

总量研究

CPI 继续向下空间有限，PPI 处在改善企稳阶段

——2022 年 11 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点

要点

事件

2022 年 12 月 9 日，国家统计局发布 2022 年 11 月 CPI 和 PPI 数据：2022 年 11 月 CPI 同比上涨 1.6%（前值为 2.1%），核心 CPI 同比增长 0.6%（前值为 0.6%）；PPI 同比下降 1.3%（前值为下降 1.3%）。

点评

CPI 同比环比增速均有所回落，基数高是重要原因，结构上呈现“食品价格加速回落，能源价格稍有回升，核心通胀持续低迷”的特点，后续 CPI 向下的空间有限。11 月 CPI 同比上涨 1.6%，环比为-0.2%（前值为 0.1%），同比、环比增速均较上期有明显回落。11 月 CPI 同比增速回落幅度较大，与去年同期的基数相对较高有关，符合季节性。从结构来看，11 月 CPI 呈现“食品价格加速回落，能源价格稍有回升，核心通胀持续低迷”的特点。目前 CPI 同比价格的波动主要来自供给端的推动，需求整体相对较弱。后续食品价格可能仍将可能下降，但临近年末，CPI 继续下降的空间有限。

PPI 同比为负而环比连续两月为正，预示处在改善企稳阶段。11 月 PPI 同比下降 1.3%，降幅与 10 月持平，环比为 0.1%（前值为 0.2%），PPI 环比增速连续两个月为正。从 11 月 PPI 同比和环比的组合并结合 2021 年 PPI 同比的高点来看，目前 PPI 价格应处在改善企稳阶段。

债市观点

近期债券收益率波动较大，但从全年来看，大体在一个区间波动，10Y 国债收益率波动区间大致在 2.6%-2.9%。展望年末和来年，我们认为，债市的主要驱动因素仍是国内经济的需求端，2023 年需求端的演变大致延续 2022 年 5 月以来的特征，驱动利率向上和向下的因素同时存在。而 2023 年宏观政策整体预计都将以稳增长为导向，延续相对宽松的基调。我们认为，今年年末和 2023 年，10 年期国债收益率将整体维持区间震荡，震荡中枢在 2.75%左右，全年利率债难以形成趋势性机会，投资者可以逢高配置。

风险提示

经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebsecn.com

联系人：秦方好

010-56513054
qinfanghao@ebsecn.com

相关研报

PPI 环比转正预示其可能在企稳——2022 年 10 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点 (2022-11-9)

从 3 种理论框架和 6 个特征事实看本轮全球通胀——通胀再研究系列之五 (2021-08-06)

1、事件

2022 年 12 月 9 日，国家统计局发布 2022 年 11 月 CPI 和 PPI 数据：2022 年 11 月 CPI 同比上涨 1.6%（前值为 2.1%），核心 CPI 同比增长 0.6%（前值为 0.6%）；PPI 同比下降 1.3%（前值为下降 1.3%）。

