

2022年11月09日

## 重提扩大内需，持续偏弱的核心CPI有望扭转

固定收益研究团队

——2022年10月通胀数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

10月，我国CPI同比+2.1%（前值+2.8%，下同），PPI同比-1.3%（+0.9%）。

### ● 10月CPI增速放缓，PPI下降

**1. 核心CPI弱势，PPI下降，面临内需不足。**10月CPI低位运行，如果没有猪肉拉动CPI或将更低，核心CPI延续一致的弱势，而PPI在10月转负。除了受2021年高基数影响外，主要反映了目前我国内需不足。首先，节后食品囤货等消费需求下降。另外，10月多地疫情对线下消费、服务仍有一定影响。同时，核心CPI持续弱势也反映了我们现在面临的主要问题就是内需的严重不足。目前，全球其他国家都是通胀，而我国面对的更像是通缩的局面。

**2. 内需受政策主线影响。**从十九大开始，2018年到现在，核心CPI一路下行，主要是受到十九大时期执行的政策影响。十八大时期是以扩大内需为主线，整体上看核心CPI处于一个较高位置运行，在2017年底到2018年初还处于2%以上的高位。但是2018年之后，核心CPI一直较低，体现出在十九大以来，内需是持续走弱的，因为十九大的政策主线是落实高质量发展，在意经济质量的调整和优化，和十八大时期扩大内需更注重量是相反的。而现在，二十大报告中重提扩大内需，同深化供给侧结构性改革相结合，兼顾质的有效提升和量的合理增长，重新提出了量的要求。因此，我们认为后面可能会执行扩大内需的战略，而核心CPI就会伴随着内需的提升而上行。

**3. 猪肉是CPI同比增速最高分项。**猪肉价格是拉动CPI的主要分项，猪肉供给偏紧，叠加部分养殖户压栏惜售和二次育肥情况，导致10月猪肉价格大幅上行。从高频来看，10月猪肉平均价格为34.5元/公斤，较9月上涨了3.6元。

**4. 工业品价格低有助于形成更多实物工作量。**PPI是2021年以来的首次下降。除了高基数影响外，10月多地疫情对企业开工有一定影响。PPI低位运行，工业品价格较低，那这之后形成的实物工作量就会更多，整体的经济增速也会上升。

**5. 对于债市而言，随着稳增长措施进一步加码，需警惕债市调整风险，看好与内需相关的转债。**

### ● 分结构看，通胀数据多数分项同比涨幅收窄

**CPI分项来看，**食品项同比+7.0%（+8.8%），对CPI拉动最为明显。其中，猪肉价格同比+51.8%（+36.0%），是食品项中涨幅最明显的一项，10月假期猪肉需求较旺盛叠加部分压栏惜售行为，导致猪肉价格上涨，成为同比增速最高项。鲜菜项同比-8.1%（+12.1%），或主要和2021年高基数有关。非食品项同比+1.1%（+1.5%），多数分项较前值收窄或持平。

**PPI分项来看，**生产资料同比-2.5%（+0.6%），受高基数和大宗商品价格回落影响，同比转为下降。其中，采掘工业降幅最大，同比-6.7%（+3.5%）。行业来看，超半数行业涨幅出现收窄或降幅扩大。其中，上游行业降幅较大，煤炭开采同比-16.5%（-2.7%），出现较大回落。黑色金属工业呈现下跌，黑色金属采选业同比-18.9%（-25.1%）、黑色冶炼及延压加工业同比-21.1%（-18.0%）。

