

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## CPI 动能较弱 PPI 如期转负

—10月物价数据点评

2022年11月9日

### 分析师:

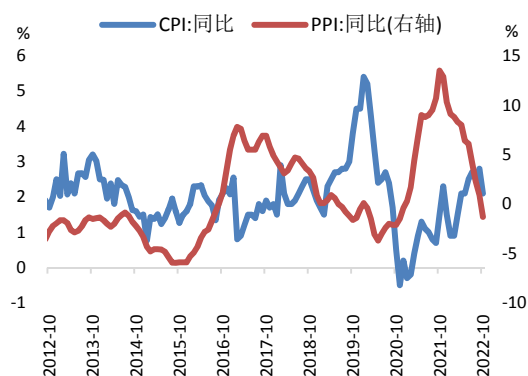
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

### CPI 与 PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

1. 《PPI 超预期回落推动剪刀差转正—8月物价数据点评》
2. 《经济持续复苏 力度稍显不足—8月经济数据点评》
3. 《产需回落拖累 PMI 超季节性下行—10月PMI 数据点评》

### 内容提要:

10月CPI同比2.1%，预期2.4%，前值2.8%；PPI同比-1.3%，预期-1.1%，前值0.9%。

虽然基数因素部分拖累10月CPI，但终端需求偏弱是CPI低于预期的根本原因。疫情扰动下的终端需求较弱导致非食品端持续拖累CPI涨幅，肉类（尤其是猪肉）价格持续超季节性大涨拉动下的食品价格上涨不具备可持续性，因此CPI整体上行动能不强（10月剔除肉类后的CPI仅为1.4%），核心CPI较长时间低位徘徊。展望未来，2021年高基数影响拖累叠加猪肉价格继续大幅上涨空间有限，今年四季度CPI或同比上涨2.1%，全年或上涨2%，较2021年（0.9%）温和上行。

PPI如期转负且弱于市场预期。展望未来，2021年四季度高基数、全球主要央行多数快节奏加息叠加海外通胀持续高位导致需求回落等因素拖累PPI，能源类价格保持韧性以及国内投资端修复或提振相关大宗商品需求，但总体上前者效应大于后者，年内PPI仍将徘徊在通缩区间。预计四季度PPI下跌0.9%，全年同比上涨4.3%，较2021年（8.1%）大幅回落。

就国内偏弱的通胀与需求而言，虽然外部持续加息压力较大，但国内货币政策在总量与结构性工具方面仍有一定空间。

**风险提示:** 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

**事件：**国家统计局 11 月 9 日公布的数据显示，10 月 CPI 同比 2.1%，预期 2.4%，前值 2.8%；PPI 同比-1.3%，预期-1.1%，前值 0.9%。

**点评：**10 月通胀数据弱于预期，CPI-PPI 剪刀差上行至近 2 年新高。从 CPI 看，上涨主要来自于肉类（尤其是猪肉）价格持续上行的拉动，但剔除肉类以后的 CPI 仅为 1.4%，核心 CPI 连续 2 个月在历史低位徘徊，上行动能偏弱。虽然有基数因素扰动，但终端需求偏弱是根本原因，维持四季度、全年 CPI 同比涨幅均在 2%左右的判断。从 PPI 看，受高基数、需求回落等因素拖累，年内 PPI 仍将徘徊在通缩区间。预计四季度 PPI 下跌 0.9%，全年同比上涨 4.3%。就国内偏弱的通胀与需求而言，虽然外部持续加息压力较大，但国内货币政策在总量与结构性工具方面仍有一定空间。

### **1、基数因素拖累 CPI，食品价格走势基本符合季节性，非食品价格连续 4 个月弱于季节性，核心 CPI 低位持平**

**10 月 CPI 同比上涨 2.1%，弱于市场预期（2.4%）。**从环比看，10 月 CPI 环比上涨 0.1%，与历史（2011-2019 年，下同）均值一致。从同比看，食品价格上涨 7.0%，涨幅比上月回落 1.8 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.26 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 23.6%，影响 CPI 上涨约 0.72 个百分点，其中猪肉价格上涨 51.8%，影响 CPI 上涨约 0.64 个百分点；鲜果价格上涨 12.6%，影响 CPI 上涨约 0.23 个百分点；蛋类价格上涨 11.8%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；粮食价格上涨 3.6%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；水产品价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；鲜菜价格下降 8.1%，影响 CPI 下降约 0.19 个百分点。在 10 月 2.1%的 CPI 同比涨幅中，2021 年价格变动的翘尾影响约为 0.1 个百分点，新涨价影响约为 2.0 个百分点。

**基数因素拖累 CPI 涨幅。**2021 年 5-9 月 CPI 从 1.3%回落至 0.7%，但 10 月 CPI 反弹至 1.5%，从而拖累今年 10 月 CPI 涨幅。不过，10 月剔除基数因素后的 CPI 三年平均增速为 1.4%，为近 20 年来最低。

