

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

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@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

通胀低迷的逻辑

2023年11月9日

- **制约消费品价格好转压力仍在。**10月进口同比由负转正,实现大幅增长。而10月CPI和PPI同比双双回落,CPI表现不及市场预期。我们认为,进口改善源自对大宗补库的需求,对价格的影响更偏上游,这也是PPI、CPI同比下滑但PPI仍能好于预期的关键。继9月服务CPI偏离季节性变化后,10月消费品CPI也与季节性变化相背离,显示制约消费品价格好转压力仍在。在油价给CPI的压制缓解下,消费品仍与季节性变化背离的关键或是猪肉消费旺季不旺。同时,地产压制也是核心CPI环比下降以及居住项、衣着等多个分项不及季节性变化的关键。
- **进口大增或反映在PPI的超预期。**10月PPI同比降幅略有扩大,但仍好于市场预期。PPI同比降幅扩大与出厂价格和主要原材料价格PMI同步下滑有关。其中,主要原材料价格仍在扩张区间,但出厂价格却已经降至收缩区间。10月进口大增背后是国内大宗补库带来的影响,主要是对上游的价格影响较大。分行业来看,煤炭开采和洗选业环比上涨最高。我们认为,采掘工业涨幅较大,背后或是因为国内定价的煤炭需求增多而供给偏紧带来的价格上涨。往后看,10月工业品价格季节性回落后,月末再度上升,显示PPI降幅收窄仍具备可持续性。
- **年内CPI或者小幅回正。**9月服务CPI环比明显偏离季节性走势后,10月消费品环比也与季节性变化相背离,显示消费品价格改善的压制仍在。我们认为年内CPI或小幅回正,CPI回升高度有限主要是服务反弹动力有所减弱,消费品价格压制仍在。虽然四季度是传统旺季,但目前从生猪供应端来看,能繁母猪存栏量较高,这导致猪肉价格或难出现大幅上涨。我们认为,在产能持续去化的背景下,年内猪肉价格缺乏进一步大幅回升的基础;再加上地产投资压力未除,当前地产投资累计增速仍在负区间,地产下游等相关链条消费或较弱,因此国内需求带动的通胀上涨高度或有限。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期等。

目录

| | |
|--------------------------|---|
| 一、制约消费品价格好转压力仍在 | 3 |
| 二、进口大增或反映 PPI 的超预期 | 5 |
| 风险因素 | 8 |

图目录

| | |
|---|---|
| 图 1: CPI 和核心 CPI 均有回落 | 3 |
| 图 2: 消费品表现和季节性变化相背离 | 3 |
| 图 3: 油价交通工具项燃料 CPI 反弹, 也没能阻挡消费品价格继续下行 | 4 |
| 图 4: 环比来看, 食品烟酒项和季节性表现大幅背离 | 4 |
| 图 5: 猪肉价格同比下行拖累消费品价格 | 5 |
| 图 6: 猪肉同比降幅扩大部分源于去年基数上行 | 5 |
| 图 7: 10 月 PPI 同比降幅略有扩大, 但好于预期 | 6 |
| 图 8: 制造业价格端 PMI 略有回落 | 6 |
| 图 9: 采掘工业环比表现最好 | 7 |
| 图 10: 预计年内 CPI 表现仍相对较弱 | 7 |

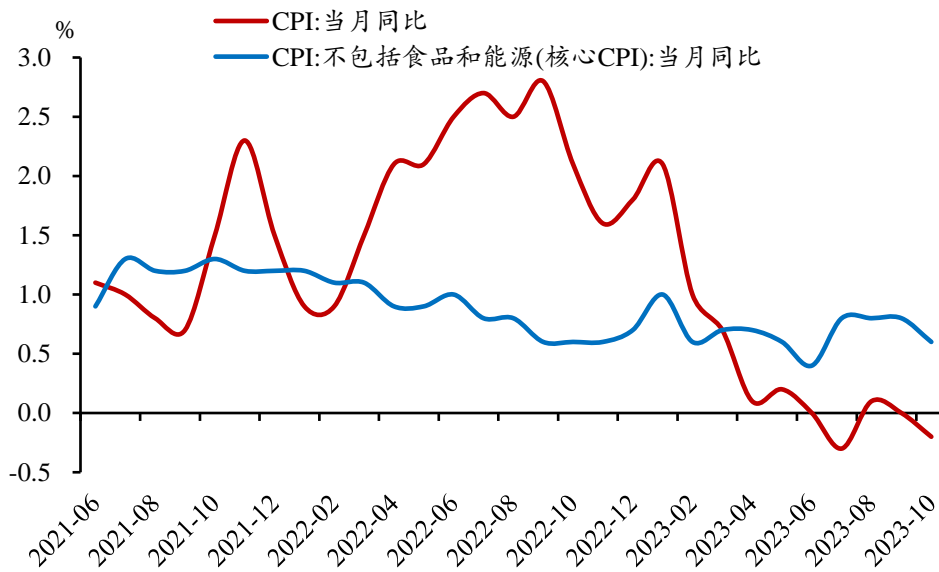
一、制约消费品价格好转压力仍在

本周进出口贸易数据已公布，进口同比由负转正，实现大幅增长。而 10 月 CPI 和 PPI 同比双双回落，CPI 表现不及市场预期。进口好转一定程度上代表国内需求改善，为何进口改善，CPI、核心 CPI、PPI 同比却在下滑？

进口改善源自对大宗补库的需求，对价格的影响更偏上游。10 月我国进口超预期回升源自我国对大宗商品的补库需求提振，对上游价格的影响更大，这也是 PPI、CPI 同比下滑但 PPI 仍能好于预期的关键。

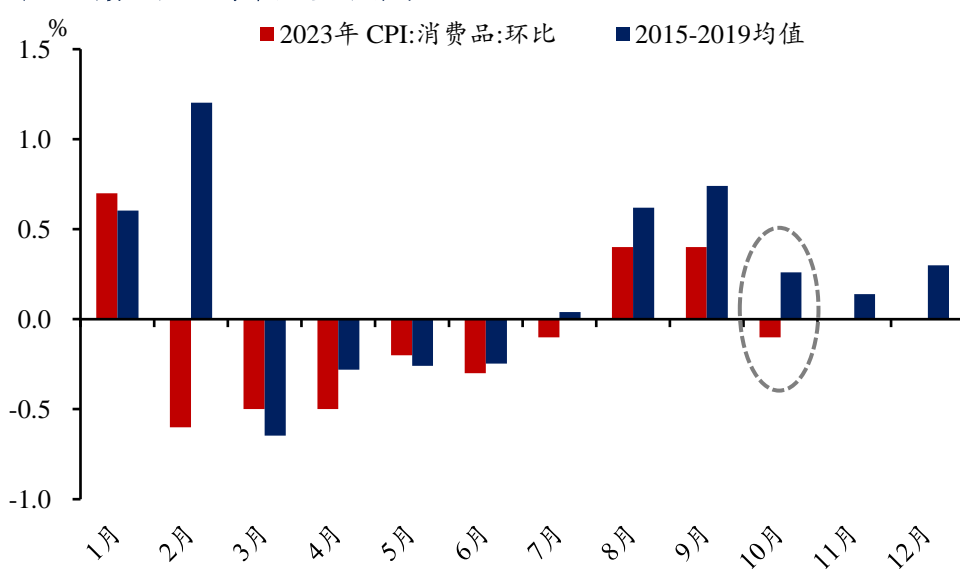
消费品环比与季节性变化背离，显示制约消费品价格好转压力仍在。环比来看，继 9 月服务 CPI 偏离季节性变化后，10 月消费品 CPI 也与季节性变化相背离。9 月服务项目 CPI 环比是自今年 3 月以来的首次明显偏离季节性变化，我们认为这或预示着疫后服务消费反弹的动力开始减弱。而 10 月消费品价格环比表现也与季节性变化相背离，显示制约消费品价格好转压力仍在。

图 1: CPI 和核心 CPI 均有回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 消费品表现和季节性变化相背离

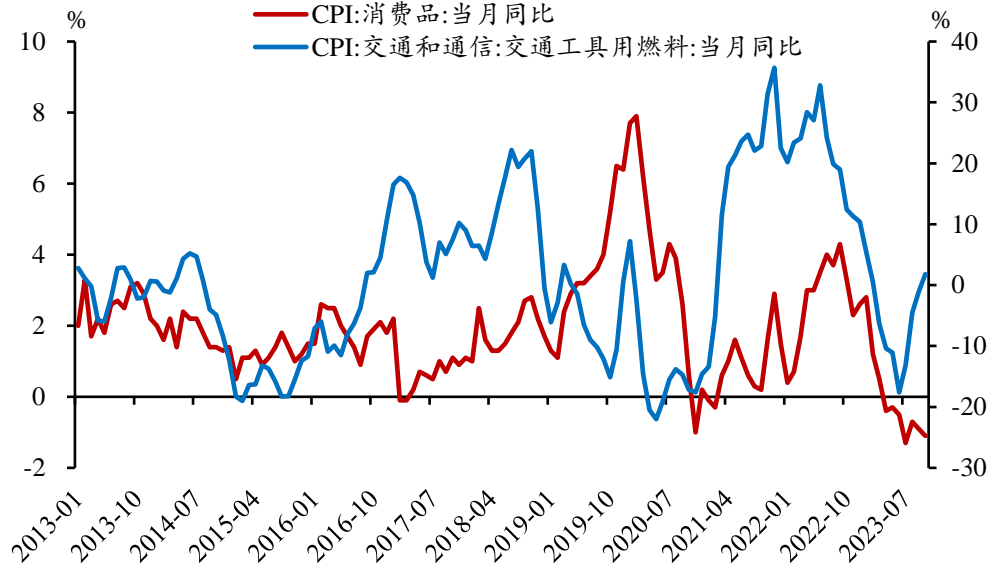


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在油价给CPI的压制缓解下，消费品仍与季节性变化背离的关键或是猪肉消费旺季不旺。10月交通工具项燃料同比回升，但消费品同比继续下行。油价对CPI的压制缓解未能阻挡消费品下行，旺季不旺的猪肉消费或是关键，10月猪肉项CPI同比从9月的-22.0%下降到-30.1%。从分项环比表现来看，食品烟酒项环比表现与季节性变化大幅背离，是整体CPI环比表现弱于季节性变化的关键。

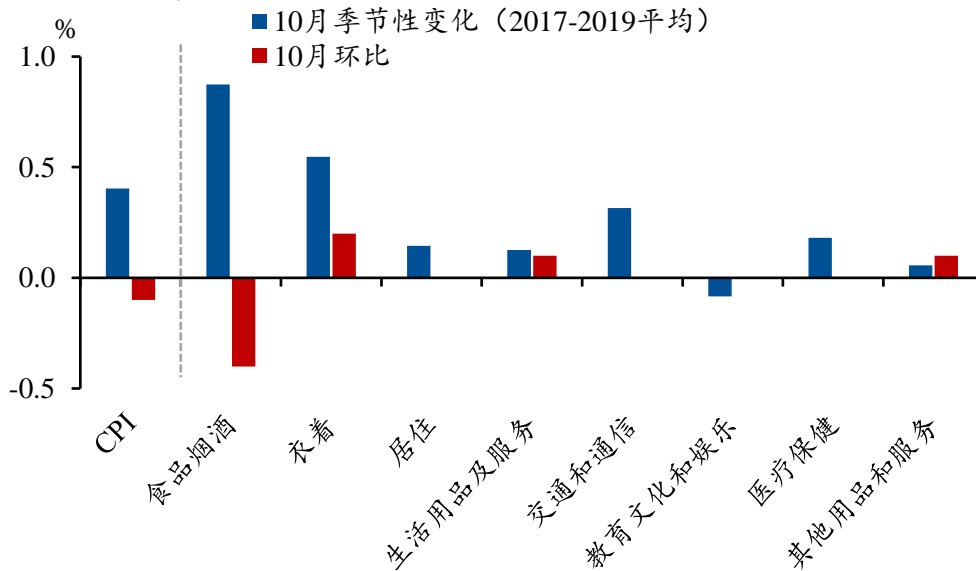
同时，地产压制也是核心CPI环比增幅回落以及居住项、衣着等多个分项不及季节性变化的关键。

