

## 通胀低预期的背后？

### 事件：

11月9日，统计局公布10月物价数据：CPI同比上涨2.1%，预期2.4%，前值2.8%；PPI同比下降1.3%，预期下降1.1%，前值0.9%。

### ■ CPI同比低预期、主因鲜菜、能源价格拖累等，关注核心CPI的涨价节奏

**CPI同比低预期，主因鲜菜、能源等拖累。**10月，CPI同比涨幅收窄0.7个百分点至2.1%，其中，新涨价贡献2%、翘尾为0.1%；核心CPI同比持平于0.6%；CPI环比收窄0.2个百分点至0.1%。分项中，食品环比收窄1.8个百分点至0.1%，主因鲜菜价格下降等、影响CPI下降约0.19个百分点；非食品环比走平，细分项中交通通信项拖累明显，或缘于原油等大宗商品价格涨幅回落等。

**明年一季度通胀中枢或抬升、但幅度或相对有限，关注核心CPI的涨价节奏。**猪周期重启下，猪价回升对CPI同比影响正在逐步显现，对CPI同比拉动由8月的0.01个百分点扩大至10月的0.16个百分点，但CPI猪肉的同比权重也在下调，或压制猪价回升对CPI影响的弹性。同时，近期疫情防控方面释放了一些积极信号，会否带动核心CPI回升，还需跟踪（详情参见《通胀，潜在的风险点？》）。

### ■ PPI近两年首次转负，主因上游生产资料高基数拖累，生活资料韧性较强

**生产资料高基数拖累PPI同比转负，生活资料韧性较强。**10月，PPI同比由升转降至-1.3%，其中翘尾因素贡献-1.2%、新涨价为-0.1%，环比转正至0.2%、上月为-0.1%。大类同比中，生产资料转负至-2.5%，采掘和加工工业分别为-6.7%和-3.5%，原材料涨幅收窄4.6个百分点；生活资料同比涨幅扩大0.4个百分点至2.2%，食品、耐用消费品贡献较大，较上月分别变动0.5和0.8个百分点。

**分行业来看，上游石油链、黑色链多数回落，中下游制造业涨价延续。**行业环比中，石油相关行业延续回落，石油开采、石油加工分别为-2.2%和-0.6%，与国内稳增长相关行业价格环比虽回落、但降幅多收窄，例如，黑色矿采、黑色冶炼环比分别为-1.4%和-0.4%，降幅较上月收窄1.3个百分点以上；部分中下游行业延续涨价，设备制造、农副食品环比延续上涨、涨幅均扩大0.5个百分点。

**重申观点：成本端涨价压力缓解下，利润分配格局延续改善、尤其是部分中下游行业。**PPI同比转负主因部分上游行业的高基数拖累、与供给端压力缓解等因素有关，部分中下游行业价格环比延续上涨（详情参见《物价变化的两个信号》）。

风险提示：生猪供给加速出清，原材料供给不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007  
majieying@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、通胀低预期的背后? .....	3
1.1、CPI低预期、主因鲜菜、能源价格拖累等, 关注核心CPI的涨价节奏..3	
1.2、PPI转负主因基数拖累、与生产资料涨价回落有关, 生活资料延续韧性 .....	4

## 图表目录

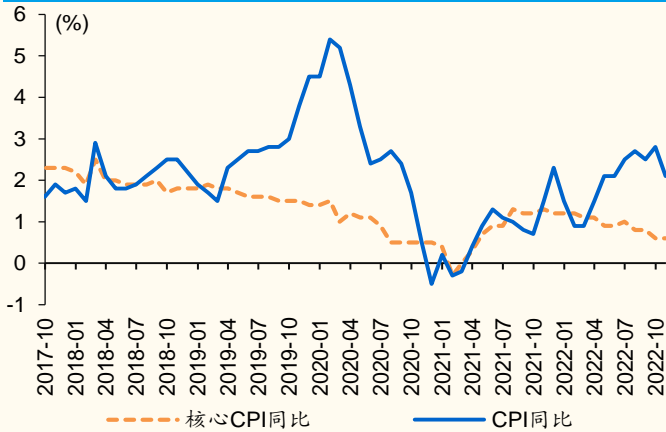
图表 1: 10月, CPI同比2.1%、核心CPI持平于0.6%.....	3
图表 2: 10月, 非食品环比大幅低于往年均值.....	3
图表 3: 食品项中, 猪肉涨价明显.....	3
图表 4: 猪肉同比权重自年初以来持续下调.....	3
图表 5: 原材料涨价传导最快阶段或已过去.....	4
图表 6: 关注服务业的“补偿式”涨价.....	4
图表 7: 10月, PPI同比转负至-1.3% .....	4
图表 8: 生产资料延续拖累, 生活资料价格韧性较强.....	4
图表 9: 行业环比中, 上游石油、黑色涨价回落, 中下游制造业延续涨价 .....	5

