

经济内生的通缩压力仍大

——10月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

CPI超预期回落。10月CPI同比上涨2.1%，涨幅较9月大幅回落，幅度超出市场预期。我们认为CPI大幅回落的原因主要有三点：第一，食品项中，**鲜菜价格的下降部分对冲了猪肉价格的上涨。**猪肉价格虽较9月上漲了9.4%，但由于当前CPI结构中猪肉的权重已经远低于前些年的水平，所以对整体CPI的拉动只有0.16个百分点。第二，**成品油价格持续下降。**CPI交通工具用燃料一项环比下降1.1%。这一项是上半年拉动CPI的重要因素，下半年则转为持续拖累CPI。第三，**终端消费疲软的背景下，核心CPI始终处于低位。**我们预计11月份CPI同比会继续下降至1.6%。原因有以下三点：**第一，猪肉价格上涨已经放缓。**当前猪价上涨的幅度实际上已经超出了基本面可以支撑的范围，猪价回落的趋势可能会持续一段时间。**第二，终端消费疲软的态势在短期内难以扭转。**近期国内疫情再度反弹，尤其是广东、河南等经济大省出现了较为严重的疫情，这将会对经济的复苏尤其是消费产生巨大打击。也决定了核心通胀无法重获动能。**第三，去年11月基数较高。**

PPI同比如期转负。10月PPI同比下降1.3%，如期转负，但降幅同样超出市场一致预期。PPI同比持续下降的主要原因在于基数因素。国内总需求疲软也是PPI增长乏力的重要原因。值得注意的是计算机、通信和其他电子设备制造业PPI涨幅较大，环比上涨0.9%，可能是在政策支持下近期电子设备类的投资较为旺盛。PPI同比单边下行的趋势已经持续了一年，这给工业企业尤其是中下游企业盈利带来了较大压力。不过从边际上看，下半年以来PPI环比降幅已经逐步缩窄，10月已经转正，未来PPI同比有望企稳并缓慢回升，有利于企业盈利的改善。

通缩压力值得关注。10月份CPI与PPI均超预期下行，核心CPI的持续疲软以及PPI持续下降揭示出当前国内通缩压力较大。在整体经济复苏乏力、企业和居民端都面临资产负债表萎缩的背景下，持续的通缩可能会带来债务——通缩陷阱，引起经济的负向循环。我们认为未来相当长时间内国内通胀都将处于较为温和的范围，海外的高通胀难以向国内传导。所以遏制债务——通缩陷阱才是政策应当关注的重点。这就需要财政政策和货币政策加大刺激力度。

风险提示：国内疫情反复。

目录

1. 数据	4
2. CPI 超预期回落	4
3. PPI 同比如期转负	6
4. 通缩压力值得关注	6

图表目录

图表 1: CPI 同比涨幅回落.....	4
图表 2: 核心 CPI 持续疲软.....	5
图表 3: 服务价格持续疲软.....	5
图表 4: 11 月以来猪价开始边际回落.....	5
图表 5: PPI 同比转负但环比转正.....	6

1. 数据

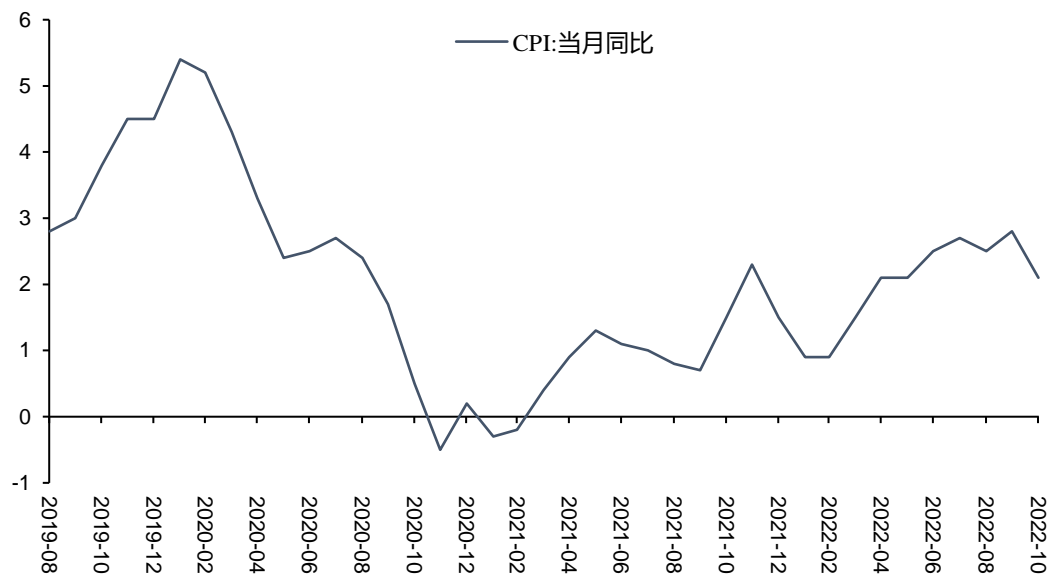
中国 10 月 CPI 同比上涨 2.1%，市场预期（Wind）2.4%，前值 2.8%。