● **风险提示：**政策变化超预期；价格变化超预期；疫情变化超预期。

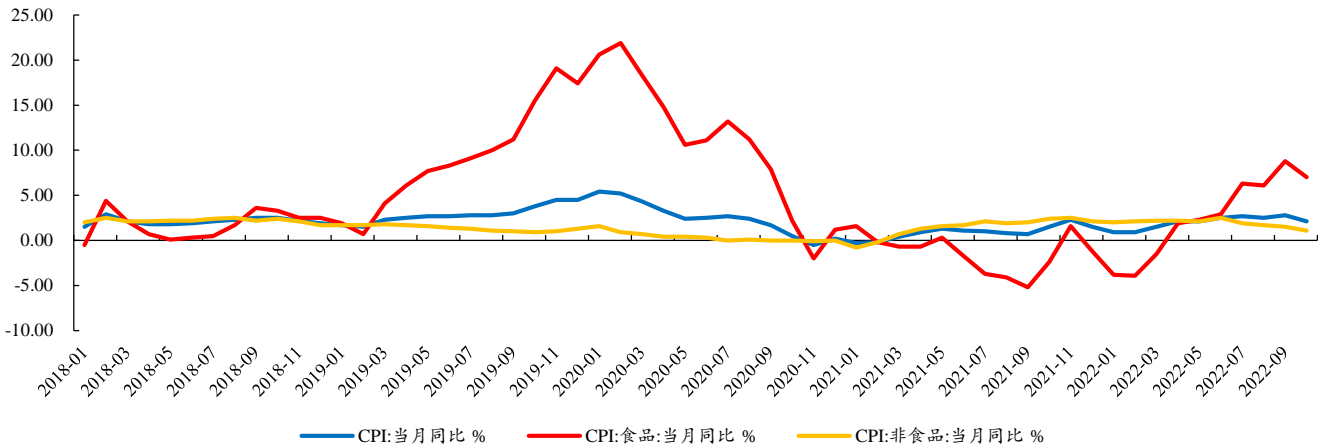
### 相关研究报告

《出口显示外需持续回落—2022年进出口数据点评》-2022.11.7

《10月制造业PMI回落，美联储再度加息75bp—利率债周报》-2022.11.6

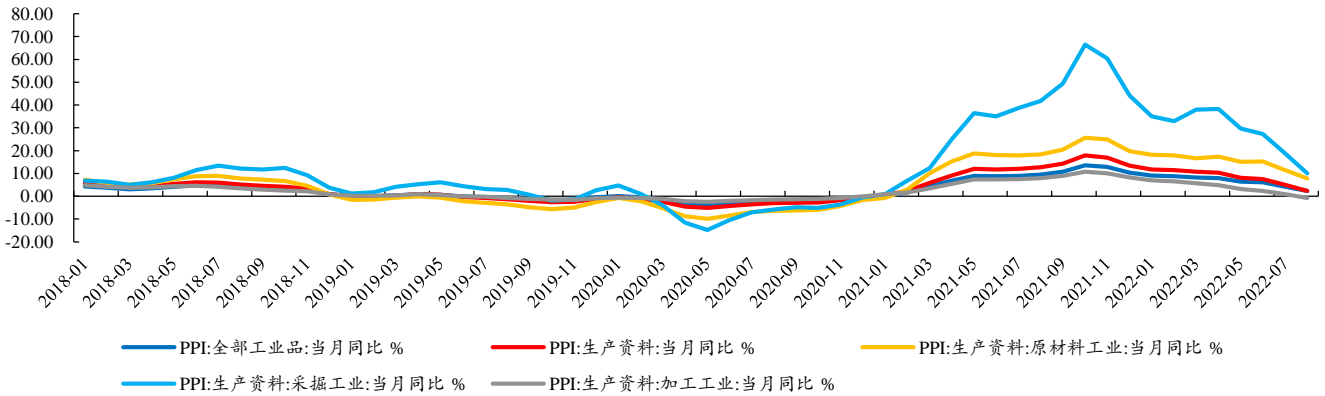
《多数高频指标所处位置下降—经济高频周报》-2022.11.6

附图 1: 2022 年 10 月 CPI 同比涨幅收窄



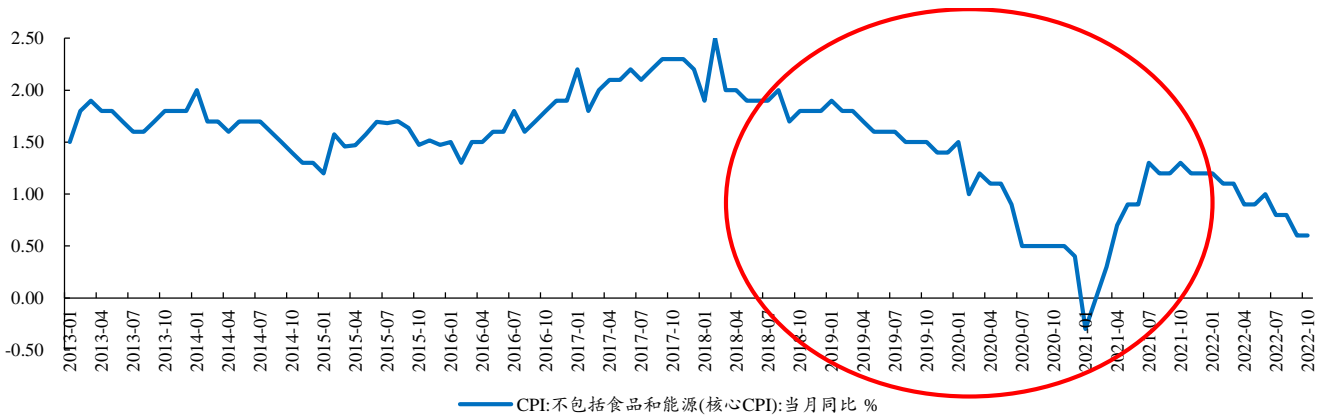
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 2022 年 10 月 PPI 同比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 十九大以来, 核心 CPI 偏弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn