



研究所

分析师:梁伟超  
SAC 登记编号:S1340523070001  
Email:liangweichao@cnpsec.com  
研究助理:崔超  
SAC 登记编号:S1340121120032  
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《增速波动，趋势未变——10月进出口解读 20231108》 - 2023.11.08

固收点评

## 物价边际再次走弱

### ——10月物价解读 20231109

#### ● 主要数据

10月CPI同比-0.2%，预期（Wind一致预期，下同）-0.05%，前值0，环比-0.1%；PPI同比-2.6%，预期-2.6%，前值-2.5%，环比0。

#### ● 核心观点

10月物价改善趋势整体放缓，CPI主要受天气晴好农产品供应充足、节后需求回落影响，PPI主要受原油和有色金属价格波动、上年同期基数走高影响。10月物价季节性回落，但幅度偏大，结合当月制造业PMI重回景气线下，总需求复苏斜率偏缓。从高频数据上看，近期农产品、原油价格持续回落，对物价走势形成较大压力，基数走低的对冲作用可能有限，预计11月物价仍偏弱运行。对于工业企业而言，PPI-CPI剪刀差收窄趋势放缓，价格端对经营改善的助力作用趋弱，总需求恢复情况成为主要影响变量。

#### ● CPI季节性回落，短期走势偏弱

10月CPI环比回落，符合季节性规律，主要受天气晴好农产品供应充足、节后消费需求回落等影响。但环比增速低于近年均值，反映了总需求恢复程度依然不强。从食品项来看，食品价格下降是CPI环比、同比走弱的主要因素。从非食品项上看，汽油环比小幅上涨，出行旅游价格回落。结合高频数据、基数走低等因素，预计11月CPI仍偏弱运行。

#### ● PPI环比持平，工业企业经营改善放缓

10月PPI环比持平，同比增速小幅下降主因高基数。从季节性走势上看，2018-2022年五年10月PPI环比增速均值+0.64%，高于今年10月增速，环比走势弱于季节性。分行业看，煤炭价格涨幅扩大，石油、有色相关行业价格涨幅下降。PPI-CPI剪刀差连续四个月收窄，工业企业经营改善趋势放缓。

#### ● 风险提示：

政策宽松力度不及预期，流动性超预期收紧，地缘局势超预期恶化。

## 目录

1 CPI 季节性回落，短期走势偏弱.....	4
2 PPI 环比持平，工业企业经营改善放缓.....	7
3 展望：短期物价或偏弱运行.....	9
4 风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1: CPI 环比增速由正转负 .....	4
图表 2: CPI 环比增速弱于季节性 .....	4
图表 3: 食品烟酒是环比唯一下降的大类价格 .....	5
图表 4: 食品环比由增转降, 同比降幅扩大 .....	6
图表 5: 食品烟酒环比走势弱于季节性 .....	6
图表 6: 非食品环比增速由正转平 .....	6
图表 7: 旅游价格同比涨幅回落 .....	6
图表 8: PPI 环比持平, 同比下降主因高基数 .....	7
图表 9: PPI 环比增速弱于季节性 .....	7
图表 10: 煤炭价格环比涨幅扩大, 石油、有色价格涨幅回落 .....	8
图表 11: PPI-CPI 剪刀差延续收窄趋势 .....	9

11月9日，国家统计局发布2023年10月我国CPI和PPI数据。10月CPI同比-0.2%，预期（Wind一致预期，下同）-0.05%，前值0，环比-0.1%；PPI同比-2.6%，预期-2.6%，前值-2.5%，环比0。

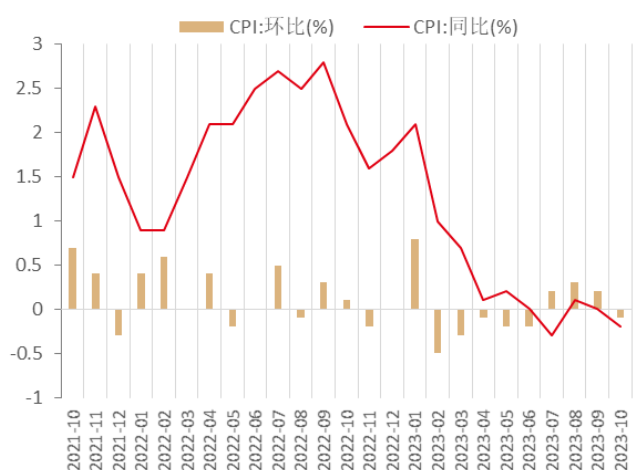
## 1 CPI季节性回落，短期走势偏弱

10月CPI同比增速由上月的持平转-0.2%，略低于市场预期，环比由涨0.2%转降0.1%；核心CPI同比增长0.6%，较上月下降0.2pct，环比持平。

10月CPI环比回落，符合季节性规律，主要受天气晴好农产品供应充足、节后消费需求回落等因素影响；但环比增速低于近年均值，2018-2022年五年10月环比增速均值为+0.32%，且仅2020年环比增速为负，今年10月环比-0.1%的增速反映了总需求恢复程度依然不强。

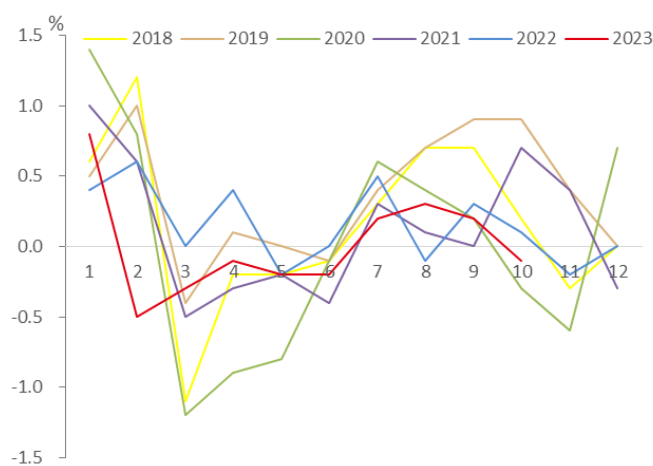
10月制造业PMI再度降至景气线下，供需两端热度下降，居民需求复苏斜率放缓，CPI走势与内需恢复情况基本一致。从高频数据上看，农产品价格持续下降、原油价格回落，对CPI形成压力，基数走低对其的对冲作用可能有限，预计11月CPI仍偏弱运行。

图表1：CPI环比增速由正转负



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：CPI环比增速弱于季节性

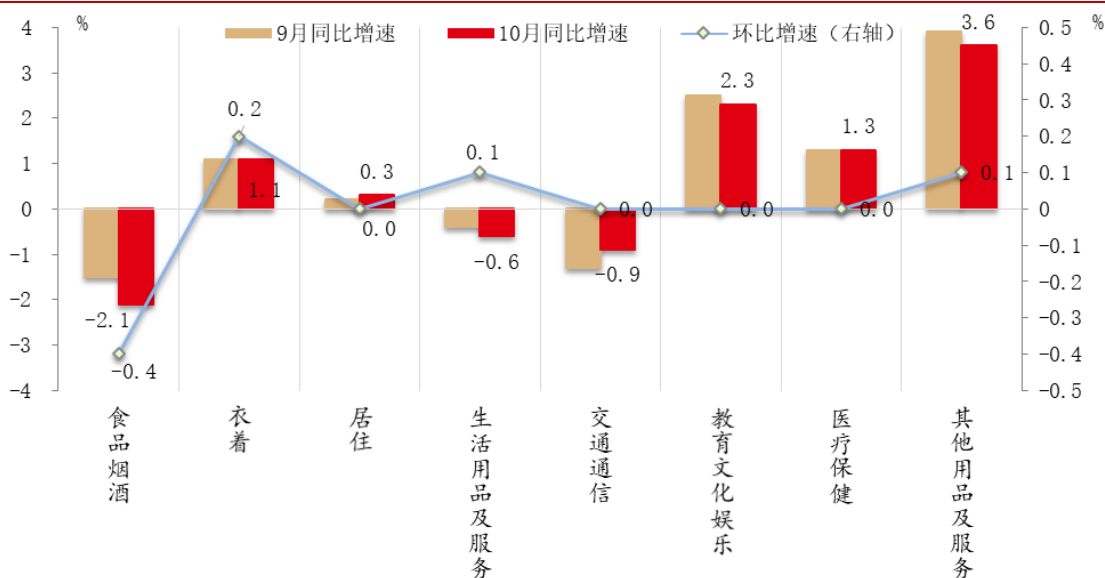


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

CPI八大类价格环比“一降四平三涨”，其中食品烟酒环比-0.4%，影响CPI下降约0.12pct，是唯一下降大类项目。衣着、生活用品及服务、其他用品及服务价格分别+0.2%、+0.1%和+0.1%；居住、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健价格

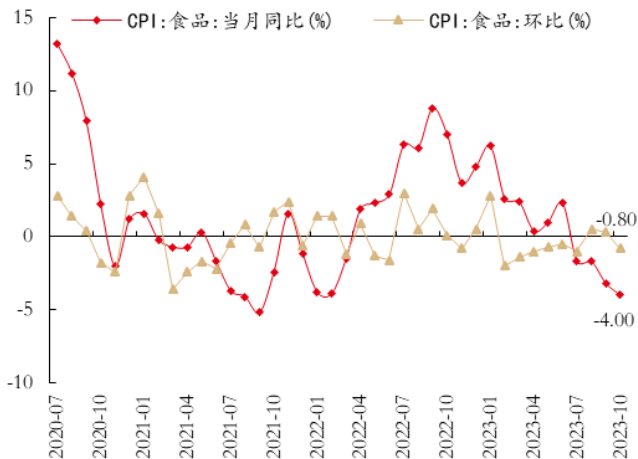
均持平。同比上看，八大类价格五涨三降，其中食品烟酒价格同比-2.1%，影响CPI下降0.61 pct；其他用品及服务、教育文化娱乐、医疗保健、衣着、居住价格分别+3.6%、+2.3%、+1.3%、+1.1%和+0.3%；交通通信、生活用品及服务价格分别-0.9%和-0.6%。

图表3：食品烟酒是环比唯一下降的大类价格

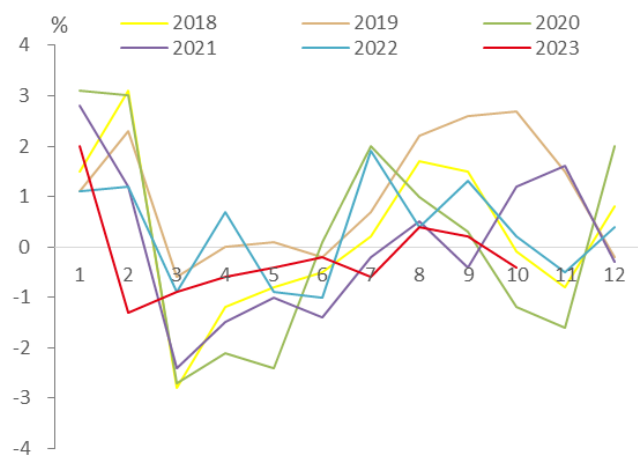


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

从食品项来看，食品价格下降是CPI环比、同比走弱的主要因素。环比上看，食品价格环比由上月的+0.3%转为-0.8%，影响CPI下降约0.14 pct，是CPI环比由涨转降的主要原因。而影响食品价格下降的因素有两个，一是10月全国大部分地区天气晴好，农产品生产、运输稳定充足；二是节后需求有所回落，鲜活食品价格整体下降。食品中，鸡蛋、猪肉、鲜菜和水产品价格季节性回落，环比分别-4.3%、-2.0%、-1.9%和-1.4%，合计影响CPI下降约0.13 pct。同比上看，食品价格同比-4.0%，降幅较上月扩大0.8 pct，影响CPI同比下降0.75 pct，是CPI同比由平转负的主要原因。