中国 10 月 PPI 同比下降 1.3%，市场预期下降 1.1%，前值上涨 0.9%。

2. CPI 超预期回落

10 月 CPI 同比涨幅较 9 月大幅回落，幅度超出市场预期。近几个月以来，市场一直对 CPI 有较为严重的高估，其一是过高估计了猪肉涨价对 CPI 的拉动作用；其二是对终端消费疲软导致的核心 CPI 下行的估计不足。

图表 1: CPI 同比涨幅回落



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

我们认为 CPI 大幅回落的原因主要有三点:

第一, 食品项中, 鲜菜价格的下降部分对冲了猪肉价格的上涨。10 月鲜菜价格环比下降 4.5%，拖累 CPI 下降 0.1 个百分点；猪肉价格虽较 9 月上涨了 9.4%，但由于当前 CPI 结构中猪肉的权重已经远低于前些年水平，所以对整体 CPI 的拉动只有 0.16 个百分点。10 月份食品烟酒类价格总体环比涨幅为 0.2%，并没有因为猪价上涨而出现明显的上升。

第二, 成品油价格持续下降。在国际油价整体回落的大趋势下，10 月份国内汽油和柴油价格分别下降 1.2% 和 1.3%，CPI 交通工具用燃料一项环比下降 1.1%。这一项是上半年拉动 CPI 的重要因素，下半年则转为持续拖累 CPI。

第三, 终端消费疲软的背景下, 核心 CPI 始终处于低位。10 月份核心 CPI 同比上涨 0.6%，与上个月持平。尤其是 CPI 中的服务项持续走低，10 月同比涨幅仅为 0.4%。这反映出居民消费需求非常弱，根本无力拉动相关价格上行。

图表 2: 核心 CPI 持续疲软



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 服务价格持续疲软

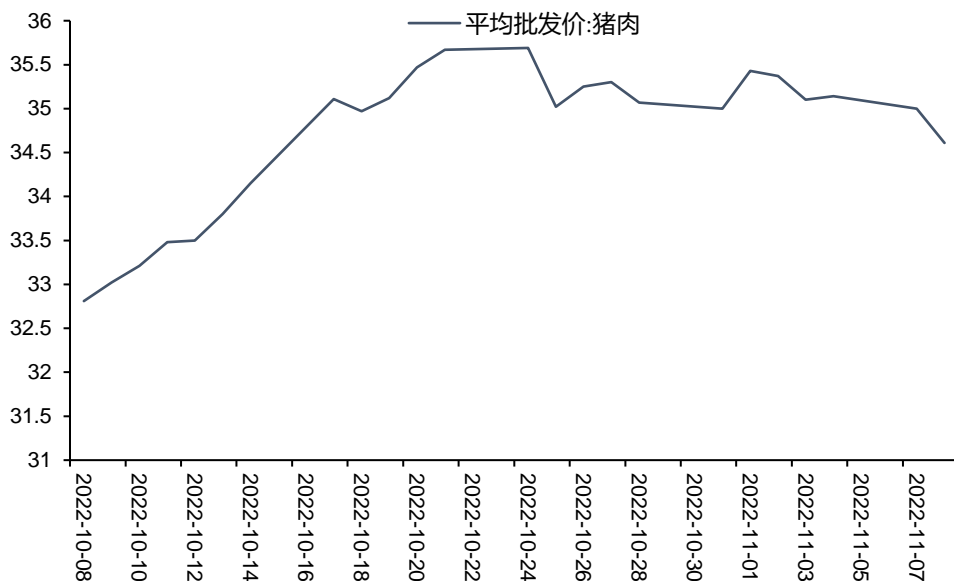


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

我们预计 11 月份 CPI 同比会继续下降至 1.6%。原因有以下三点:

第一，猪肉价格涨势已经放缓。当前猪价上涨的幅度实际上已经超出了基本面可以支撑的范围。回顾过去几轮猪周期的经验，除去上一轮非洲猪瘟导致的“超级猪周期”之外，与其它几次猪周期相比，本轮猪周期去产能的幅度并不大，但价格涨幅远远高于以往几次。其中可能有养殖户基于上一轮猪周期的经验而过度压栏惜售的情况存在。11 月份以来猪肉价格已经开始回落，其趋势可能会在未来一段时间内持续。

