

宏观点评 20231109

2023年11月09日

通胀回升的难度在哪？

■ 10月CPI同比-0.2%，时隔两月后再度转负，环比季节性下降0.1%。PPI自6月以来的同比回升势头受阻，10月录得-2.6%（前值-2.5%）。再通胀进程显得“吃力”是当下经济复苏的疑点，那么本轮通胀回升的难度在哪？

一是“猪油”两个波动项扰动。近期猪价因存栏去化缓慢缺乏上涨动力，而去年同期基数不断走高；海外原油的地缘冲突溢价或持续回落，且需求下滑担忧增加拖累价格。一旦四季度“猪油”同比负向共振预计对CPI回升扰动不小。

二是出行支撑存在回撤风险。暑期出行是三季度以来消费及通胀回升的亮点，也是步入淡季后的隐忧。从居民消费观察，疫后报复性、集中性的特点使“旺季更旺、淡季更淡”，核心CPI在出行缺席的背景下后续回升动能偏弱。

三是内需弱复苏下工业品价格难有强支撑。地产政策脉冲后楼市“金九银十”成色不及预期，供给端价格受到的情绪提振或难长久持续。不过随着万亿增发国债的落地，后续可关注财政发力向再通胀的传导。

■ 具体数据来看，10月CPI方面，食品项依旧是CPI同比转负的最大拖累，食品价格同比跌幅走阔至4.0%，节后天气好转下整体农产品供给充裕但需求端增量不足，其中猪肉价格同比下降30.1%，月度降幅接近历史极值，鲜菜、蛋类以及其他畜肉价格同比降幅均在3%以上。非食品消费品的支撑边际减弱，其中出行进入淡季后交通工具与汽油价格走势分化，天气转冷下衣着价格同比上涨1.1%。服务价格同比偏稳，其中旅游与机票价格涨幅回落，基数走低支撑居住价格同比回正至0.2%。核心CPI同比涨幅回落两个百分点至0.6%。

PPI连续三月的同比回升势头在10月暂止，环比也由上涨转为持平。

上游工业品价格分化：受到专项债加速发行后资金落地开工的支撑，黑色及有色金属开采价格同比领涨；部分地区气温转冷偏缓，煤炭需求增加有限，价格同比跌幅仍大。有色金属冶炼加工价格同比维持涨势，显示上游涨价有向中游传导迹象。下游可选消费持续“以价换量”趋势，汽车制造业及电子设备制造业价格同比分别下降1.4%、2.9%。

■ 展望后续，四季度的增量政策是再通胀的核心变量。年内食品与原油价格疲软大概率对CPI同比造成下行压力，核心通胀在出行退坡后需找到新的支撑点。四季度政策加码巩固内需复苏带动价格回升仍有必要，目前增发国债已经落地，货币宽松预期增强，需关注积极财政效力释放对价格的支撑。

■ 风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；政策对内需拉动效果不及预期。

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

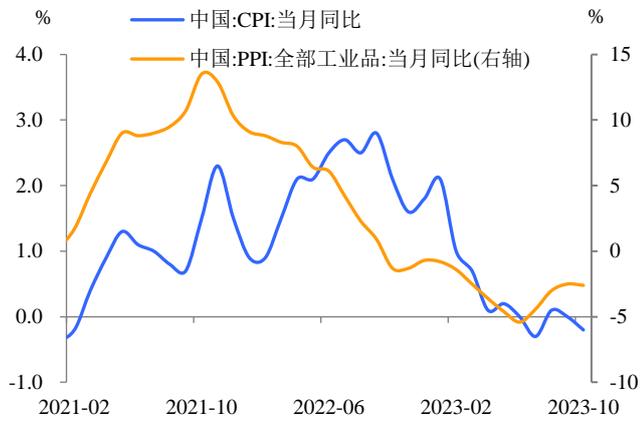
《美股还能乐观多久？》

2023-11-08

《10月出口：复苏为啥“掉队”？》

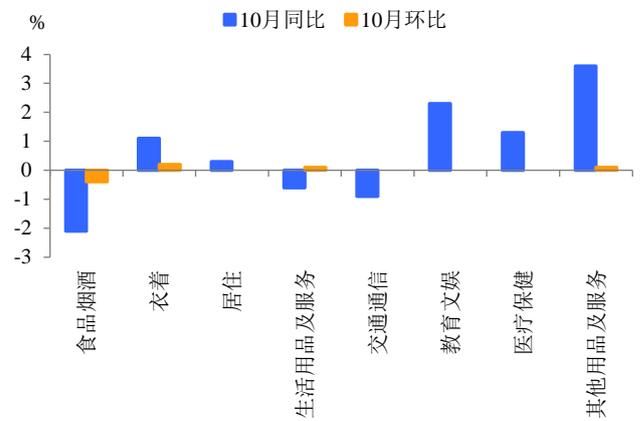
2023-11-07

图1: 四季度伊始再通胀之路受阻



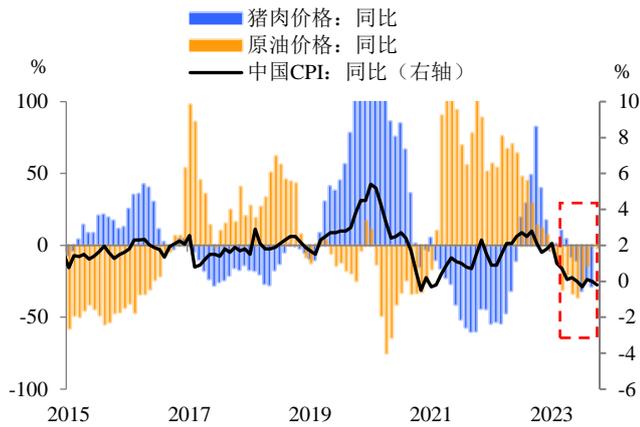
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 10月CPI八大项同环比变动



