




# 11 月通胀点评

## *未来 3-4 个月 CPI 或维持负增长*

**CPI 同比增速落入负增长区间，低于市场预期，主要是受食品项目拖累，服务价格依然较坚挺；PPI 中生产资料价格环比快速上升，生产端依然强劲，但需关注中下游工业企业利润是否被挤压。**

- 11 月 CPI 环比-0.6%，较 10 月下降 0.3 个百分点，同比增长-0.5%，较 10 月增速下降 1 个百分点，核心 CPI 同比增长 0.5%，增速连续 5 个月持平。在 11 月份 0.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-0.5 个百分点。
- 从环比看，食品价格影响 CPI 下降约 0.53 个百分点，从同比看，食品价格影响 CPI 下降约 0.44 个百分点，是带动 CPI 由涨转降的主要原因。食品项目中食用油价格环比自 6 月以来持续高于食品平均水平，表现较为强劲，另外临近年底，酒类价格环比也出现走强的趋势。
- 11 月非食品价格同比增长-0.1%，其中服务价格表现相对较好，11 月同比增长 0.3%，较 10 月持平。从历史经验看，12 月、1 月和 2 月服务业价格环比上升趋势比较明显，预计非食品价格整体有望基本持平。
- **未来 3-4 个月 CPI 或维持负增长。**11 月 CPI 同比增速落入负增长区间，明显低于市场预期，但考虑到当前在猪肉的主要影响下食品价格维持快速回落的趋势，以及一季度 CPI 同比基数较高的影响，预计未来 3-4 个月内 CPI 同比增速都将维持在通缩区间。但随着经济增速和居民收入回升，消费需求持续回暖，核心 CPI 有上行动力。我们维持 2021 年 CPI 同比增速走势前低后高的判断，预测全年 CPI 同比上涨 1.4%。
- 11 月 PPI 环比增长 0.5%，其中生产资料环比增长 0.7%，生活资料环比增长 0.1%。11 月 PPI 同比增长-1.5%，PPIRM 同比增长-1.6%。在 11 月份 1.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-1.5 个百分点。
- 11 月生产资料价格中，采掘业环比 0.8%，原材料业环比 1.5%，加工业环比 0.4%，均较 10 月明显上行。从调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 24 个，比上月增加 12 个，上涨面达六成。
- **关注工业企业补库存和利润增速变化。**从月度数据来看，在外需和内需共同带动下工业企业补库存趋势继续，但上游行业价格表现出现差异，其中采掘业和原材料业价格环比上升速度更快，加工业相对较慢，需要关注工业行业利润是否会出现向上游倾斜的情况，并且在生活资料价格表现疲弱的情况下，上游价格的提升是否挤压中游和下游制造业的利润空间。
- **风险提示：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。**

