

食品涨价放缓、能源涨幅续降

10月通胀数据点评

肉菜价涨幅不同程度回落印证食品涨价主要由供给因素驱动；能源价格涨幅因基数效应续降。油价走势不确定性有所上升，但美欧经济对油价上涨的承受力有限，限制油价上涨空间。

- **核心 CPI 月率仍在下行趋势中。**本月外贸出口数量指数降幅料继续扩大，对国内资源的挤占进一步减轻，叠加内需修复偏慢，核心 CPI 短期难有趋势性反弹。
- **食品 CPI 上涨主要由供给因素驱动，需求端传导已相当充分。**如上月的通胀点评指出，食品 CPI 涨幅已低于食用农产品价格涨幅，反映成本端的涨价压力向消费端传导已较为充分，涨幅预计难以继续扩大。猪肉和蔬菜价格走势的分化印证了供给端因素是食品 CPI 上涨主因。随着生猪养殖的盈利效应逐步显现、供给约束缓解，猪肉价格见顶迹象也已较为明显，年内猪肉价格涨幅预计将进一步下降。
- **能源价格涨幅在基数效应作用下显著回落，预计未来上行空间也有限。**由于 OPEC+ 减产、以及美联储加息或接近尾声，近期国际油价走势的不确定性有所加大。但从基本面来看，原油供给增长目前快于主要经济体增长；即使考虑 OPEC+ 减产，供求缺口也比较有限。且美欧经济，特别是欧洲经济对能源价格继续上涨的“承受力”不足，预计油价继续上涨空间有限。
- **综合来看，我们维持前期观点，四季度 CPI 同比涨幅大概率保持温和，对货币政策和利率走势不构成约束；若持续不及市场一致预期，反而有可能对利率债行情形成一定支撑。**
- **风险提示：**国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

相关研究报告

《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》 20210617

《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》 20210809

《跨周期的“两阶段宽信用”》 20210825

《单向度的宽信用并不容易》 20210908

《跨周期的长债收益率分析》 20210930

《如何看待“宽松预期落空”》 20211021

《货币条件率先启动》 20211111

《降息的宽信用作用——MLF 降息点评》 20220117

《宽信用趋势进一步明确——LPR 降息点评》 20220120

《通胀压力或被平缓消化——3月通胀数据点评》 20220411

《上游价格盘整、下游传导不畅——5月通胀数据点评》 20220613

《货币财政配合与长债利率》 20220627

《三分法看 CPI 走势——7月通胀数据点评》 20220811

《大通胀的终结？——美国衰退与国内通胀前景》 20220817

《如何看待住房的使用性需求——高频数据扫描》 20220821

《食品价格难改通胀大局》 20220909

《通胀温和，符合预期》 20221014

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：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

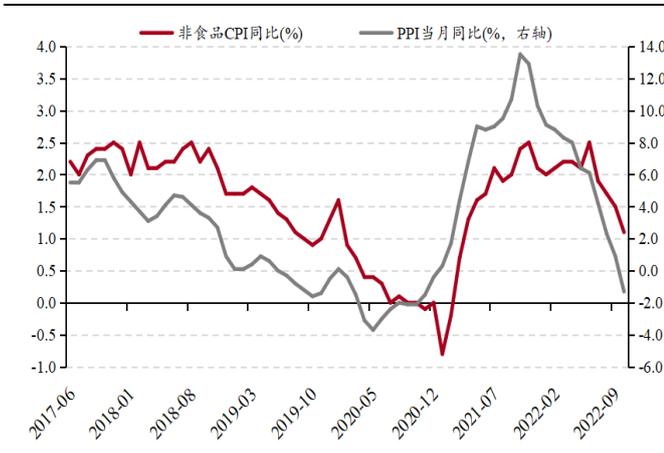
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

事件：国家统计局 11 月 9 日发布 2022 年 10 月份通胀数据。全国居民消费价格 CPI 同比上涨 2.1%。其中，食品价格上涨 7.0%，非食品价格上涨 1.1%；消费品价格上涨 3.3%，服务价格上涨 0.4%。CPI 环比上涨 0.1%。其中，食品价格上涨 0.1%，非食品价格持平，消费品价格上涨 0.1%，服务价格持平。全国工业生产者出厂价格 PPI 同比下降 1.3%，环比上涨 0.2%；工业生产者购进价格同比上涨 0.3%，环比上涨 0.3%。