**10 月食品价格走势符合季节性特征。**10 月食品价格环比上涨 0.1%，与历史同期均值（0）大体相当，相比 7-9 月平均涨幅（1.8%）回落较多，主因在于节日因素退去叠加供给增加等。

**肉类价格连续 7 个月环比上涨，猪肉价格更是大幅超季节性上涨。**10 月，肉禽及其制品价格环比上涨 5.2%，高出历史均值 3.7 个百分点；同比上涨 23.6%，为近 26 个月最高。其中，受生猪生产周期、短期压栏惜售和

猪肉消费旺季等因素影响，猪肉价格环比上涨 9.4%，涨幅较 9 月扩大 4.0 个百分点，大幅强于历史同期均值（1.5%）；同比上涨 51.8%，较 9 月扩大 15.8 个百分点。此外，由于统计方法、统计时间、统计口径的差别，农业部公布的 10 月 26 日全国猪肉平均价同比上涨 66.8%，Wind 整理的 10 月 28 日 22 个省市猪肉平均价同比上涨 72.4%，两者涨幅都相对偏高。不过，11 月初上述两个指标的绝对值和同比涨幅都有所回落。从政策端看，国家发改委 11 月 1 日发文，为进一步做好市场保供稳价工作，促进生猪价格尽快回归至合理区间，近日国家将投放今年第七批中央猪肉储备，并督促指导各地加大力度投放地方政府猪肉储备，形成调控合力。从供给端看，5-9 月能繁母猪存栏量连续 5 个月回升，当前猪肉价格持续快速上涨或受短期因素影响较大，预计未来猪肉价格上涨空间相对有限。

**其他食品价格跌多涨少。**10 月果蔬及水产品大量上市，加之节后消费需求有所回落，鲜菜、鲜果和水产品价格均由涨转降，环比分别下降 4.5%、1.6% 和 2.3%。进一步从菜篮子产品批发价格 200 指数走势看，11 月第 1 周较 10 月末回落近 2%。蛋类、油脂价格持续上涨，环比分别上行 2.2%、0.4%，尤其是蛋类，强于历史均值（-4.1%），主要受供应减少、饲料价格上涨、疫情冲击等因素影响，此外猪肉价格上涨亦有一定的拉动作用。对比国际价格，10 月 FAO 食品价格、油脂价格与肉类价格持续回落，但谷物价格环比上涨 3.0%，或与黑海粮食出口协议续签存在不确定性等因素相关。

**非食品价格连续 4 个月弱于季节性特征，或与疫情扰动与 PPI 快速回落相关。**10 月非食品价格环比持平，弱于历史同期均值（0.2%）。分项数据 4 涨 1 平 2 降。其中，其他用品及服务、衣着价格分别上涨 0.4% 和 0.3%，生活用品及服务、教育文化娱乐价格分别上涨 0.3% 和 0.2%；医疗保健价格持平；交通通信、居住价格分别下降 0.4% 和 0.1%。非食品中，工业消费品价格环比上涨 1.7%，涨幅比 9 月回落 0.9 个百分点，其中汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 12.5%、13.5% 和 5.6%，涨幅均回落较多；服务价格环比上涨 0.4%，涨幅比 9 月回落 0.1 个百分点。

**核心 CPI 低位持平。**10 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.6%，与 9 月持平，三年平均增长 0.8%，两者均处于有数据以来的低位水平。

综合而言，疫情扰动下的终端需求较弱导致非食品端持续拖累 CPI 涨幅，肉类（尤其是猪肉）价格持续超季节性大涨拉动下的食品价格上涨不具备可持续性，因此 CPI 上行动能不强（10 月剔除肉类后的 CPI 仅为 1.4%），

核心 CPI 较长时间低位徘徊。展望未来，2021 年高基数影响拖累叠加猪肉价格继续大幅上涨空间有限，四季度 CPI 或同比上涨 2.1%，全年或上涨 2%，较 2021 年（0.9%）温和上行。

## 2、PPI 转向通缩

**PPI 如期通缩且弱于市场预期。**10 月 PPI 环比回落 0.1%，同比下降 1.3%，弱于市场预期（回落 1.1%），较 9 月回落 2.4 个百分点。PPIRM 环比上涨 0.3%，同比涨幅（0.3%）较 9 月回落 2.3 个百分点。基数拖累影响较大，在 10 月 1.3% 的 PPI 同比降幅中，2021 年价格变动的翘尾影响约为 -1.2 个百分点，新涨价影响约为 -0.1 个百分点。10 月 PPI 三年平均增速较 9 月反弹 0.1 个百分点，为近 4 个月首次。

**生活资料价格保持韧性。**从环比看，10 月生活资料价格上涨 0.5%，生产资料价格反弹 0.1%，而后者前 4 个月均为负增长。从同比看，10 月生活资料价格上涨 2.2%，较 9 月扩大 0.4 个百分点；生产资料价格下降 2.5%，创 2020 年 11 月以来最低，部分是受 2021 年同期基数走高拖累。

**从行业看，石油等行业价格继续下跌，黑色、有色等降幅持续收窄，煤炭等涨幅扩大。**其中，石油和天然气开采业价格下降 2.2%，化学纤维制造业价格下降 0.7%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 0.6%；冬季储煤需求提升，煤炭开采和洗选业价格上涨 3.0%，涨幅扩大 2.5 个百分点；受水泥价格上涨影响，非金属矿物制品业价格由下降 0.4% 转为上涨 0.6%；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.4%，降幅收窄 1.3 个百分点；农副食品加工业价格上涨 1.4%，计算机通信和其他电子设备制造业价格上涨 0.9%，涨幅均有所扩大。

**年内 PPI 仍将在通缩区间。**维持此前判断，2021 年四季度高基数、全球主要央行多数快节奏加息叠加海外通胀持续高位导致需求回落等因素拖累 PPI，能源类价格保持韧性以及国内投资端修复或提振相关大宗商品需求，但总体上前者效应大于后者，年内 PPI 仍将徘徊在通缩区间。预计四季度 PPI 下跌 0.9%，全年同比上涨 4.3%，较 2021 年（8.1%）大幅回落。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层