

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 通胀不是流动性宽松的掣肘

2022年11月10日

- **高猪价和不及预期的通胀。**继9月CPI不及市场预期后,10月CPI涨幅再次弱于市场预期。核心CPI与上月持平,显示出10月涨幅不及预期主要和食品、能源相关。在生猪生产周期、短期压栏惜售和猪肉消费旺季等因素影响下,猪肉价格继续上升,带动畜肉类CPI分项上涨,却没能继续拉动食品烟酒项和总体CPI涨幅继续回升。原因有二:一是果蔬价格回落,对冲了猪价上涨的影响。10月鲜果、鲜菜价格下降,再加上鲜果鲜菜权重之和高于畜肉项权重,因此果蔬价格回落对冲了猪肉价格上涨的影响。二是国际油价同比涨幅仍在继续回落。油价同比涨幅回落拖累了与交通项相关的CPI分项表现。总体来看,消费品和服务CPI同步走弱。10月消费品和服务的CPI同步走弱,显示出10月疫情散发对消费品和服务消费产生制约。
- **PPI环比上行受储煤、基建等因素驱动。**受高基数影响,10月PPI同比由涨转降,部分行业需求边际改善带动PPI环比小幅上涨。PPI环比上行,一是储煤需求支撑上游采掘业价格。10月多地密集部署迎峰度冬能源保供工作,储煤需求支撑煤炭价格,带动上游煤炭开采和洗选业价格环比上涨。此外,天然气价格有所回落,因而石油和天然气开采业价格环比下降。二是基建落地带动非金属矿物制品价格上升。稳增长政策推动下,基建高位运行,建筑业PMI仍然位于较高景气水平,10月水泥价格指数环比上涨,带动非金属矿物制品业价格环比上涨。三是假日消费带动生活资料普遍提价。在十一假期及月末消费狂欢节的带动下,生活资料类价格环比普遍上涨,显示出消费品的提价现象。其中,食品和衣着类出厂价格环比涨幅增加,一般日用品类和耐用消费品类出厂价格由9月的环比持平转为上涨。
- **温和通胀不会给宽松的政策形成压力。**首先,我们在《出口增速负风险不会轻易消散》中指出,10月出口增速超预期走弱,OECD综合领先指标继续下滑,若欧美拖累持续,叠加基数影响后,出口同比增速很可能继续维持负增长。而出口越弱或意味着政策越积极,显示出后续政策发力存在必要性。其次,回顾历史通胀,9月通胀无忧,流动性继续保持宽松,10月CPI同比增速大幅回落,当前温和的通胀不会给宽松的政策形成压力,我国国内货币、财政政策继续保持宽松和积极的条件已经具备。展望未来,四季度出口下行压力加大,而物价有望保持稳定,温和通胀不会给宽松的政策形成压力,稳增长政策继续发力的空间宽阔。
- **风险因素:**国内疫情形势超预期,国际油价变化超预期等。

目录

一、高猪价与不及预期的 CPI 涨幅.....	3
二、PPI 环比上行受储煤、基建等因素驱动.....	6
三、通胀不会给宽松的政策形成压力.....	8
风险因素.....	8