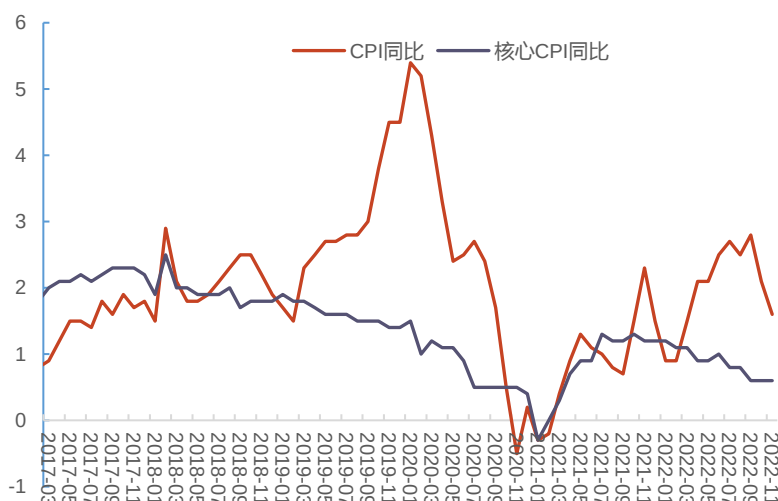
2、点评

2.1、CPI 同比环比增速均有所回落，基数高是重要原因，结构上呈现“食品价格加速回落，能源价格稍有回升，核心通胀持续低迷”的特点，后续 CPI 向下的空间有限

2022 年 11 月 CPI 同比上涨 1.6%，增速比 10 月回落 0.5 个百分点，连续两个季度回落，且 11 月回落幅度较大；环比为-0.2%（前值为 0.1%），同比、环比增速均较上期有明显回落。另外，11 月 CPI 与 PPI 同比增速差值收窄，10 月 CPI-PPI 差值为 3.4 个百分点，11 月则降至 2.9 个百分点。

11 月 CPI 同比增速回落幅度较大，与去年同期的基数相对较高有关，2021 年 11 月 CPI 同比为 2.3%，是 2021 年内最高值。而从季节性因素来看，今年 11 月环比-0.2%的增速，则持平于 2019-2021 年三年均值（这 3 年 11 月 CPI 环比增速分别为 0.4%、-0.60%、-0.40%，均值为-0.20%），也反映 11 月 CPI 回落符合季节性。

图表 1：11 月 CPI 同比增速较 10 月回落 0.5 个百分点



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

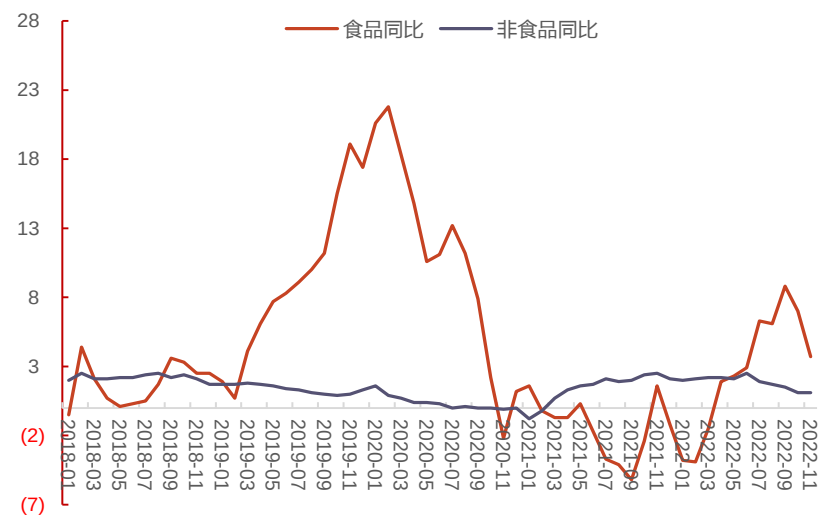
从结构来看，11 月 CPI 呈现“食品价格加速回落，能源价格稍有回升，核心通胀持续低迷”的特点。

食品价格呈加速回落态势。11 月食品价格同比上涨 3.7%，涨幅比 10 月回落 3.3 个百分点，环比增速则为-0.8%（10 月环比增速为 0.1%），说明食品价格呈加

速回落态势。食品中，鲜菜因天气条件较好供应充足，11月环比下降8.3%，降幅比10月扩大3.8个百分点；中央储备猪肉投放工作继续开展，生猪供给持续增加，猪肉价格由涨转降，环比下降0.7%。