**中银国际证券股份有限公司**
**具备证券投资咨询业务资格**

**宏观及策略: 宏观经济**

**证券分析师：张晓娇**
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

**证券分析师：朱启兵**
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## CPI

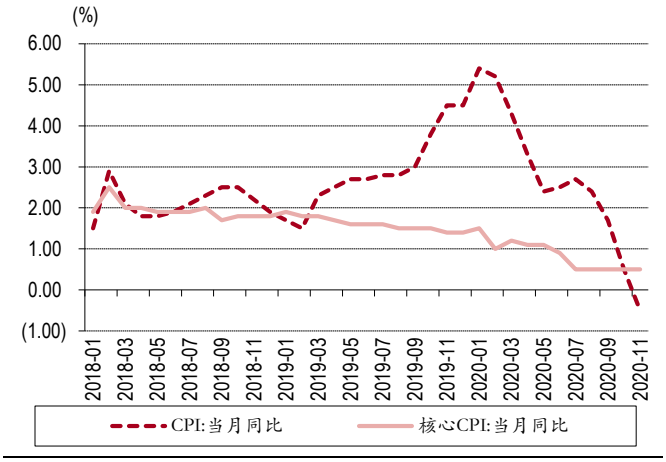
**核心通胀连续 5 个月持平。**11 月 CPI 环比-0.6%，较 10 月下降 0.3 个百分点。从分项看，环比增速较快的包括教育文化娱乐（0.6%）和衣着（0.4%），环比负增长的包括其他用品和服务（-1.7%）、食品烟酒（-1.6%）和交通通信（-0.2%），其中除了食品烟酒环比增速较 10 月下降 0.4 个百分点，其他分项环比增速较 10 月均持平。11 月 CPI 同比增长-0.5%，较 10 月增速下降 1 个百分点，核心 CPI 同比增长 0.5%，增速连续 5 个月持平，服务价格同比增长 0.3%，较 10 月持平，消费品价格同比增长-1%，较 10 月同比增速下降 1.6 个百分点。从分项看，同比增速处于较高水平的包括其他用品和服务(2.4%)、医疗保健（1.5%）和教育文化娱乐（1.1%），食品烟酒同比增速较 10 月大幅回落 3.1 个百分点且同比增速落入负增长区间。在 11 月份 0.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-0.5 个百分点。11 月核心 CPI 同比增速第五个月持平在 0.5%的增速水平上，但受食品价格特别是猪肉价格同比增速下行的影响，CPI 同比增速超预期落入负增长区间。

**食品继续拖累通胀。**从环比看，食品价格从 10 月的-1.8%继续下行至 11 月的-2.4%，影响 CPI 下降约 0.53 个百分点，对 CPI 的拖累较 10 月继续放大；从同比看，食品价格从 10 月的上涨 2.2%转为 11 月的下降 2%，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点，是带动 CPI 由涨转降的主要原因。食品项目中，随着生猪生产不断恢复，猪肉价格继续下降，但降幅较 10 月有所收窄，鲜菜和鸡蛋供应充足，价格环比下降，受到猪肉价格下降的外溢性影响，牛肉、羊肉价格的也出现价格环比增速下行，鸡肉和鸭肉价格同比下降，鲜菜鲜果同比涨幅回落。食品项目中食用油价格环比自 6 月以来持续高于食品平均水平，表现较为强劲，另外临近年底，酒类价格环比也出现走强的趋势。

**服务的价格相对坚挺。**11 月非食品价格同比增长-0.1%，较 10 月下降 0.1 个百分点，环比增长-0.1%，较 10 月下降 0.2 个百分点，其中服务价格表现相对较好，11 月同比增长 0.3%，较 10 月持平，但环比增长-0.4%，较 10 月大幅下降 0.5 个百分点。非食品价格环比由上月上涨 0.1%转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.09 个百分点，同比由上月持平转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点。其中，旅游淡季出行减少，飞机票、旅游和宾馆住宿价格环比下降，冬装新品上市，服装价格环比上涨。从历史经验看，12 月、1 月和 2 月服务业价格环比上升趋势比较明显，预计非食品价格整体有望基本持平。

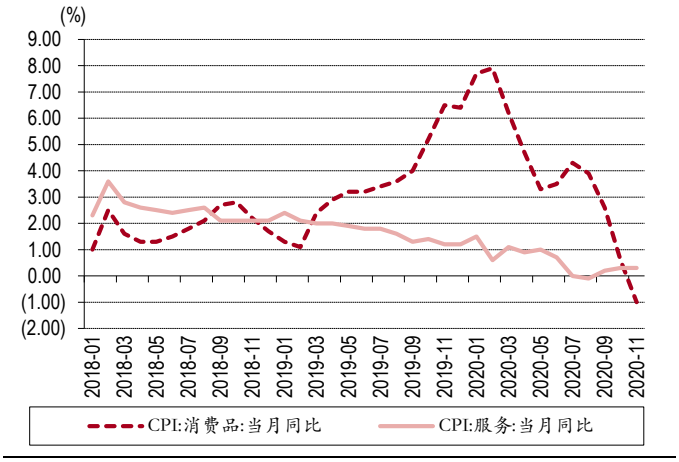
**未来 3-4 个月 CPI 或维持负增长。**11 月 CPI 同比增速落入负增长区间，明显低于市场预期，但考虑到当前在猪肉的主要影响下食品价格维持快速回落的趋势，以及一季度 CPI 同比基数较高的影响，预计未来 3-4 个月内 CPI 同比增速都将维持在通缩区间。但随着经济增速和居民收入回升，消费需求持续回暖，核心 CPI 有上行动力。我们维持 2021 年 CPI 同比增速走势前低后高的判断，预测全年 CPI 同比上涨 1.4%。

**图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势**



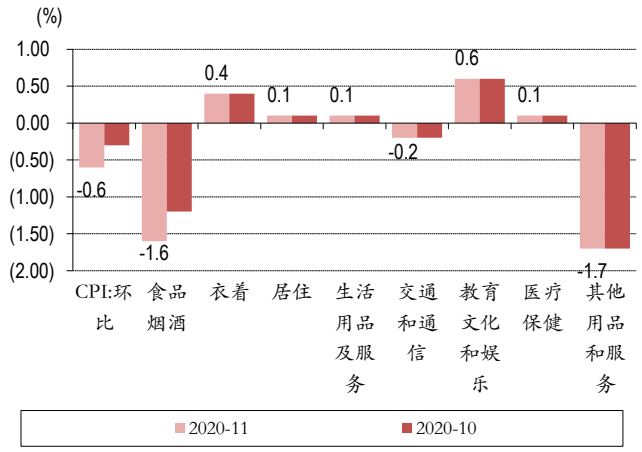

*资料来源：万得，中银证券*

**图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比**



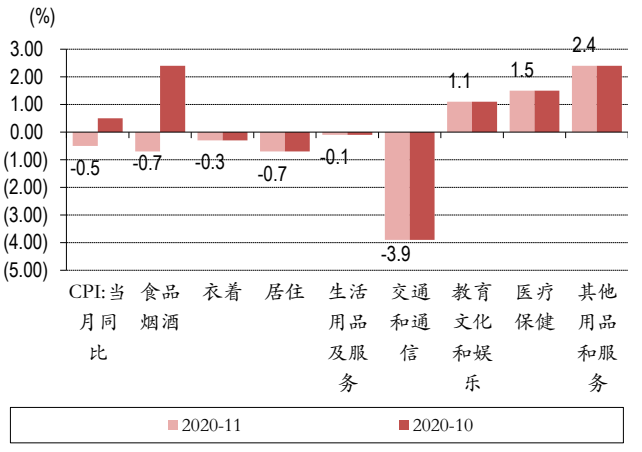

*资料来源：万得，中银证券*

图表 3. CPI 环比走势



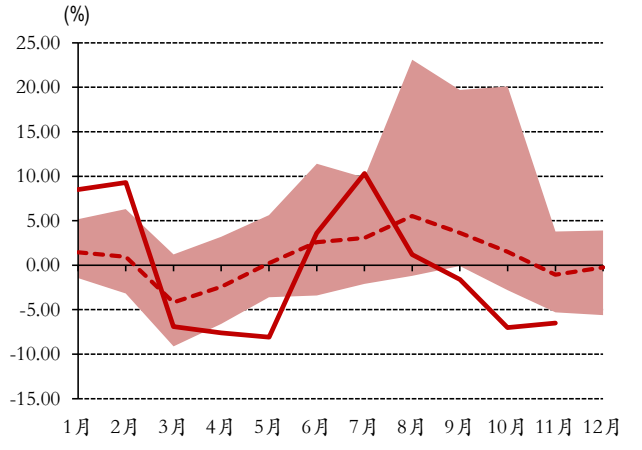

资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势




资料来源：万得，中银证券

图表 5. 猪肉价格环比下行




资料来源：万得，中银证券

图表 6. 旅游价格环比走强




资料来源：万得，中银证券

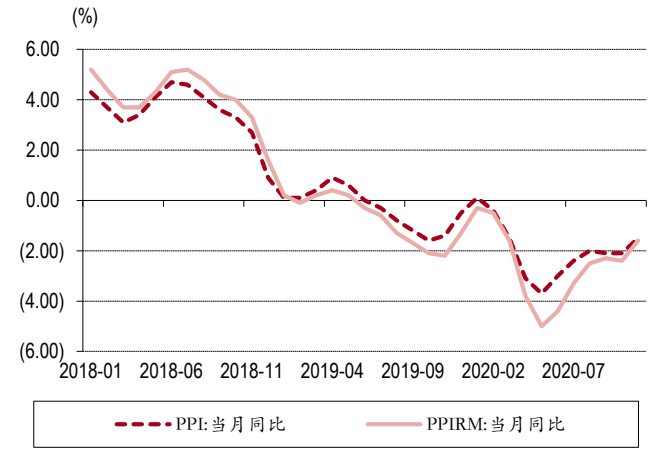
## PPI

**PPI 同比增速上行。**11 月 PPI 环比增长 0.5%，其中生产资料环比增长 0.7%，生活资料环比增长 0.1%。11 月 PPI 同比增长-1.5%，较 10 月上行 0.6 个百分点，其中生产资料同比增长-1.8%，较 10 月上升 0.9 个百分点，生活资料同比增长-0.8%，较 10 月下降 0.3 个百分点。PPIRM 同比增长-1.6%，较 10 月上升 0.8 个百分点，从构成来看，同比上涨的产品包括有色金属材料、黑色金属材料、农副产品，大多数产品价格同比增速较 10 月有所上行，只有建筑材料和农副产品的同比增速较 10 月下降。