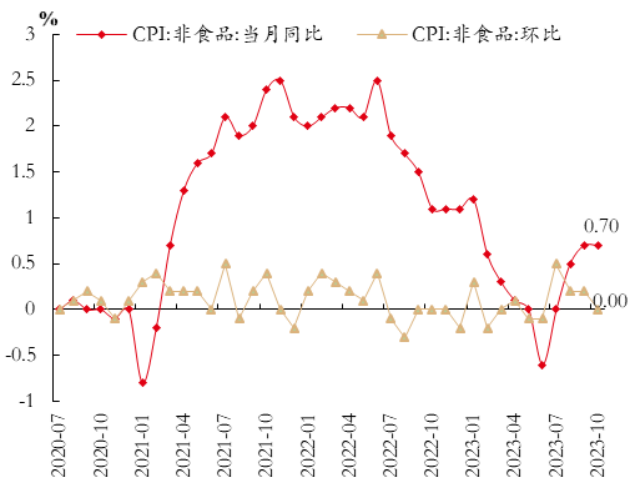
**图表4：食品环比由增转降，同比降幅扩大**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

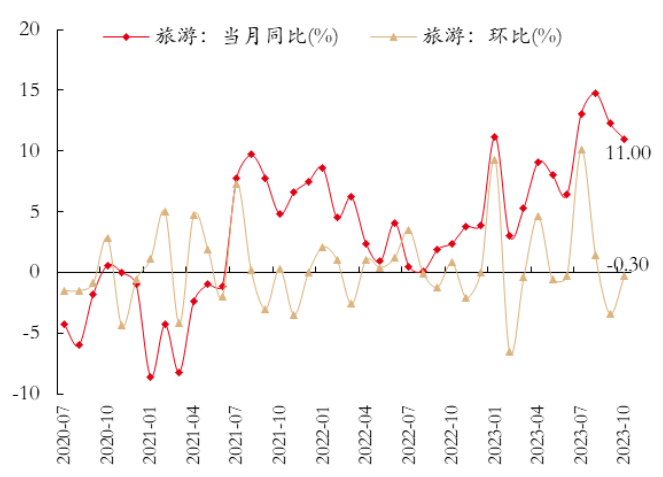
**图表5：食品烟酒环比走势弱于季节性**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

从非食品项上看，汽油环比小幅上涨，出行旅游价格回落。环比上看，非食品价格环比增速由上月+0.2%转为持平。受国际油价波动影响，国内汽油价格+1.8%；节后出行需求回落，飞机票和旅游价格分别-7.7%和-0.3%。同比上看，非食品价格同比+0.7%，与上月持平。工业消费品价格-0.1%，降幅收窄 0.2 pct，其中汽油价格由上月-1.2%转为+1.8%；服务价格+1.2%，涨幅回落 0.1 pct，其中旅游和飞机票价格分别+11.0%和+5.1%，涨幅均有回落。

**图表6：非食品环比增速由正转平**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

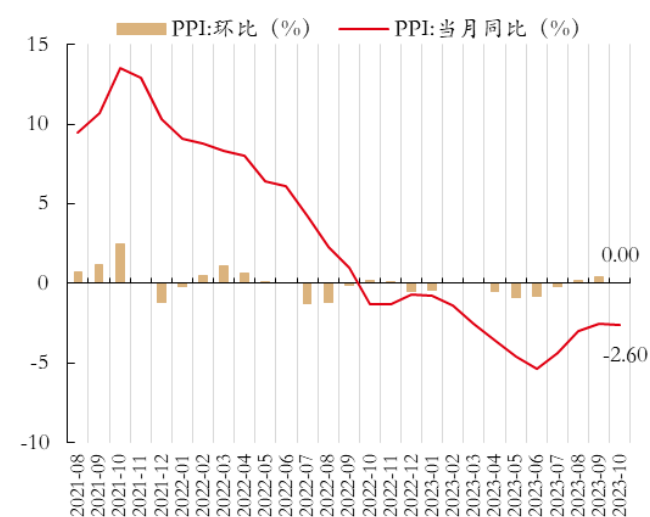
**图表7：旅游价格同比涨幅回落**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2 PPI 环比持平，工业企业经营改善放缓