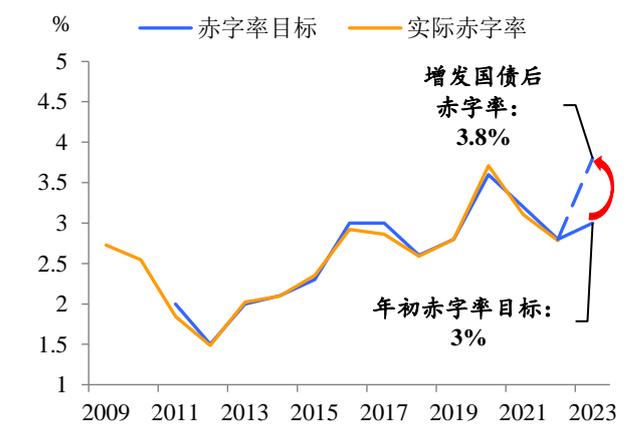
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: “猪油”扰动CPI同比回升



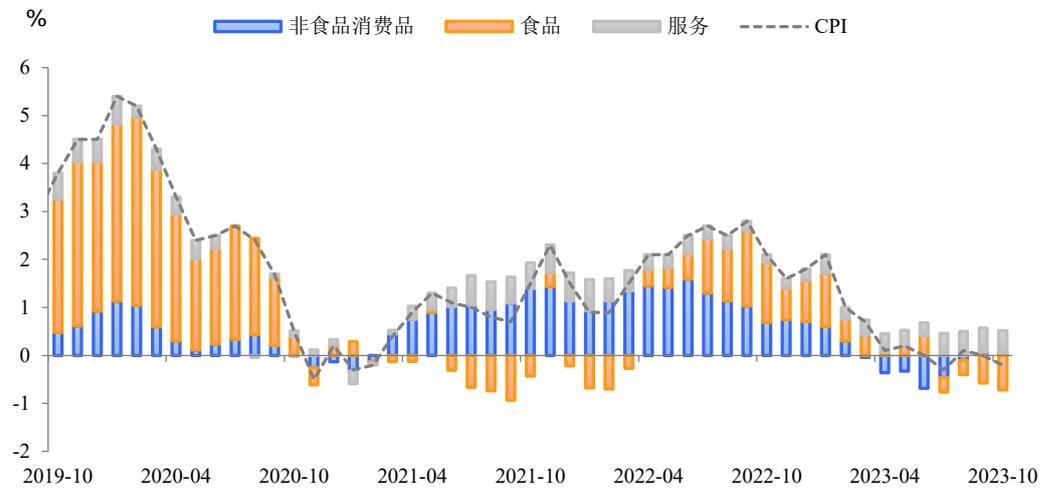
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 四季度财政发力



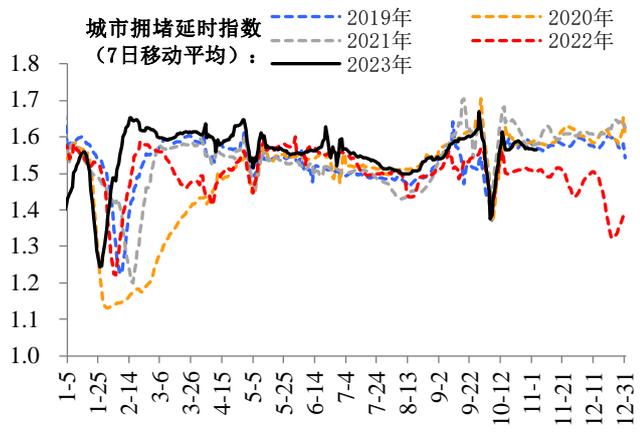
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: CPI同比: 三分法



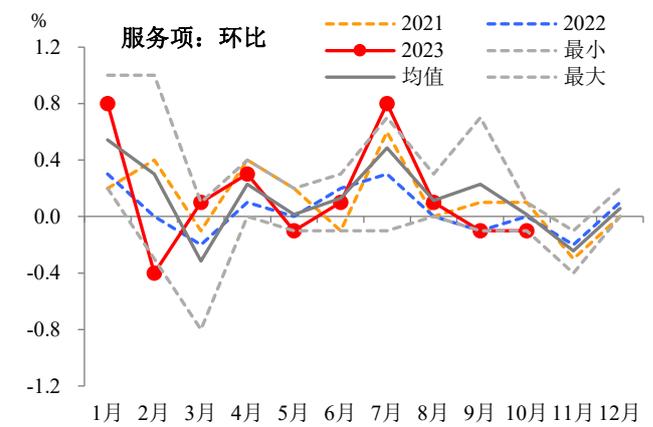
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 节后出行热度边际降温



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 服务项价格环比变动低于季节性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>