图目录

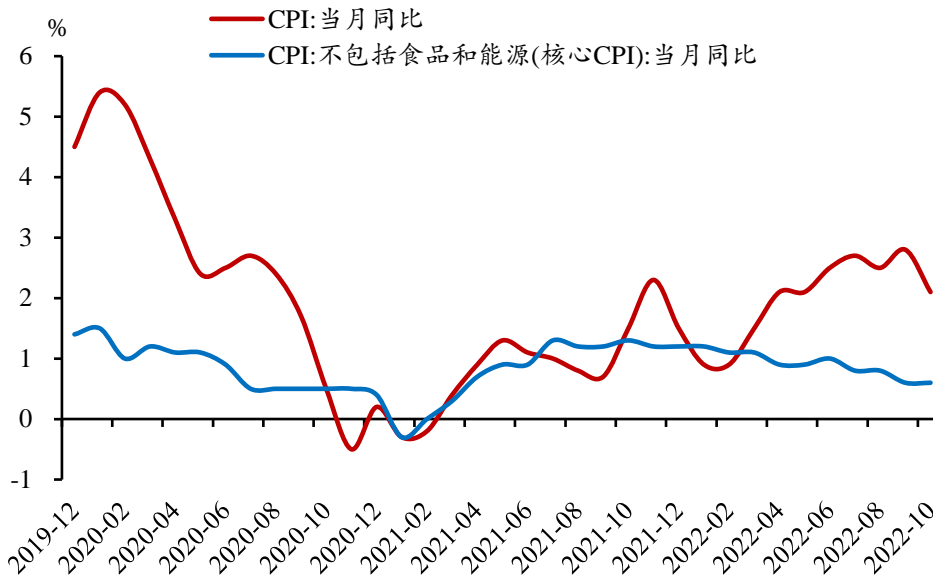
图 1: 10 月 CPI 同比涨幅回落至 2.1%.....	3
图 2: 10 月猪肉价格继续上升.....	3
图 3: 10 月 CPI 涨幅回落主要受食品烟酒项、交通和通信项的影响.....	4
图 4: 10 月鲜果、鲜菜类贡献下滑, 对冲畜肉类贡献的上升.....	4
图 5: 国内汽油、柴油、液化石油气同比涨幅回落.....	5
图 6: 10 月 CPI 分项表现普遍不及季节性.....	5
图 7: 10 月消费品和服务 CPI 增速同步走弱.....	6
图 8: 10 月生活资料和生产资料 PPI 同比增速继续分化.....	7
图 9: 10 月 PPI 环比分项中仅原材料工业环比下滑.....	7
图 10: 10 月非金属矿物制品业价格环比上涨.....	8

## 一、高猪价与不及预期的 CPI 涨幅

继 9 月 CPI 不及市场预期后，10 月 CPI 涨幅再次弱于市场预期，具体而言，CPI 同比上涨 2.10%，不及市场预期的 2.41%。不含食品和能源项的核心 CPI 涨幅与上月持平（均为 0.6%），显示出 10 月 CPI 涨幅不及预期主要和食品、能源相关。

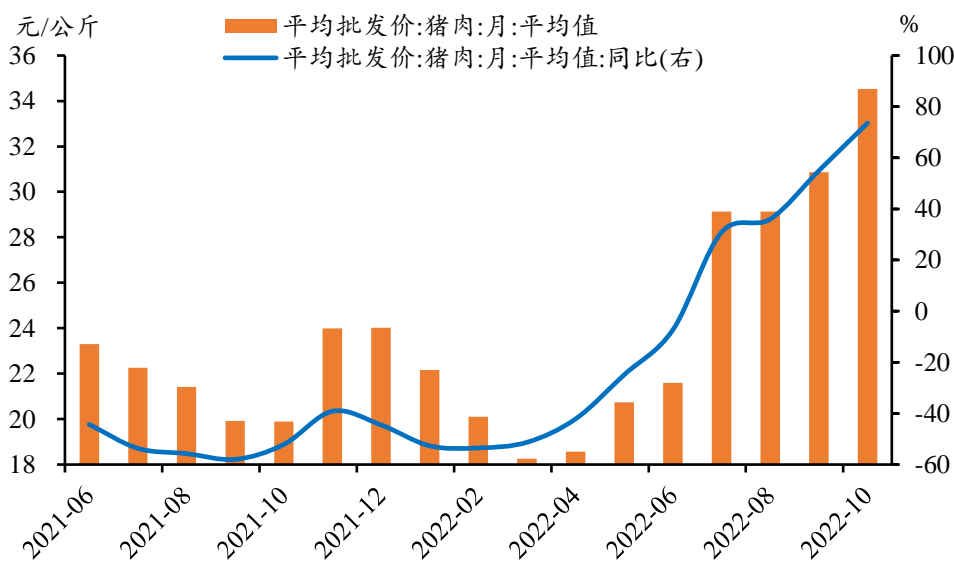
在生猪生产周期、短期压栏惜售和猪肉消费旺季等因素影响下，猪肉价格继续上升。当前猪肉价格继续走高，10 月批发猪肉价格的月均值为 34.54 元/公斤，同比上涨了 73.55%，22 个省市猪肉的平均价也同比上涨了 82.37%。猪肉价格继续走高主要受三方面因素影响，一是生猪生产周期，二是生猪市场短期内存在压栏惜售的现象，三是猪肉消费旺季。10 月猪价继续上涨，带动畜肉类 CPI 分项同比上涨了 23.6%。

图 1：10 月 CPI 同比涨幅回落至 2.1%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：10 月猪肉价格继续上升

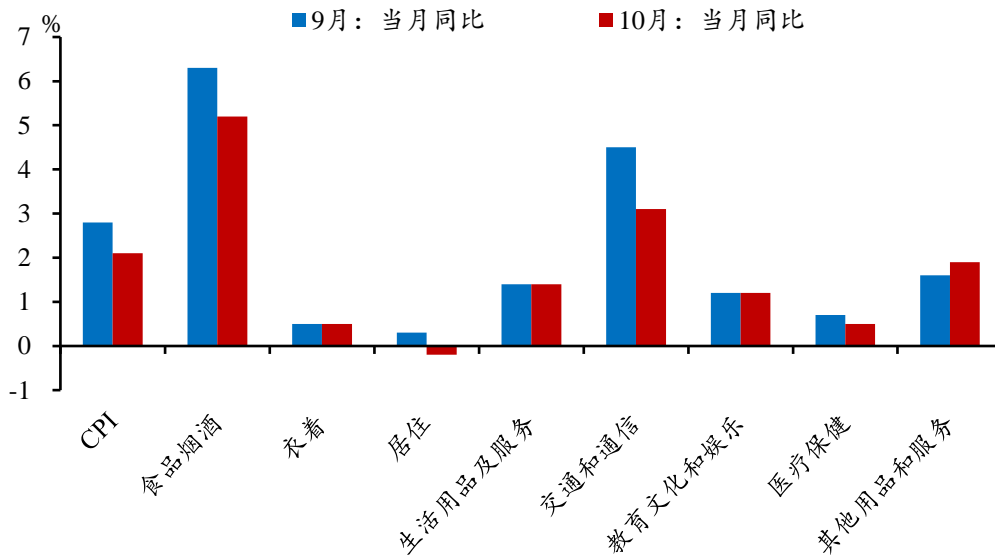


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 为什么猪价上涨没能继续拉动食品烟酒项和总体 CPI 同比涨幅继续回升？

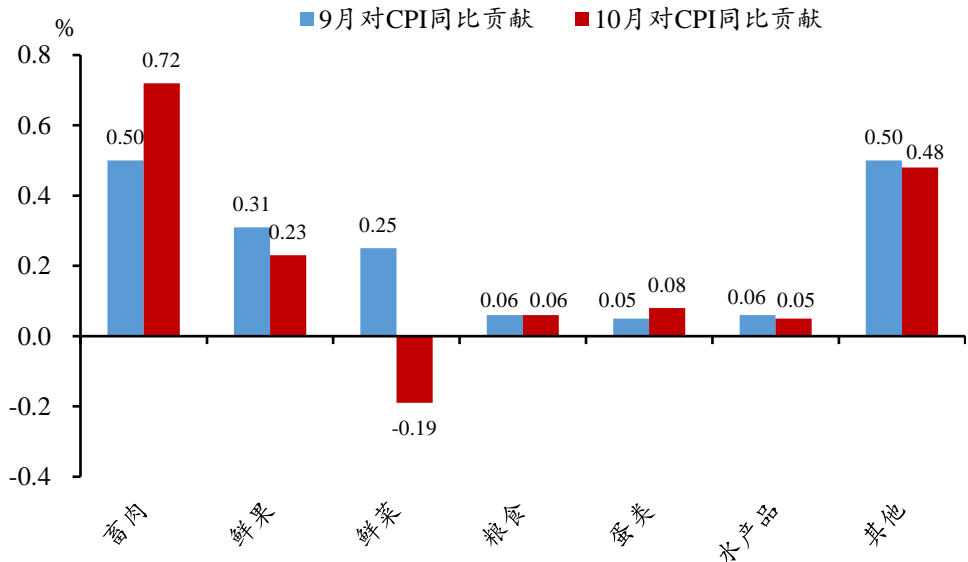
**拖累一：果蔬价格回落，对冲了猪价上涨的影响。**10月CPI同比回落主要是食品价格带来的，这看似和高猪价有矛盾。实际上，10月食品烟酒项涨幅回落，主要是受到果蔬项价格的拖累。一方面，10月果蔬大量上市，再加上节后消费需求有所回落，鲜果、鲜菜价格下降。另一方面，畜肉项权重有所下调，猪肉涨价影响有限。2022年，鲜果鲜菜权重之和高于畜肉项权重。在猪价上行背景下，畜肉类对CPI同比贡献了0.72%，比9月贡献高出0.22个百分点，而鲜果和鲜菜分别比9月贡献低0.08和0.44个百分点，已对冲掉猪肉价格上涨的影响，因而10月食品烟酒项涨幅有所回落。

图 3：10月CPI涨幅回落主要受食品烟酒项、交通和通信项的影响



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：10月鲜果、鲜菜类贡献下滑，对冲畜肉类贡献的上升

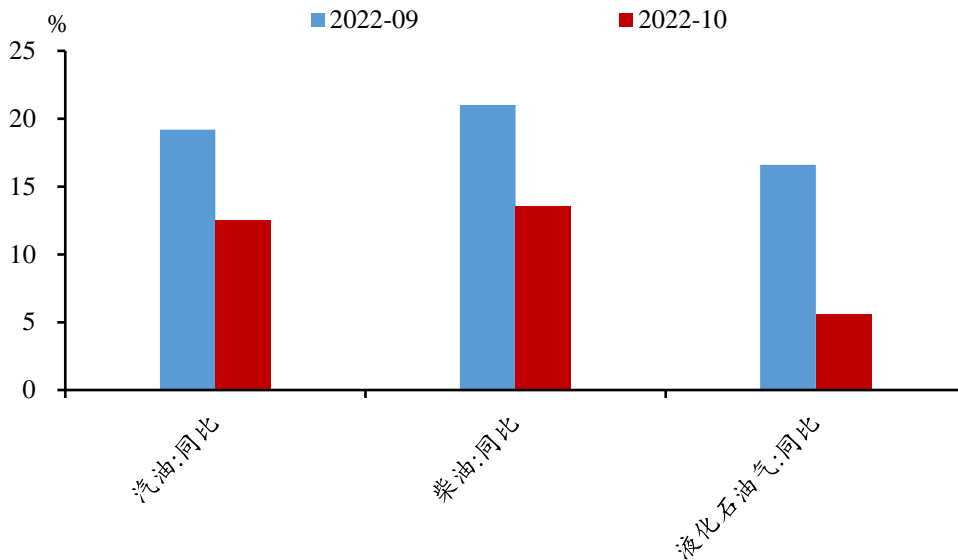


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

**拖累二：国际油价有所回升，但同比涨幅仍在继续回落。**10月布伦特原油价格中枢较上月有所上升，为93.48美元/桶，但10月同比涨幅仍进一步下滑至11.55%。受国际油价同比涨幅回落的影响，10月国内汽油、柴油和液化石油气价格同比涨幅分别为12.5%、13.5%和5.6%，与9月相比，同比表现均走弱。油价同比涨幅回落拖累了

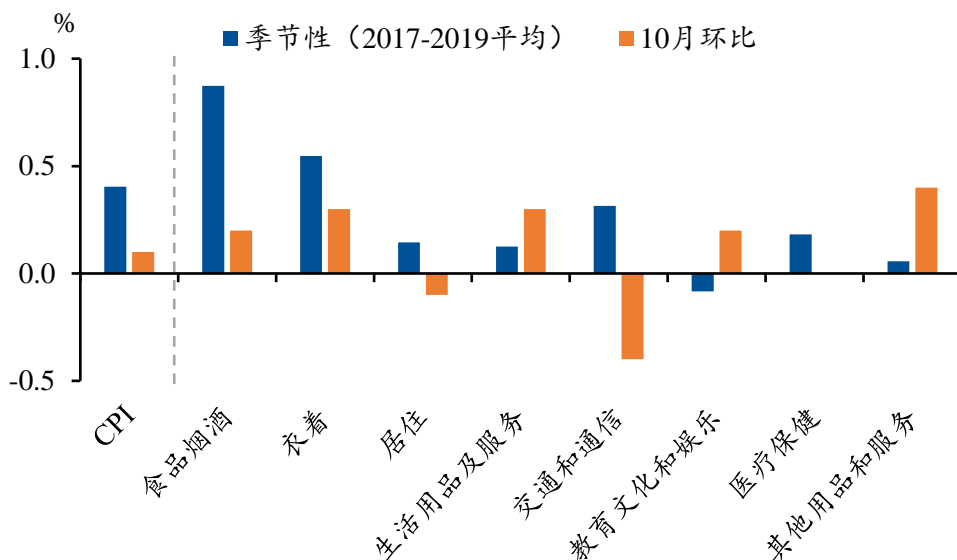
与交通项相关的 CPI 分项表现，10 月交通和通信项 CPI 同比增速为 3.10%，较 9 月下降了 1.4 pct（图 3），从环比上看，交通和通信项 CPI 表现也远不及季节性（图 6）。

图 5：国内汽油、柴油、液化石油气同比涨幅回落



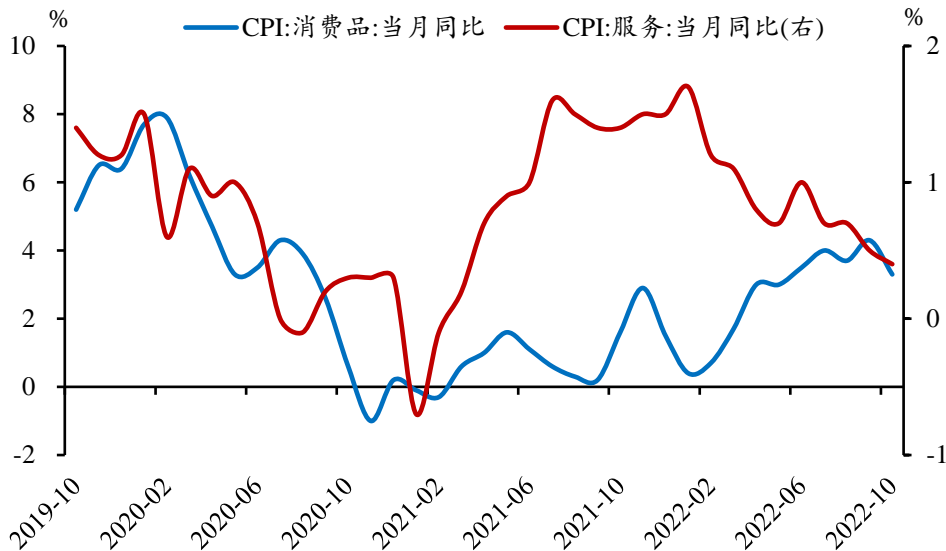
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：10 月 CPI 分项表现普遍不及季节性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总体来看，消费品和服务 CPI 同步走弱。10 月消费品和服务的 CPI 同步走弱，消费品 CPI 同比涨幅由 9 月的 4.3% 回落至 10 月的 3.3%，而服务 CPI 同比涨幅则由 9 月的 0.5% 进一步回落至 10 月的 0.4%，这背后显示出 10 月疫情散发对消费品和服务消费的制约。

**图 7：10 月消费品和服务 CPI 增速同步走弱**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、PPI 环比上行受储煤、基建等因素驱动

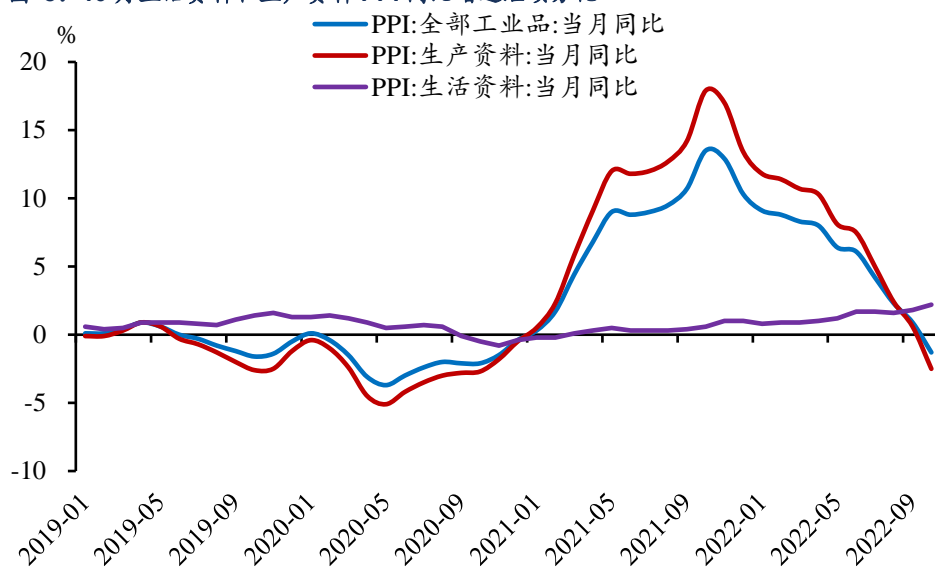
受高基数影响，10 月 PPI 同比由涨转降，部分行业需求边际改善带动 PPI 环比小幅上涨。10 月 PPI 同比由 9 月 0.9% 转为 -1.3%，生产资料和生活资料表现进一步分化。其中，生产资料 PPI 同比增速由涨转降，生活资料 PPI 同比涨幅继续上扬。从环比上看，PPI 环比增幅由前值的 -0.1% 回升至于 10 月的 0.2%，生产资料 PPI 环比也由前值的 -0.2% 转为 0.1%，生活资料价格环比则上涨至 0.5%。

PPI 环比上行，一是储煤需求支撑上游采掘业价格，二是基建落地推动非金属矿物制品价格上升，三是假日消费带动生活资料类普遍提价。

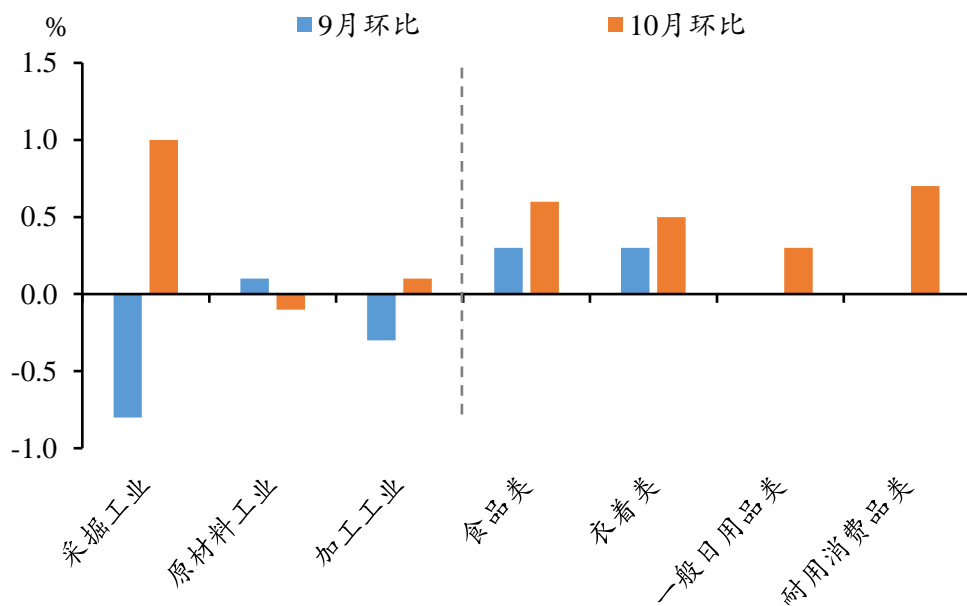
1) 储煤需求对上游采掘业有支撑，采掘工业价格环比由降转升。10 月多地密集部署迎峰度冬能源保供工作，储煤需求支撑煤炭价格，带动上游煤炭开采和洗选业价格环比上涨 3%。此外，10 月天然气价格有所回落，石油和天然气开采业价格环比下降 2.2%，而整个采掘工业 PPI 环比上涨 1%。

2) 建筑业高景气支撑水泥价格上行，带动非金属矿物制品业价格环比上涨。稳增长政策推动下，基建高位运行，建筑业 PMI 仍然位于较高景气水平，10 月水泥价格指数环比上涨 4.73%，带动非金属矿物制品业价格环比上涨 0.6%。

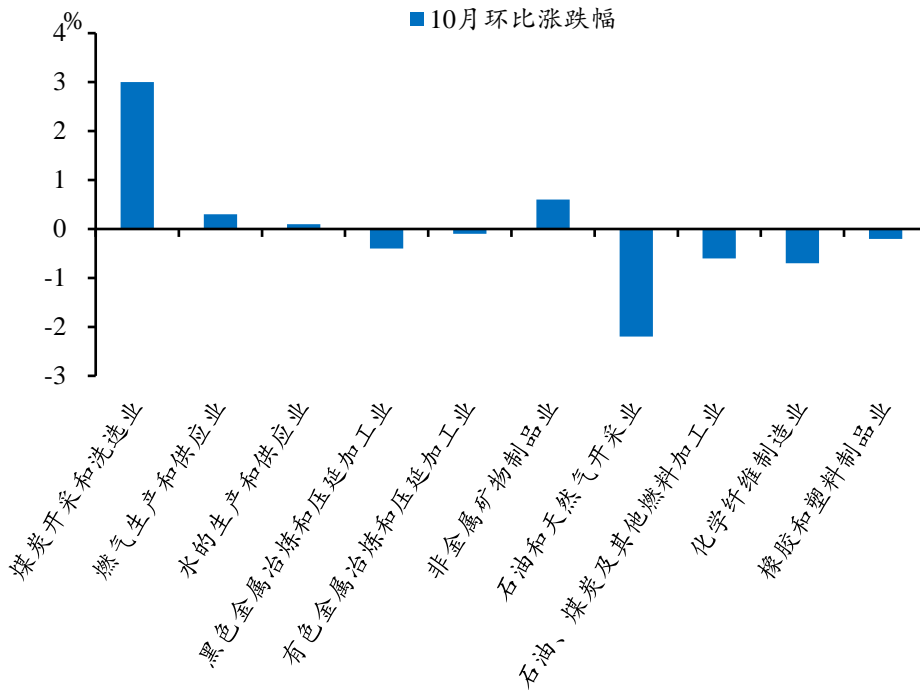
3) 生活资料类的下游消费品普遍提价。在十一假期及月末消费狂欢节的带动下，生活资料类价格环比普遍上涨，显示出消费品的提价现象。其中，食品和衣着类出厂价格环比上涨 0.6% 和 0.5%，一般日用品类和耐用消费品类出厂价格由 9 月的环比持平转为 10 月的 0.3% 和 0.7%。

**图 8：10 月生活资料和生产资料 PPI 同比增速继续分化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 9：10 月 PPI 环比分项中仅原材料工业环比下滑**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 10：10 月非金属矿物制品业价格环比上涨**


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

### 三、通胀不会给宽松的政策形成压力

首先，我们在《出口增速负风险不会轻易消散》中指出，10月出口增速超预期走弱，OECD综合领先指标持续下滑，若欧美拖累持续，叠加基数影响后，出口同比增速很可能继续维持负增长。而出口越弱或意味着政策越积极，这显示出后续政策发力存在必要性。

其次，回顾历史通胀，9月CPI同比增速为2.8%，通胀无忧，流动性继续保持宽松，而10月CPI同比增速为2.1%，当前温和的通胀不会给宽松的政策形成压力，我国国内货币、财政政策保持宽松和积极的条件继续存在。

展望未来，四季度出口下行压力加大，而物价有望保持稳定，温和通胀不会给宽松的政策形成压力，稳增长政策继续发力的空间宽阔。

### 风险因素

国内疫情形势超预期，国际油价变化超预期等。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying@cindasc.com">liuying@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准20%以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。