在 11 月份 1.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-1.5 个百分点。

**生产价格环比涨幅明显上升。**11 月生产资料价格中，采掘业环比 0.8%，原材料业环比 1.5%，加工业环比 0.4%，均较 10 月明显上行。从调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 24 个，比上月增加 12 个，上涨面达六成。受国际原油价格上涨等因素影响，化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、石油、煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业价格环比均出现上行，供暖需求季节性增加，燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格上行，金属相关行业价格由降转涨，非金属矿物制品业、造纸和纸制品业、纺织业价格涨幅有所扩大。

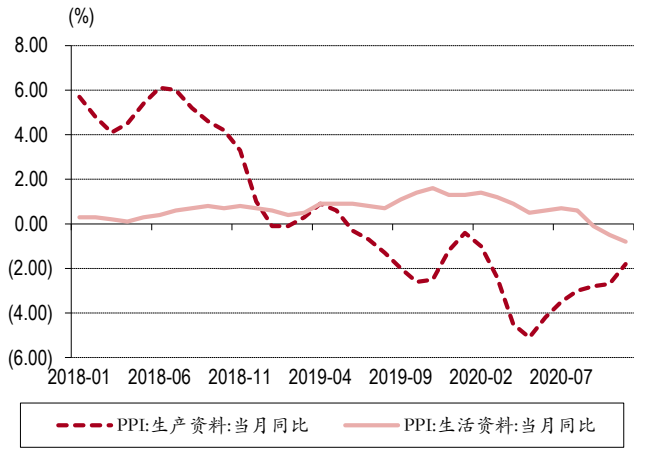
**关注工业企业补库存和利润增速变化。**从月度数据来看，在外需和内需共同带动下工业企业补库存趋势继续，但上游行业价格表现出现差异，其中采掘业和原材料业价格环比上升速度更快，加工业相对较慢，需要关注工业行业利润是否会出现向上游倾斜的情况，并且在生活资料价格表现疲弱的情况下，上游价格的提升是否挤压中游和下游制造业的利润空间。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