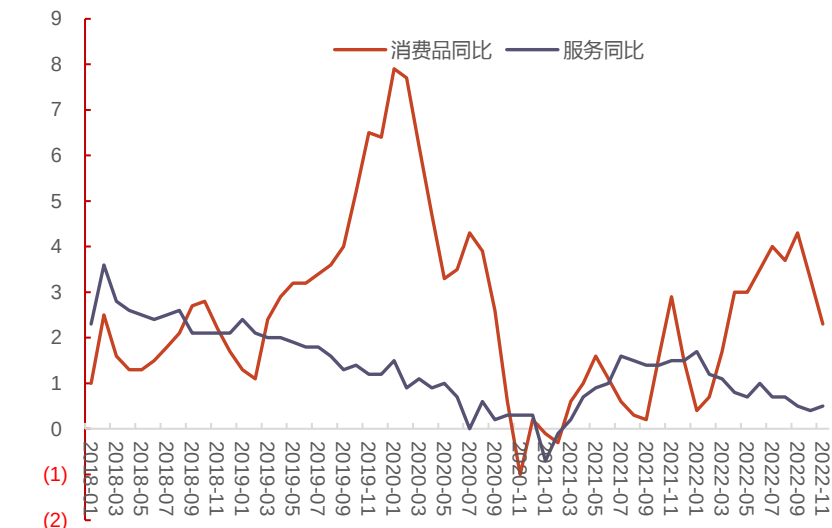
能源价格有所回升。非食品中，11月，受国际油价变动影响，国内汽油和柴油价格环比分别上涨2.1%和2.3%，同比则分别上升11.4%、12.3%。

图表 2：11 月食品价格同比增速继续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

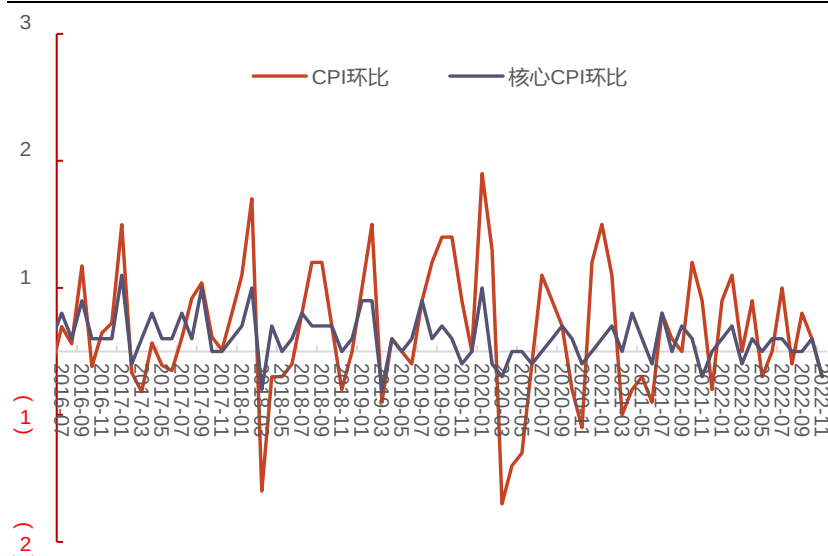
图表 3：11 月消费品和服务项价格同比增速则“一降一升”



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

核心CPI持续低迷，11月核心CPI同比增速为0.6%，与10月持平，同比增速继续维持2021年5月以来的低值；核心CPI环比增速为-0.2%（10月为0.1%）。

图表 4：11 月核心 CPI 环比增速为-0.2%

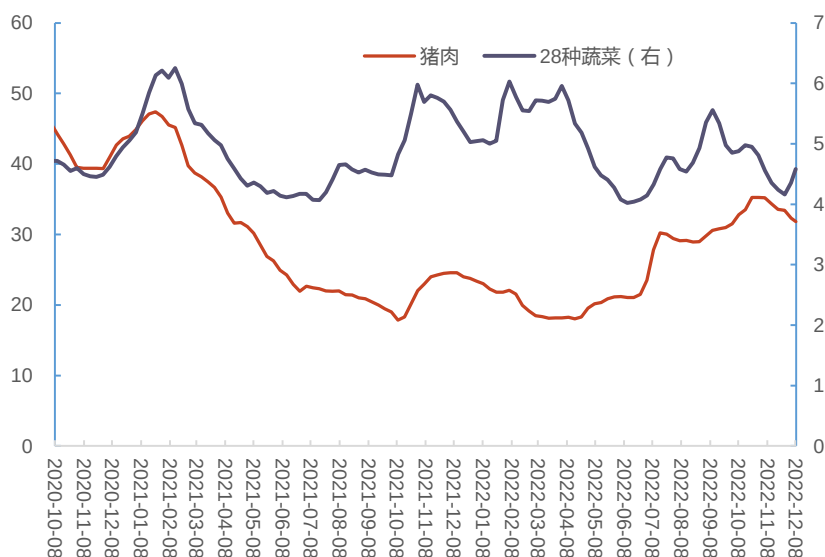


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

结合近几个月食品、非食品、核心 CPI 以及相关指标的表现，大致可以判断：

1) 目前 CPI 同比价格的波动主要来自供给端的推动，需求整体相对较弱。能源类价格在 11 月稍有上升（后续走势尚不明晰），而食品价格则波动较大。猪肉价格仍在回落通道中，后续食品价格可能仍将下降，但临近年末，CPI 继续下降的空间有限。

图表 5：12 月上旬，猪肉价格仍在回落通道中

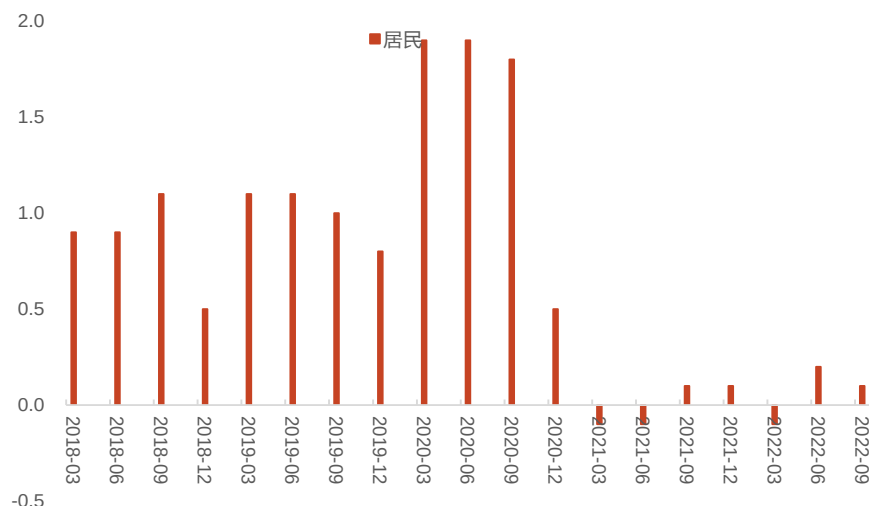


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：周均值，单位为元/每公斤 统计截至 2022 年 12 月 8 日

2) 在前期多篇报告中，我们均指出，疫情出现使得居民杠杆率持续上升，而收入增速放缓，以及房价的上涨均制约了居民资产负债表的修复。因此 CPI 尤其是核心 CPI 的疲弱，以及 2021 年以来消费修复程度持续不及预期，均是居民资产负债表修复不畅的侧面表现。2020 年居民杠杆率提升明显，2021 年以来去杠杆

不明显，表明居民资产负债表的修复并不顺畅，我们认为，这都将制约居民消费的修复高度，也使得消费品端物价难有太好的表现。

图表 6：2020 年居民杠杆率提升明显，2021 年以来去杠杆不明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：纵轴统计的是居民部门杠杆率季度之间变动值，单位为百分点；数据截至 2022 年 9 月