图 3：油价交通工具项燃料CPI反弹，也没能阻挡消费品价格继续下行

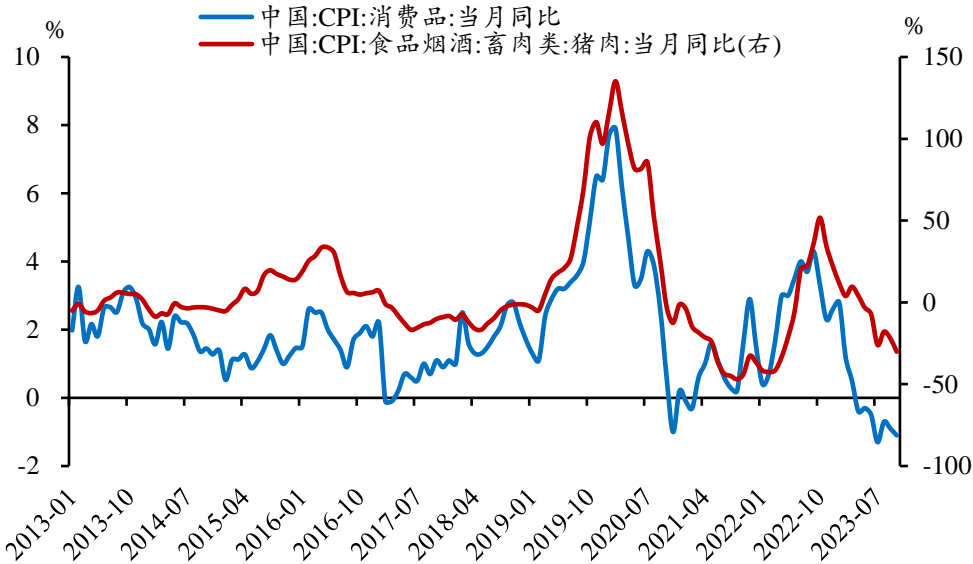


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

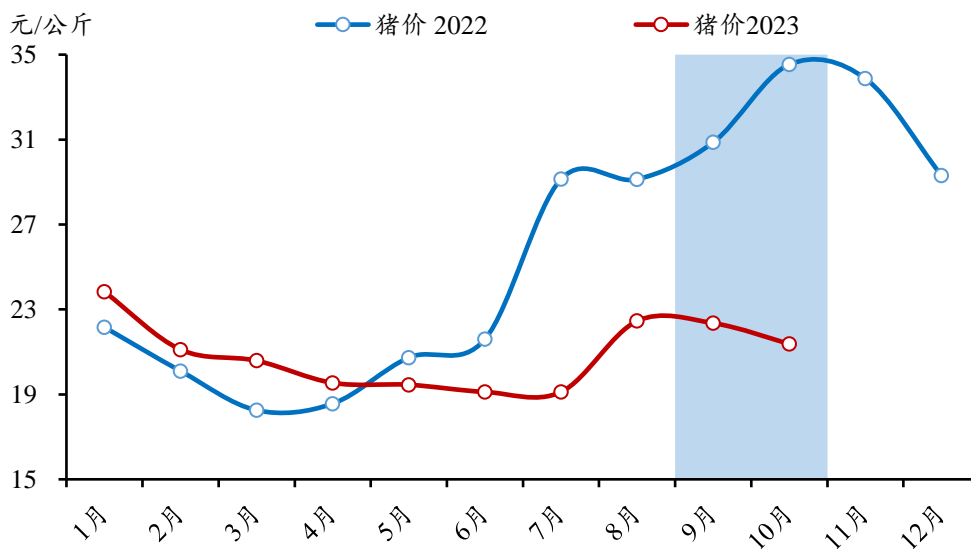
图 4：环比来看，食品烟酒项和季节性表现大幅背离