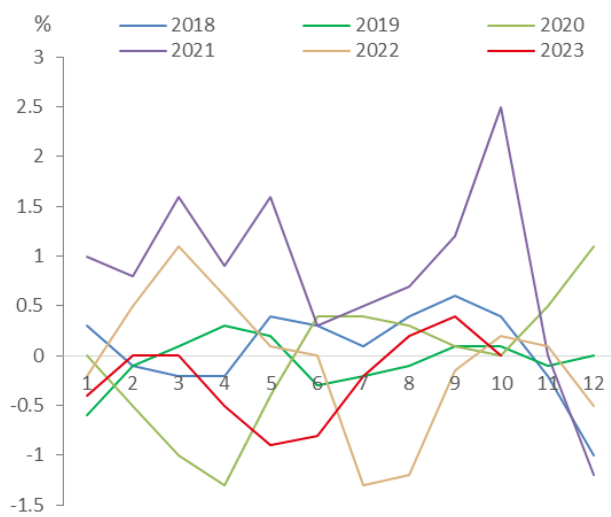
PPI 环比持平，同比增速小幅下降主因高基数。10 月 PPI 同比-2.6%，降幅较上月扩大 0.1 pct，与预期一致；环比持平，较上月下降 0.4 pct。PPI 同比降幅小幅扩大，主要是受上年同期对比基数走高影响，环比走势与上月持平。其中，生产资料价格环比+0.1%，影响 PPI 环比上涨约 0.08 pct；生活资料价格环比-0.1%，影响 PPI 下降约 0.04 pct。从季节性走势上看，2018-2022 年五年 10 月 PPI 环比增速均值+0.64%，高于今年 10 月增速，环比走势弱于季节性。

图表8: PPI 环比持平，同比下降主因高基数



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表9: PPI 环比增速弱于季节性



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

煤炭价格涨幅扩大，石油、有色相关行业价格涨幅下降。分行业看，受国际原油和有色金属价格波动影响，相关行业价格涨幅较 9 月回落，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、有色金属冶炼和压延加工业环比分别+2.8%、+2.5%、-0.2%，分别较 9 月-1.3 pct、-0.6 pct、-1.4 pct。煤炭开采和洗选业价格环比+3.4%，较 9 月+2.3 pct，主要受天气转冷，需求增加，供给偏紧影响。