点评：在 7 月通胀数据点评《三分法看 CPI 走势》（20220811）中我们提出，当前在食品价格涨幅反弹、能源价格涨幅收窄的背景下，适合以“三分法”框架分析 CPI 走势，将 CPI 划分为核心 CPI、食品类 CPI和CPI 能源成分三大类进行分析，三者 in CPI 中所占的份额依次约为 70%、20%和 10%。当前 CPI 的整体走势是核心 CPI 和能源成分的涨幅均处于下行趋势、食品 CPI 则是拉动 CPI 涨幅上行的不确定因素。

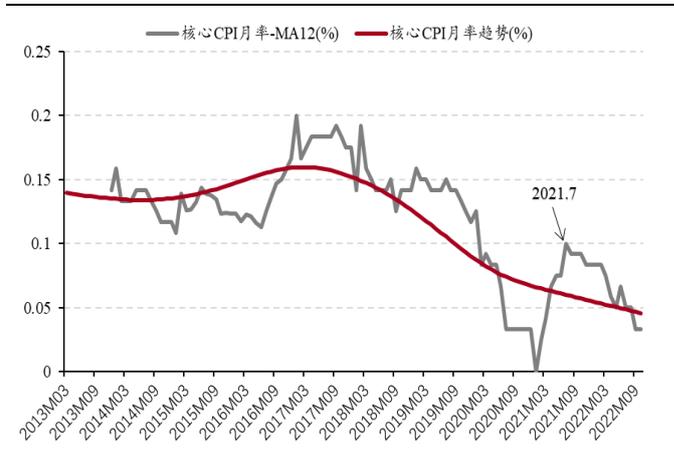
10 月的通胀数据与我们预期相似，PPI 转为同比下降，带动整个非食品 CPI 涨幅继续下行；而食品涨价压力在充分传导到消费端以后，涨幅也出现较为明显的回落。通胀形势继续向着宽松方向演化。

图表 1. PPI 与非食品 CPI 涨幅



资料来源：万得，中银证券。

图表 2. 核心 CPI 环比月率仍在下行趋势



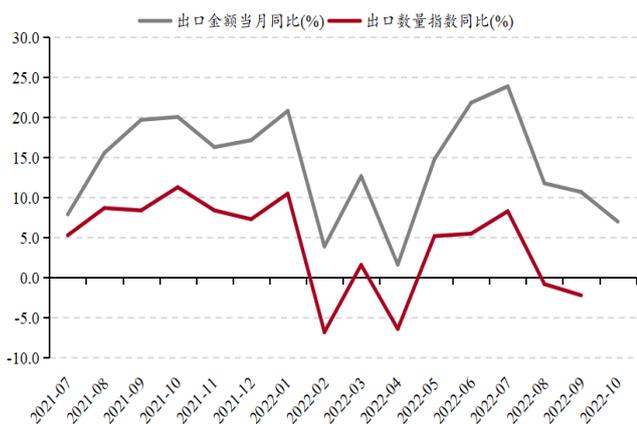
资料来源：万得，中银证券。注：趋势项通过对核心 CPI 环比涨幅进行 HP 滤波得到。

1、核心 CPI 涨幅仍处于下行趋势

在三分法框架中，核心 CPI 所占的份额最大，但波动性较小、趋势性较强。如图 2 所示，尽管环比来看 10 月核心 CPI 环比小幅上涨 0.1%，但仍属温和扩张。核心 CPI 环比涨幅的中枢以及 12 个月移动均值仍处于下行趋势中。这决定了整个通胀压力“易松难紧”。

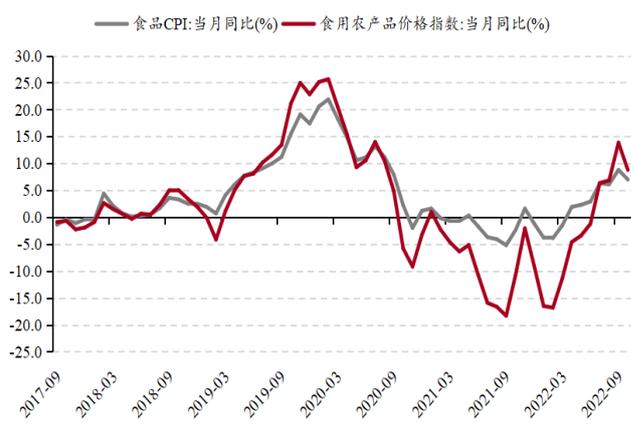
继 8 月外贸出口数量指数转为同比下降后，9、10 月该指标降幅呈现扩大之势，显示对国内资源的挤占进一步减轻，叠加内需修复偏慢，核心 CPI 短期难有趋势性反弹。8 月外贸出口数量指数同比降 0.8%、9 月降 2.2%。10 月外贸出口金额增速续降；在价格粘性条件下，出口数量指数的降幅或进一步扩大至 5%左右。外贸影响国内核心通胀主要是通过占用国内资源（包括劳动力资源）发挥作用。出口量增长有限的条件下，尽管创造外贸收入的效果明显，但对国内实际资源的挤占不显著，不会对核心通胀产生明显影响。

图表 3. 出口金额和出口数量指数同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

图表 4. 食品 CPI 和食用农产品价格涨幅



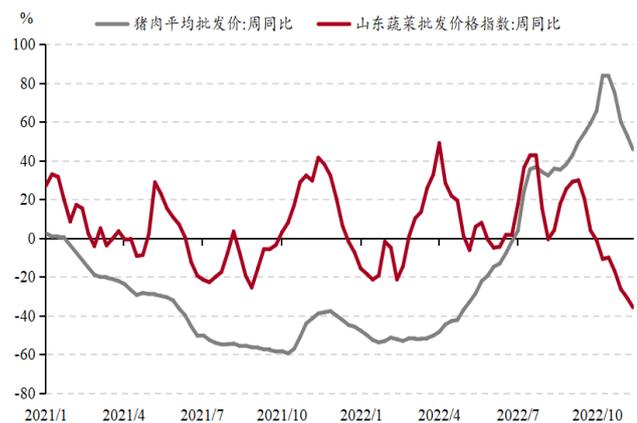
资料来源：万得，中银证券。

2、食品价格涨幅见顶回落

食品涨价压力传导已较为充分，涨幅如预期回落。10 月食品 CPI 同比涨幅如预期回落。我们在上月的通胀点评报告《通胀温和，符合预期》(20221014)中指出，食品 CPI 同比涨幅已低于食用农产品价格涨幅（图表 4），反映成本端的涨价压力向消费端传导已较为充分。这时候食品 CPI 涨幅继续扩大的难度通常会越来越大。

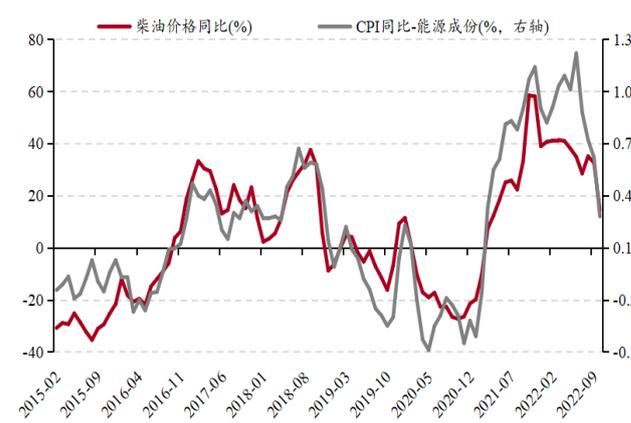
肉菜价格分化印证涨价压力主要在供给端。从高频数据来看，近期肉菜价格分化较为明显。农业部猪肉平均批发价仍在 35 元/公斤的高位附近；而山东蔬菜批发价指数已出现较为明显的同比下降。这种分化也印证了食品涨价压力目前主要在供给端、而非需求端。因此，供给更有弹性的蔬菜价格率先掉头向下。而从猪肉价格来看，随着生猪养殖的盈利效应逐步显现、供给约束缓解，猪肉价格见顶迹象也已经较为明显。在基数效应影响下，年内猪肉价格涨幅预计将进一步下降。