## 1、通胀低预期的背后？

### 1.1、CPI低预期、主因鲜菜、能源价格拖累等，关注核心CPI的涨价节奏

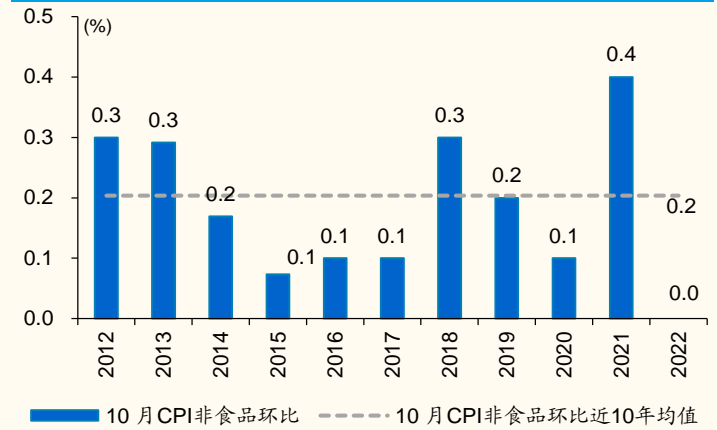
CPI同比低预期，主因鲜菜、能源等拖累。0月，CPI同比涨幅收窄0.7个百分点至2.1%，其中，新涨价贡献2%、翘尾为0.1%；核心CPI同比持平于0.6%；CPI环比收窄0.2个百分点至0.1%。分项中，食品环比收窄1.8个百分点至0.1%，主因鲜菜价格下降等、影响CPI下降约0.19个百分点；非食品环比走平，细分项中交通通信项拖累明显，或缘于原油等商品价格涨幅回落等。

图表 1：10月，CPI同比2.1%、核心CPI持平于0.6%



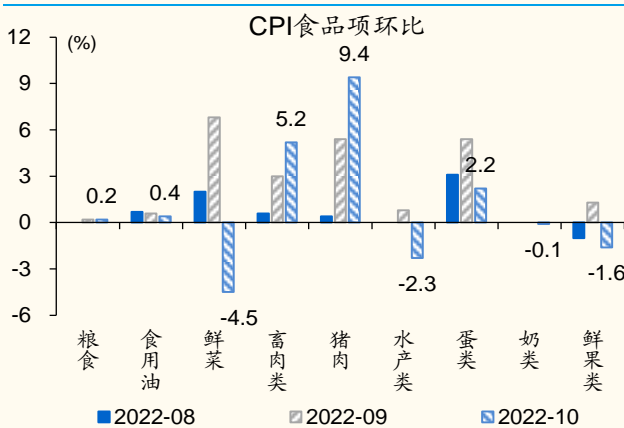
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：10月，非食品环比大幅低于往年均值



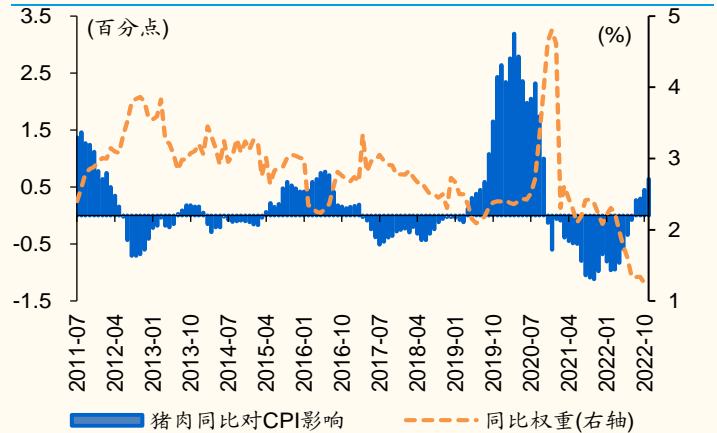
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：食品项中，猪肉涨价明显