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：猪肉价格同比下行拖累消费品价格


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

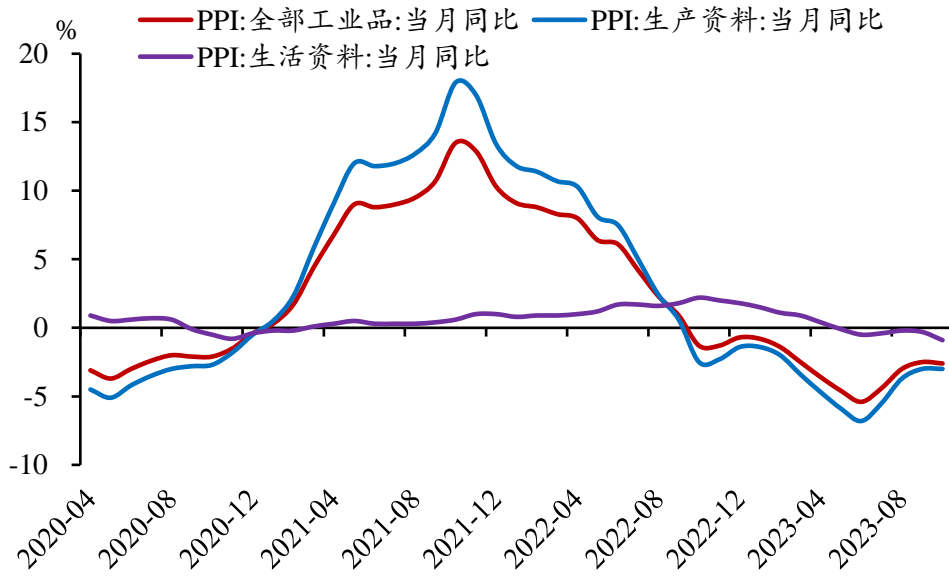
图 6：猪肉同比降幅扩大部分源于去年基数上行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