图表 5. 肉菜价格涨幅不同程度回落



资料来源：万得，中银证券。

图表 6. CPI 能源成分和柴油价格同比涨幅



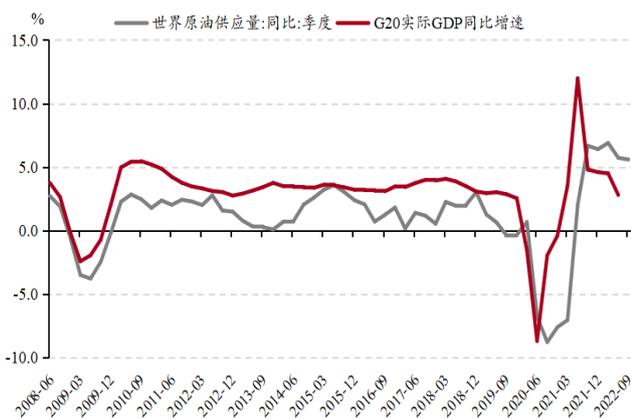
资料来源：万得，中银证券。

3、CPI 能源成分涨幅回落明显

能源价格涨幅在基数效应下显著回落，预计未来上行空间仍有限。我们从 CPI 同比涨幅中剔除核心 CPI 涨幅和食品类 CPI 涨幅后，得到 CPI 同比涨幅的能源成分（如图表 6）。因柴油、煤炭等价格涨幅继续回落，10 月 CPI 能源成分的同比涨幅回落较为明显。这其中，基数效应发挥了较为重要的作用；而从绝对水平来看，10 月国际油价事实上在 OPEC+减产、美联储加息或接近尾声等因素的综合作用下有所反弹。

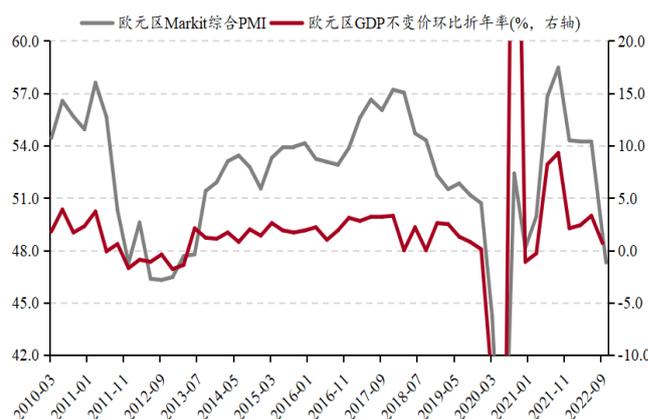
向后看，油价走势的不确定性有所加大，但上行空间预计有限。从基本面看，目前原油供给的增长少见的快于主要经济体增长。如图 7 所示，今年 2 季度世界原油总供给同比增长约 5.7%（据 OPEC 测算），而代表主要经济体的 G20 实际 GDP 仅同比增长 2.8%（OECD 测算），原油供给可能较为罕见的领先主要经济体增长。如果考虑 OPEC+ 减产的影响（假设实际冲击约 100 万桶/天），那么原油供给的同比涨幅可能在 4 季度回落至 2% 左右；但 4 季度全球经济增长也可能延续放缓趋势，供求缺口仍将比较有限。

图表 7. 原油供给增长少见的快于 G20 经济增长



资料来源：万得，中银证券。注：G20 经济增长由 OECD 组织测算；原油供给增长由 OPEC 组织测算。

图表 8. 欧元区增长已趋近 0 增长临界点



资料来源：万得，中银证券。

更重要的是，美欧经济，特别是欧洲经济对能源价格持续上涨的“承受力”不足，油价继续上涨空间有限。3 季度欧元区综合 PMI 指数平均仅为 49，反映经济扩张力度明显减弱。同时欧元区实际 GDP 环比增长也收窄至接近“0 增长”的临界点。而 10 月份欧元区的综合 PMI 指数仍在继续下行，4 季度的增长压力本已很大。如果油价在供给端因素的推动下继续上涨，则欧洲增长压力会进一步增加，可能导致原油市场需求与供给的螺旋式收缩，并不符合供求双方的利益。因此，我们仍然认为发达经济体衰退风险将限制油价上涨空间。

综合来看，我们维持前期观点，四季度 CPI 涨幅大概率保持温和，对于货币政策和利率走势不构成约束；若持续不及市场一致预期，反而有可能对利率债行情形成一定支撑。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

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 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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士，或将此报告全部或部分公开发表。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