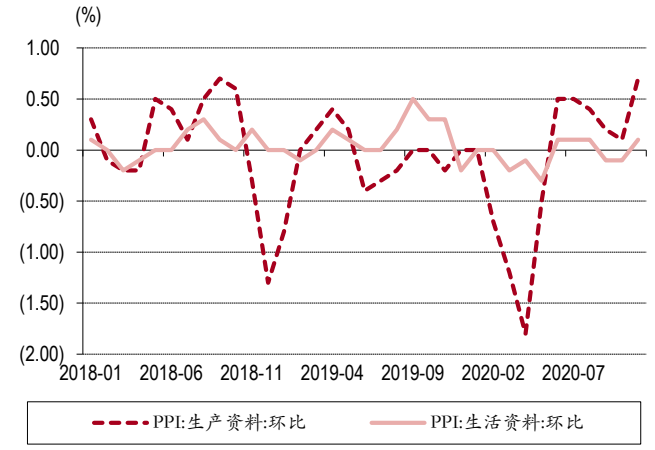

资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



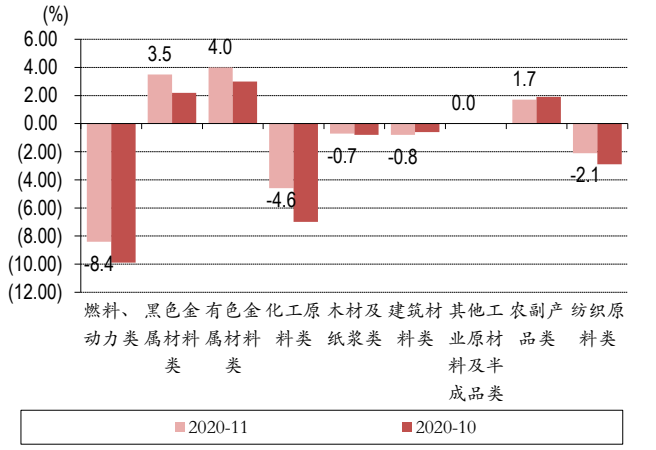

资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



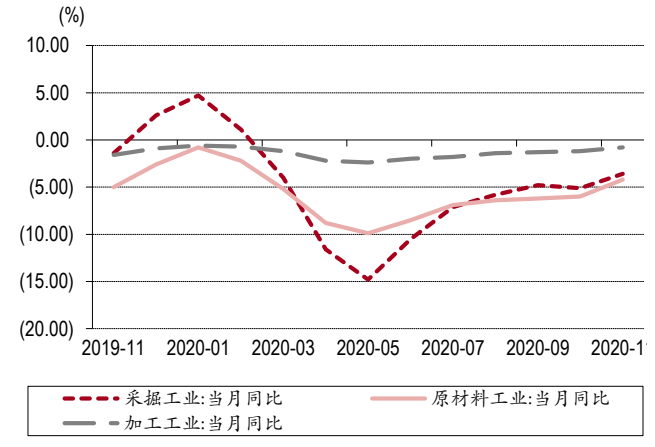

资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



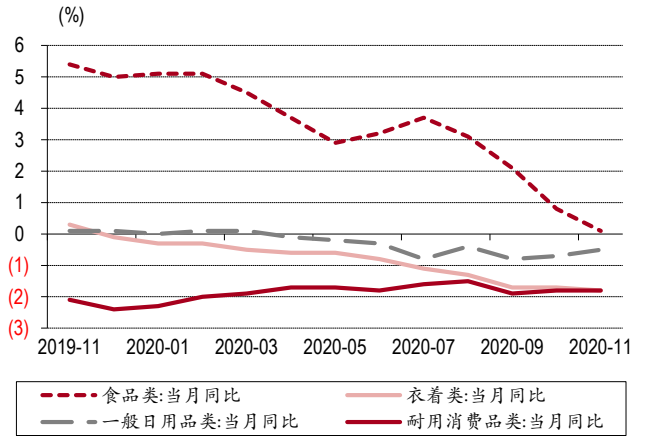

资料来源：万得，中银证券

图表 11. 采掘和原材料产品价格快速上升




资料来源：万得，中银证券

图表 12. 生活资料价格表现疲弱




资料来源：万得，中银证券

**风险提示：全球秋冬季疫情反复；欧美财政救助和货币宽松力度不及预期。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

**公司投资评级：**

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

**行业投资评级：**

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

**中银国际证券股份有限公司**
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

**相关关联机构：**

**中银国际研究有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

**中银国际证券有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

**中银国际控股有限公司北京代表处**
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

**中银国际(英国)有限公司**
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

**中银国际(美国)有限公司**
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

**中银国际(新加坡)有限公司**
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371