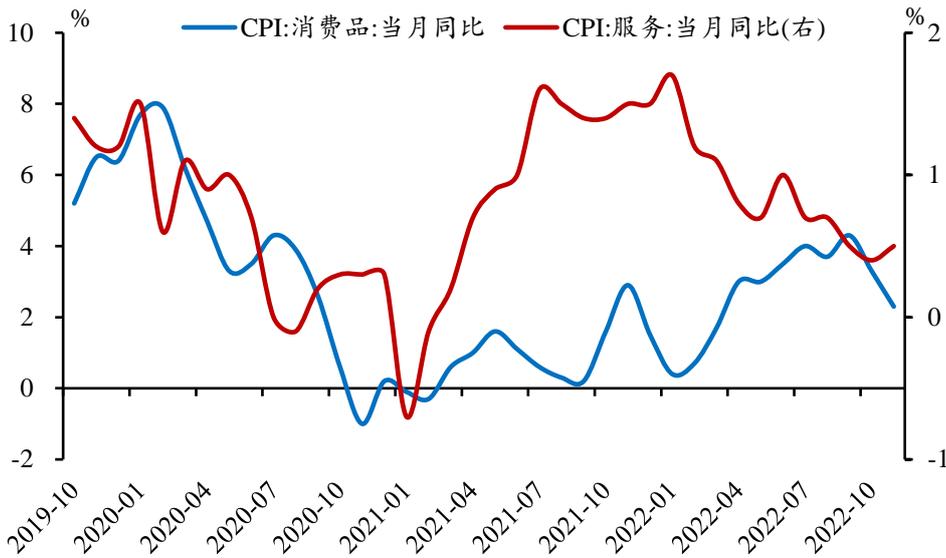
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：国内汽油、柴油同比涨幅出现小幅回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总体来看，消费品延续走弱，服务消费小幅上扬。11 月消费品和服务 CPI 分化，消费品 CPI 同比涨幅由 10 月的 3.3% 回落至 2.3%。而前期持续下跌的服务项通胀出现小幅抬升，服务 CPI 同比涨幅则由 10 月的 0.4% 小幅上涨至 0.5%。具体来看，与 10 月相比，11 月生活用品及服务、教育文化和娱乐、其他用品和服务的同比涨幅均出现不同程度的扩大（图 5）。根据统计局数据，受疫情影响，飞机票和宾馆住宿价格分别下降 7.5% 和 2.9%。我们认为 11 月服务 CPI 小幅上涨可能是由去年同期基数走低带来的。

图 7：11 月消费品走弱，服务 CPI 止跌回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、大宗商品价格普涨支撑 PPI 环比涨幅

受煤炭、石油、有色金属等行业价格环比上涨影响，11 月 PPI 环比变化维持在正区间，但在去年同期高基数下，PPI 同比继续下降。

从同比看，PPI 下降 1.3%，降幅与 10 月相同。生产资料与生活资料表现继续分化，生产资料价格下降 2.3%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点；生活资料价格上涨 2.0%，涨幅回落 0.2 个百分点。从环比看，PPI 上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。生产资料价格由 10 月上涨 0.1% 转为持平；生活资料价格上涨 0.1%，涨幅回落 0.4 个百分点。

制造业景气度持续下行，下游需求疲软或使钢铁行业承压。从上游端来看，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收窄至 0.9%，回落 2.1 个百分点，钢铁行业成本压力有所改善。从下游端来看，11 月制造业 PMI 下滑至 48%，下游低景气导致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，钢企盈利空间被进一步挤压，钢铁行业承压运行。

稳增长政策支持基建与建筑业，对有色金属等商品价格带来提振。作为稳增长的重要发力点，基建投资不断加速，带动石油、有色金属等行业价格上涨，其中石油和天然气开采业价格环比上涨 2.2%，有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.7%。另外，11 月供需共同支撑水泥价格小幅上升。从供给端来看，步入 11 月中旬，北方采暖

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_50027