来源：Wind、国金证券研究所

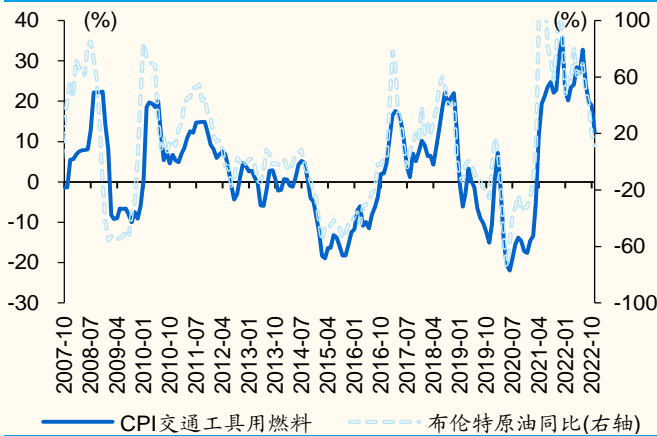
图表 4：猪肉同比权重自年初以来持续下调



来源：Wind、国金证券研究所

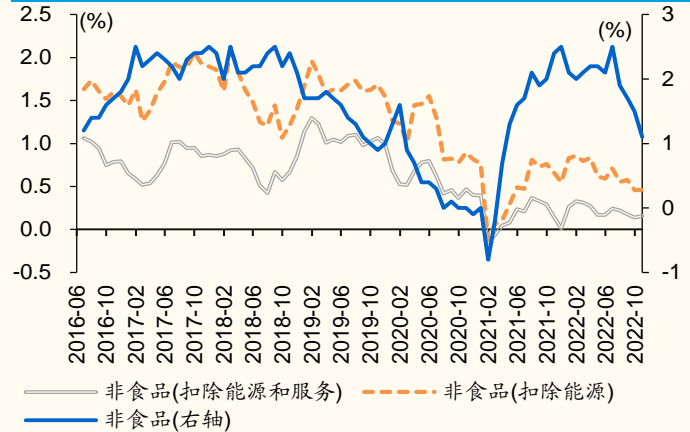
明年一季度通胀中枢或抬升、但幅度或相对有限，关注核心CPI的涨价节奏。猪周期重启下，猪价回升对CPI同比影响正在逐步显现，对CPI同比拉动由8月的0.01个百分点扩大至10月的0.16个百分点，但CPI猪肉的同比权重也在下调，或压制猪价回升对CPI影响的弹性。同时，近期疫情防控方面释放了一些积极信号，会否带动核心CPI回升，还需跟踪。