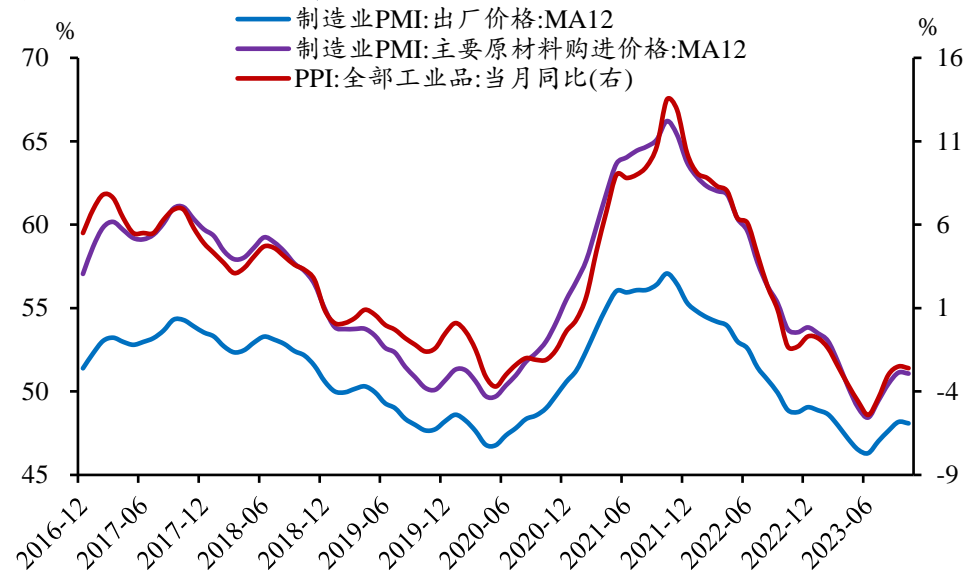
二、进口大增或反映 PPI 的超预期

10 月 PPI 同比降幅扩大，但仍好于预期。10 月 PPI 同比降幅略有扩大，录得 -2.6%，但仍好于市场预期。PPI 同比降幅扩大与出厂价格和主要原材料价格 PMI 同步下滑有关。其中，主要原材料价格仍在扩张区间，较 9 月下滑 6.8 个百分点至 52.6%，但出厂价格却已经降至收缩区间。

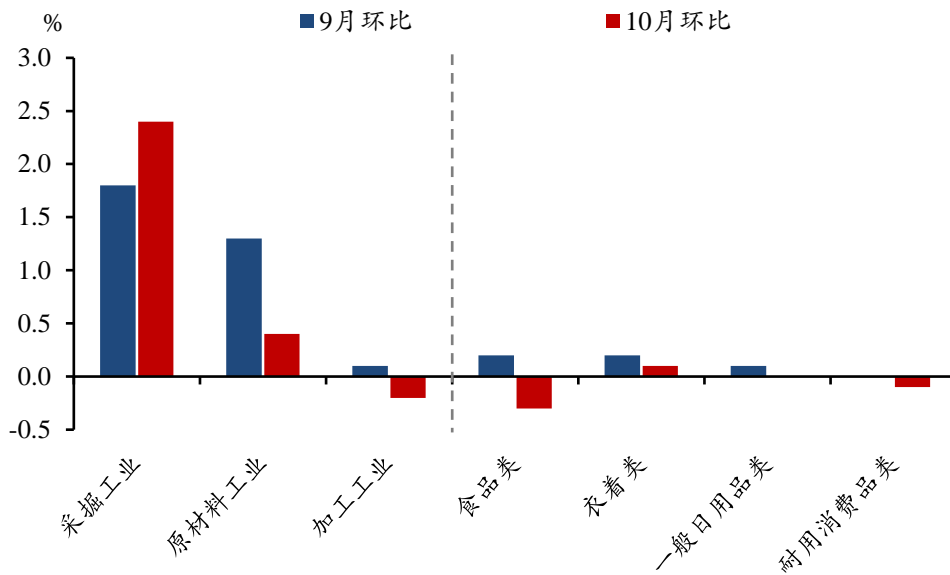
PPI 好于预期背后是大宗补库带来的进口大增。10 月进口大增背后是国内大宗补库带来的影响，主要是对上游的价格影响较大。分行业来看，煤炭开采和洗选业环比上涨最高，涨幅为 3.4%。我们认为，采掘工业涨幅较大，背后或是因为国内定价的煤炭需求增多而供给偏紧带来的价格上涨。往后看，10 月工业品价格季节性回落后，月末再度上升，显示 PPI 降幅收窄仍具备可持续性。

图 7：10 月 PPI 同比降幅略有扩大，但好于预期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：制造业价格端 PMI 略有回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：采掘工业环比表现最好


资料来源: ifind, 国家统计局, 信达证券研发中心

总体上看，我们认为年内 CPI 或小幅回正。继 9 月服务 CPI 环比明显偏离季节性走势后，10 月消费品环比也与季节性变化相背离，显示消费品价格改善的压制仍在。我们认为年内 CPI 或小幅回正，CPI 回升高度有限主要是服务反弹动力有所减弱，消费品价格压制仍在。虽然四季度是传统旺季，但目前从生猪供应端来看，能繁母猪存栏量较高，这导致猪肉价格或难出现大幅上涨。我们认为，在产能持续去化的背景下，年内猪肉价格缺乏进一步大幅回升的基础；再加上地产投资压力未除，当前地产投资累计增速仍在负区间，地产下游等相关链条消费或较弱，因此国内需求带动的通胀上涨高度或有限。

图 10：预计年内 CPI 表现仍相对较弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。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。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

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。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 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。