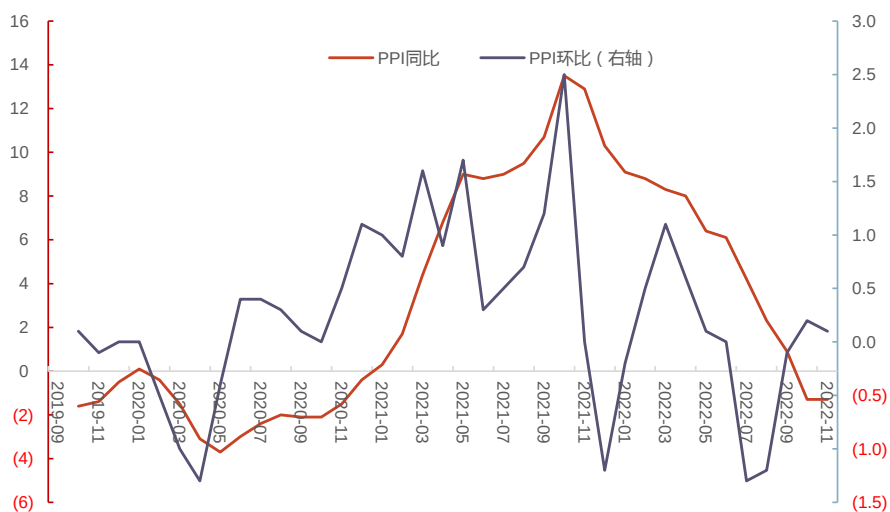
2.2、 PPI 同比为负而环比连续两月为正，预示处在改善企稳阶段

11 月 PPI 同比下降 1.3%，与 10 月持平，连续 12 个月回落的情形暂告一段落；环比为 0.1%（前值为 0.2%），PPI 环比增速连续两个月为正。从 11 月 PPI 同比和环比的组合并结合 2021 年 PPI 同比的高点来看，目前 PPI 价格应处在改善企稳阶段。根据统计局测算，在 11 月份 1.3% 的 PPI 同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 -1.2 个百分点，新涨价影响约为 -0.1 个百分点，翘尾效应占据主导。

从结构来看，11 月生产资料价格同比增速为 -2.3%，增速连续 12 个月回落亦告一段落（前值为 -2.5%）；而生活资料价格同比增速为 2%（前值为 2.2%），增速稍有回落，整体仍可能处在 2021 年以来上升通道中。11 月生产资料和生活资料价格环比增速则分别为 0% 和 0.1%（前值分别为 0.1% 和 0.5%），印证了目前 PPI 价格处在改善企稳阶段。

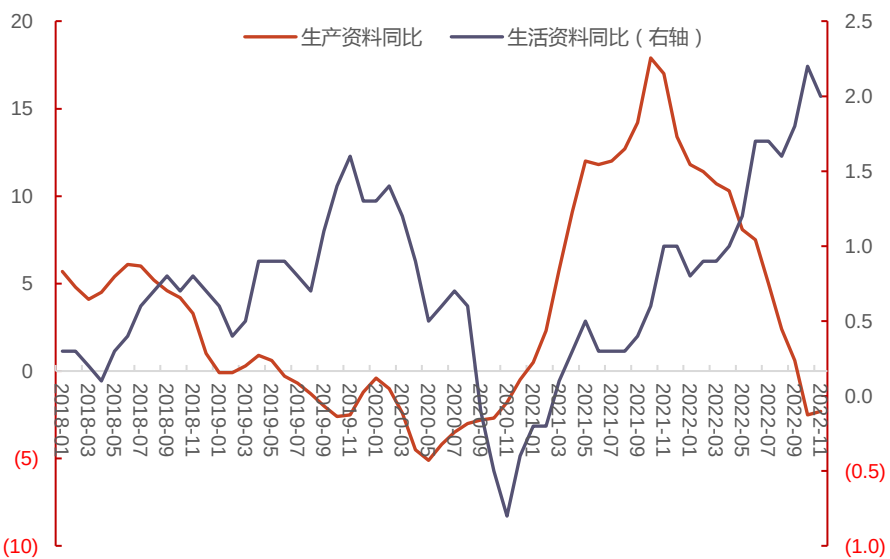
11 月采掘业、原材料、加工业出厂价格同比增速分别为 -3.9%、0.3% 和 -3.2%（10 月分别为 -6.7%、1.2% 和 -3.5%），采掘业、原材料、加工业出厂价格同比增速降幅收窄。从环比来看，生产资料的三大具体分项中，采掘业、原材料、加工业价格 11 月环比增速分别为 0.9%、-0.1% 和 0%（10 月环比增速分别为 1.0%、-0.1% 和 0.1%）。

图表 7：11 月 PPI 同比增速继续为负而环比连续 2 月为正



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 8：11 月生产资料增速和生活资料同比增速“一升一降”



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

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_50004