图表 5: 原材料涨价传导最快阶段或已过去



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 关注服务业的“补偿式”涨价

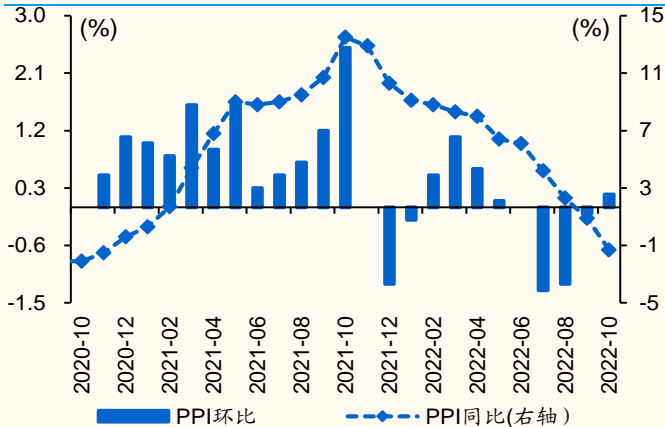


来源: Wind、国金证券研究所

## 1.2、PPI 转负主因基数拖累、与生产资料涨价回落有关，生活资料延续韧性

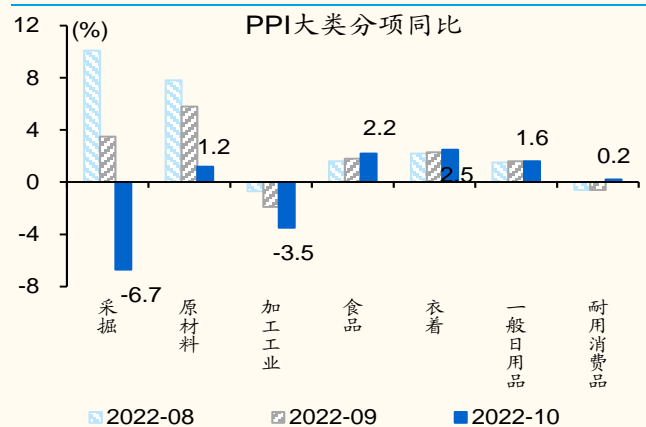
生产资料高基数拖累 PPI 同比转负，生活资料韧性较强。10 月，PPI 同比由升转降至-1.3%，其中翘尾因素贡献-1.2%、新涨价为-0.1%，环比转正至 0.2%、上月为-0.1%。大类同比中，生产资料转负至-2.5%，采掘和加工工业分别为-6.7%和-3.5%，原材料涨幅收窄 4.6 个百分点；生活资料同比涨幅扩大 0.4 个百分点，食品、耐用消费品贡献较大，较上月分别变动 0.5 和 0.8 个百分点。

图表 7: 10 月，PPI 同比转负至-1.3%



来源: Wind、国金证券研究所

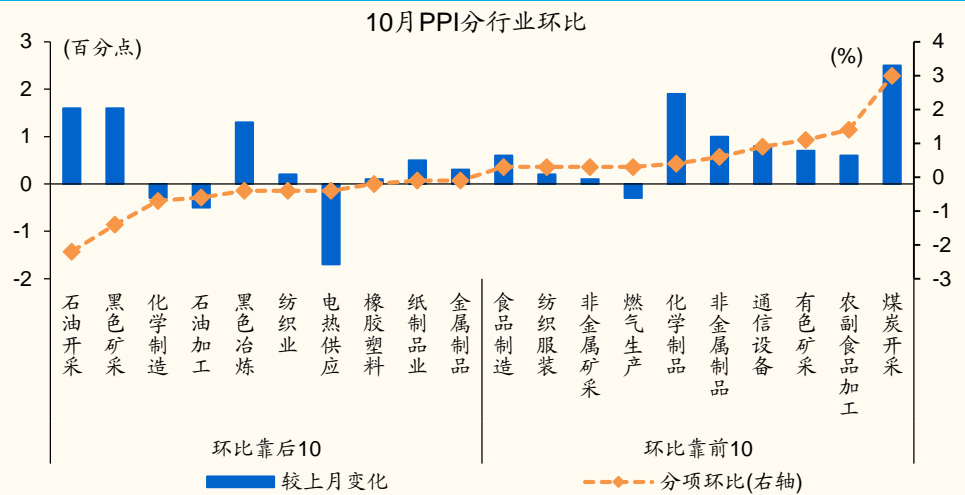
图表 8: 生产资料延续拖累，生活资料价格韧性较强



来源: Wind、国金证券研究所

分行业来看，上游石油链、黑色链多数回落，中下游制造业涨价延续。行业环比中，石油相关行业延续回落，石油开采、石油加工分别为-2.2%和-0.6%，与国内稳增长相关行业价格环比虽回落，但降幅多收窄，例如，黑色矿采、黑色冶炼环比分别为-1.4%和-0.4%，降幅较上月收窄 1.3 个百分点以上；部分中下游行业中，设备制造、农副食品环比延续上涨、涨幅均扩大 0.5 个百分点。

图表 9：行业环比中，上游石油、黑色涨价回落，中下游制造业延续涨价



来源：Wind、国金证券研究所

重申观点：成本端涨价压力缓解下，利润分配格局延续改善、尤其是部分中下游行业。PPI 同比转负主因部分上游行业的高基数拖累、与供给端压力缓解等因素有关，部分中下游行业价格环比延续上涨。

风险提示：

- 1、**生猪供给加速出清。**伴随养殖利润持续侵蚀，猪企资金消耗和偿债压力的加大，或使得能繁母猪产能加速去化，猪价持续、大幅上涨。
- 2、**原材料供给不及预期。**部分商品产能受限超预期，价格大幅攀升。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402