图表 4: 11 月以来猪价开始边际回落



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

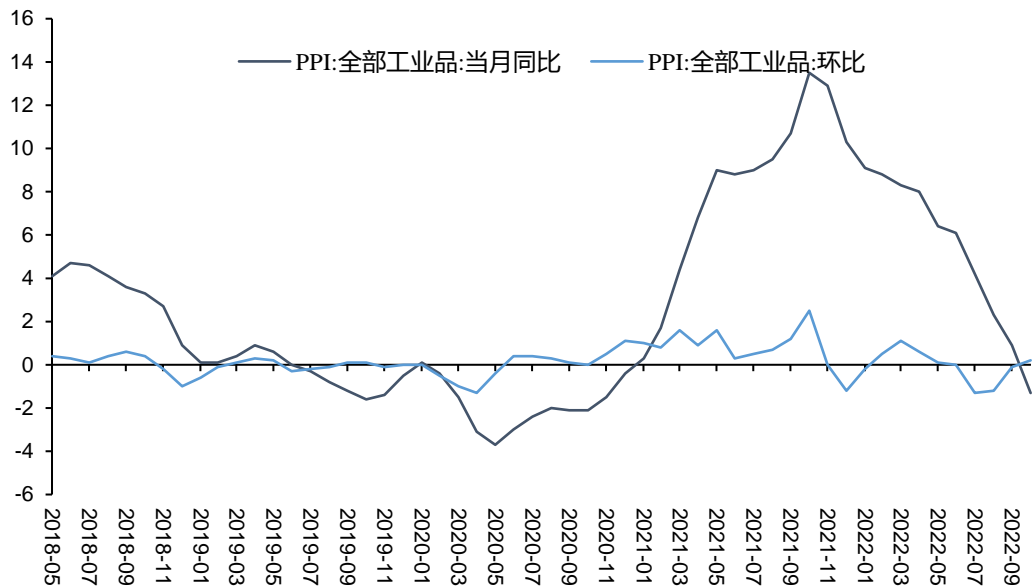
第二，终端消费疲软的态势在短期内难以扭转。近期国内疫情再度反弹，尤其是广东、河南等经济大省出现了较为严重的疫情，这将会对经济的复苏造成较大的打击，而首当其冲的就是消费。消费的持续弱势决定了核心通胀无法重获动能。

第三，去年 11 月基数较高。表现为今年 11 月 CPI 翘尾因素继续下降 0.4 个百分点，会导致今年 11 月 CPI 同比涨幅下降较多。

3. PPI 同比如期转负

10 月 PPI 同比下降 1.3%，如期转负，但降幅同样超出市场一致预期。PPI 持续下降会给企业盈利造成较大压力，不过 10 月 PPI 环比由负转正上涨 0.2%，是一个较为积极的信号。

图表 5：PPI 同比转负但环比转正



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

PPI 同比持续下降的主要原因在于基数因素。去年 10 月份由于能耗双控的影响，PPI 涨幅巨大，高基数影响下今年 10 月 PPI 下降幅度较大。此外，国内总需求疲软也是 PPI 增长乏力的重要原因。

分行业来看，上游煤炭采选行业 PPI 环比上涨 3%，油气和黑色金属则分别下跌 2.2% 及 1.4%。中下游行业 PPI 普遍波动较小。值得注意的是计算机、通信和其他电子设备制造业 PPI 涨幅较大，环比上涨 0.9%，可能是在政策支持下近期电子设备类的投资较为旺盛。

PPI 同比单边下行的趋势已经持续了一年，这给工业企业尤其是中下游企业盈利带来了较大压力。不过从边际上看，下半年以来 PPI 环比降幅已经逐步缩窄，10 月已经转正，未来 PPI 同比有望企稳并缓慢回升，有利于企业盈利的改善。

4. 通缩压力值得关注

10 月份 CPI 与 PPI 均超预期下行，核心 CPI 的持续疲软以及 PPI 持续下降揭示出当前国内通缩压力较大。在整体经济复苏乏力、企业和居民端都面临资产负债表萎缩的背景下，持续的通缩可能会带来债务——通缩陷阱，引起经济的负向循环。我们认为未来相当长时间内国内通胀都将处于较为温和的范围，海外的高通胀难以向国内传导。所以遏制债务——通缩陷阱才是政策应当关注的重点。这就需要财政政策和货币政策加大刺激力度。

风险提示：国内疫情反复。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。