

总量研究

通胀低点已至，有望步入温和上行通道

——2022 年 11 月价格数据点评

要点

事件：

1) CPI 同比 1.6%，前值 2.1%，市场预期 1.6%；CPI 环比-0.2%，前值 0.1%；2) 核心 CPI 同比 0.6%，前值 0.6%；3) PPI 同比-1.3%，前值-1.3%，市场预期-1.5%；PPI 环比 0.1%，前值 0.2%。

核心观点：

11 月，因疫情反复导致国内需求再度探底，通胀数据进一步回落，CPI 同比加快下行至 1.6%，PPI 同比维持在-1.3%的低位，但基本符合市场预期。

向前看，预计 CPI 同比低点已至，防疫政策优化将推动消费温和复苏，但鉴于输入性通胀缓和、明年一季度后猪周期下行，CPI 大概率温和上涨。明年初受基数影响，高点可能触及 2.8%左右，但随后大概率回落，全年中枢为 2.2%。PPI 方面，短期看 PPI 同比仍处在探底阶段，随着明年国内需求回暖，下半年同比有望回正。

CPI 加快回落，核心通胀低位运行

11 月 CPI 数据符合市场预期，同比自上月的 2.1%加快回落至 1.6%，主要与高基数拖累、疫情反复导致需求再次探底有关。其中，11 月 CPI 环比自上月的 0.1%回落至-0.2%，低于季节性水平 0%。

食品价格环比转负，鲜菜、肉类等价格回落幅度明显，与疫情反复导致需求转弱有关；非食品价格连续三个月环比走平，核心 CPI 同比维持低位，表明需求侧持续低迷，人员流动强度下降，导致消费品和服务价格延续疲弱。但进入 12 月，随着防疫政策优化效应显现，叠加季节性效应，预计 CPI 环比有望回升。

工业品需求偏弱，PPI 同比延续负增长

11 月，受国内疫情散发、外需加快回落等因素影响，工业品价格环比涨幅回落，同比延续负增长。11 月，PPI 环比自上月的 0.2%回落至 0.1%，同比持平于上月的-1.3%。生产资料方面，煤炭、石油、有色价格上涨，而黑色、化工价格普遍回落，指向工业生产和建筑业需求偏弱。生活资料方面，11 月环比涨幅明显收窄，环比自上月的 0.5%回落至 0.1%。

预计明年国内通胀风险温和可控

向前看，CPI 同比低点已至，未来将温和上行，全年中枢为 2.2%。一方面，进入 12 月后，随着防疫政策持续优化，国内人员流动约束基本解除，长期压制消费的因素迎来反转。从海外经验看，尽管前期疫情大规模反弹，或将导致消费承压，但不改消费复苏方向。随着消费场景修复、居民收入预期改善，消费需求将逐步释放，服务价格上涨有望带动 CPI 中枢上行。另一方面，考虑到明年输入性通胀有望缓和、猪周期进入下行通道，将部分对冲 CPI 上行压力。

PPI 方面，在外需回落、内需企稳的背景下，预计 PPI 同比中枢为-0.5%，下半年有望回正。一则，俄乌冲突引发的能源短缺风险已在逐步消退，我们预计明年油价中枢将进一步回落。二则，美国强势加息背景下，房地产投资、商品消费均进入回落通道，考虑到美国通胀粘性仍高，明年降息概率较小，需求侧大概率持续降温，海外大宗商品价格仍处在下行期。三则，随着稳地产政策接连落地、防疫政策持续优化，国内经济正在逐步走出底部区间，明年大概率企稳回升，房地产投资增速下半年有望回正，带动国内工业品价格回暖。

风险提示：海外能源危机再度发酵；国内需求恢复不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

美国消费有韧性，为何对美出口大幅回落？——2022 年 11 月贸易数据点评（2022-12-08）

非农超预期，为何美股反应温和？——2022 年 11 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-12-04）

多项指数同步走弱，政策仍需持续发力——2022 年 11 月 PMI 点评（2022-11-30）

出口转负：外需走弱，基数走高——2022 年 10 月贸易数据点评（2022-11-08）

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

就业需求降温，但供需缺口犹在——2022 年 10 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-11-05）

比鹰派更可怕的是不确定性——2022 年 11 月 FOMC 会议点评（2022-11-03）

Long Shadows：中期选举的长尾效应——《大国博弈》系列第三十六篇（2022-10-31）

疫情扰动叠加季节效应，制造业产需同步走弱——2022 年 10 月 PMI 点评（2022-10-31）

9 月行业景气度有何边际变化？——光大宏观周报（2022-10-30）

盈利延续弱复苏，稳固内需是关键——2022 年 9 月工业企业盈利数据点评（2022-10-27）

政策加码稳信用，实体需求渐回暖——2022 年 9 月金融数据点评（2022-10-12）

美方加速打出“芯片牌”：内容、目的、影响——《大国博弈》系列第三十五篇（2022-10-09）

目 录

一、CPI 加快回落，核心通胀低位运行	4
二、工业品需求偏弱，PPI 同比延续负增长.....	5
三、预计明年国内通胀风险温和可控	6
四、风险提示	7

图目录

图 1: 11 月食品价格同比增速加快回落, 非食品价格同比增速较上月持平	4
图 2: 11 月核心 CPI 环比大幅回落, 低于季节性水平	4
图 3: 11 月食品分项中, 鲜菜、肉类价格涨幅低于季节性	5
图 4: 11 月以来, 随着猪价回落, 中央储备肉投放暂停	5
图 5: 11 月非食品分项中, 多数价格低于季节性水平	5
图 6: 国内疫情反复, 11 月地铁客流量大幅回落	5
图 7: 11 月 PPI 环比涨幅回落, 同比维持低位	6
图 8: 11 月 PPI 生产资料、生活资料环比同步回落	6
图 9: 11 月多数工业品价格环比增速收窄或转负	6
图 10: 11 月各类生活资料价格环比增速收敛	6
图 11: 基准情形下, 预计 2023 年 CPI 同比中枢为 2.2%	7
图 12: 基准情形下, 预计 2023 年 PPI 同比中枢为 -0.5%	7

一、CPI 加快回落，核心通胀低位运行

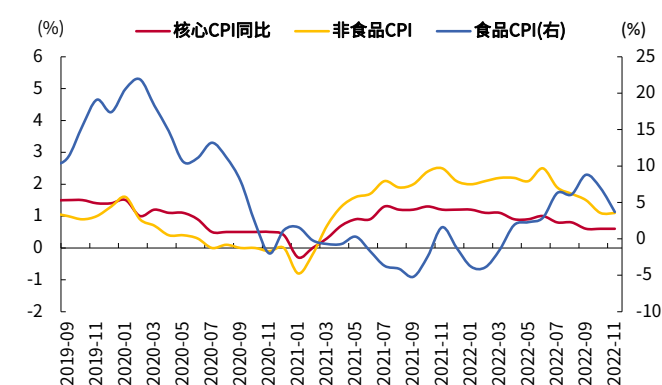
11 月 CPI 数据符合市场预期，同比自上月的 2.1% 加快回落至 1.6%，主要与高基数拖累、疫情反复导致需求再次探底有关。其中，11 月 CPI 环比自上月的 0.1% 回落至 -0.2%，低于季节性水平 0%（2017-2021 年均值，下同）；核心 CPI 环比自上月的 0.1% 回落至 -0.2%，低于季节性水平 -0.1%。

其中，食品价格环比转负，鲜菜、肉类等价格回落幅度明显，主要与需求转弱有关。猪肉方面，猪价在 10 月上涨至年内高位后，11 月转为下跌，主要受疫情反复、腌腊需求延期影响，11 月猪肉价格环比下降 0.7%，上月环比上涨 9.4%。进入 12 月后，季节性需求抬升，叠加防疫政策优化效应显现，消费需求有望回暖，但在生猪供应增加、储备肉等政策调控下，猪价大概率维持高位震荡，上涨空间相对有限。菜价方面，因天气条件较好供应充足，价格环比下降 8.3%，降幅比上月扩大 3.8 个百分点；其他食品价格则多数持平或略低于季节性。

非食品价格连续三个月环比走平，消费品和服务价格延续疲弱，核心 CPI 同比维持低位，指向需求侧持续低迷。进入四季度后，国内疫情形势加重，人员流动强度明显下降，11 月地铁客流量大幅回落，阻碍消费需求释放。

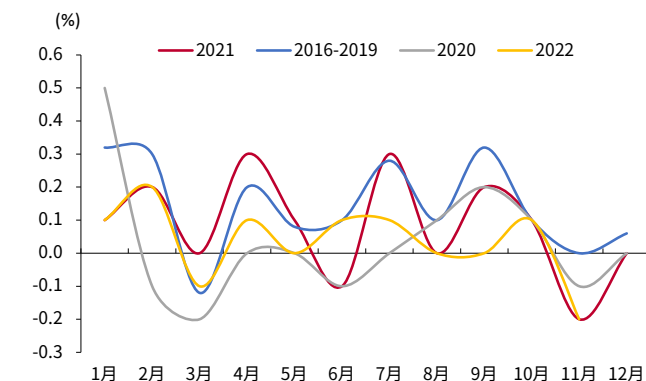
其中，居住价格环比持平，租赁房房租价格环比为 -0.2%，连续三个月环比下降；衣着价格环比持平于上月的 0.3%，低于季节性水平 0.4%；生活用品及服务价格环比为 -0.3%，主要受家用器具价格下跌影响，其环比自上月的 0.2% 降至 -1.3%；交通和通信价格环比为 0.1%，高于上月的 -0.4%，主要受汽油、柴油价格小幅上涨影响；教育文化和娱乐价格环比为 -0.4%，低于上月的 0.2%。

图 1：11 月食品价格同比增速加快回落，非食品价格同比增速较上月持平



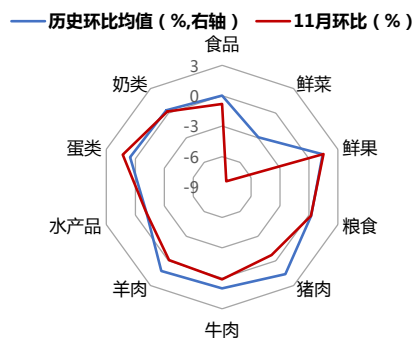
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：11 月核心 CPI 环比大幅回落，低于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

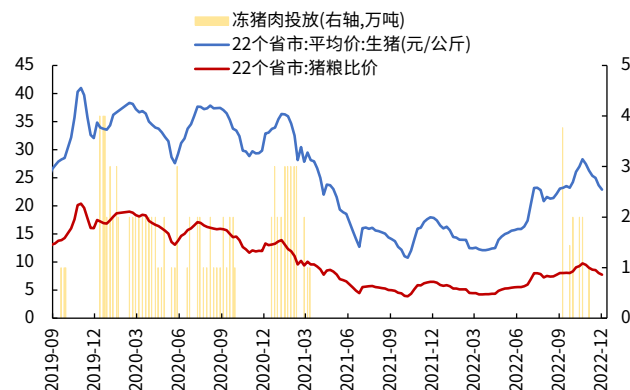
图 3：11 月食品分项中，鲜菜、肉类价格涨幅低于季节性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 11 月环比均值

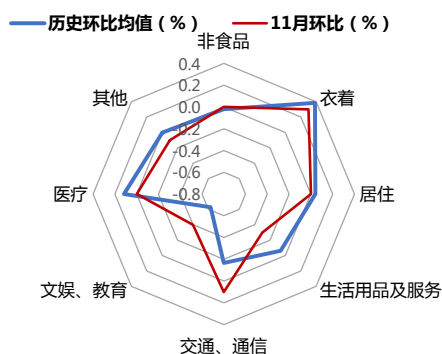
图 4：11 月以来，随着猪价回落，中央储备肉投放暂停



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至 2022 年 12 月 8 日

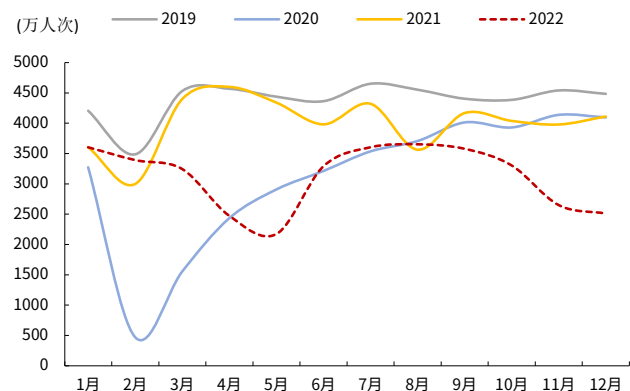
图 5：11 月非食品分项中，多数价格低于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 11 月环比均值

图 6：国内疫情反复，11 月地铁客流量大幅回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至 2022 年 12 月 8 日；选取北京、上海、广州、成都、南京、西安、苏州、重庆地铁月均客运量加总

二、工业品需求偏弱，PPI 同比延续负增长

11 月，受国内疫情散发、外需加快回落等因素影响，工业品价格环比涨幅回

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_50114