图表10：煤炭价格环比涨幅扩大，石油、有色价格涨幅回落

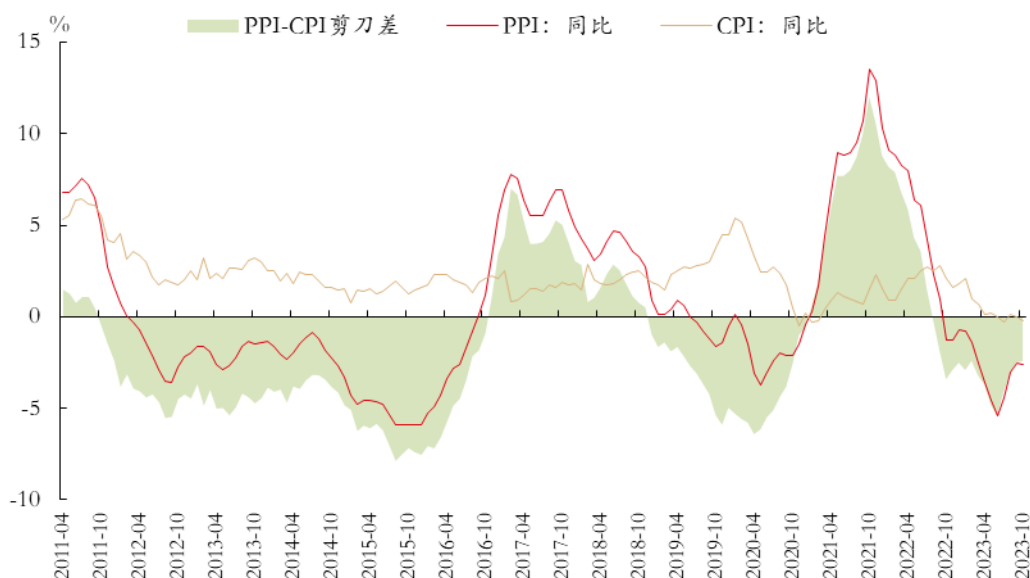
行业	同比 (%)			环比 (%)		
	2023-10	2023-09	增速变动 (pct)	2023-10	2023-09	增速变动 (pct)
煤炭开采和洗选业	-15.40	-15.60	0.20	3.40	1.10	2.30
石油和天然气开采业	1.70	-3.30	5.00	2.80	4.10	-1.30
黑色金属矿采选业	10.10	6.80	3.30	1.60	3.20	-1.60
有色金属矿采选业	9.10	9.70	-0.60	0.60	1.70	-1.10
非金属矿采选业	-1.90	-2.30	0.40	0.70	-0.10	0.80
农副食品加工业	-3.50	-1.80	-1.70	-0.40	0.60	-1.00
食品制造业	-1.10	-0.70	-0.40	0.00	0.00	0.00
酒、饮料和精制茶制造业	0.90	1.10	-0.20	-0.30	0.00	-0.30
烟草制品业	1.30	1.30	0.00	0.00	0.00	0.00
纺织业	-1.90	-2.30	0.40	0.00	0.20	-0.20
纺织服装、服饰业	0.40	0.70	-0.30	0.00	0.10	-0.10
木材加工和木竹藤棕草制品业	-1.80	-1.60	-0.20	0.00	-0.20	0.20
造纸和纸制品业	-6.20	-7.20	1.00	1.10	-0.10	1.20
印刷和记录媒介复制业	-0.70	-0.40	-0.30	-0.20	0.00	-0.20
石油、煤炭及其他燃料加工业	-3.80	-6.70	2.90	2.50	3.10	-0.60
化学原料和化学制品制造业	-6.90	-7.10	0.20	0.70	2.00	-1.30
医药制造业	0.80	0.80	0.00	0.10	-0.10	0.20
化学纤维制造业	-1.00	-1.80	0.80	0.10	1.10	-1.00
橡胶和塑料制品业	-3.40	-3.60	0.20	0.10	-0.30	0.40
非金属矿物制品业	-7.60	-7.00	-0.60	-0.10	-0.80	0.70
黑色金属冶炼和压延加工业	-5.20	-5.00	-0.20	-0.60	0.00	-0.60
有色金属冶炼和压延加工业	2.60	2.70	-0.10	-0.20	1.20	-1.40
金属制品业	-2.40	-2.40	0.00	-0.10	-0.10	0.00
通用设备制造业	-0.50	-0.40	-0.10	-0.10	0.00	-0.10
汽车制造业	-1.40	-1.40	0.00	-0.10	0.00	-0.10
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.00	0.10	-0.10	0.10	0.00	0.10
计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.90	-1.80	-1.10	-0.30	0.30	-0.60
电力、热力生产和供应业	0.20	0.50	-0.30	-0.70	0.10	-0.80
燃气生产和供应业	-1.30	-1.40	0.10	0.30	0.10	0.20
水的生产和供应业	0.80	0.50	0.30	0.30	0.10	0.20

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**PPI-CPI 剪刀差连续四个月收窄，工业企业经营改善趋势放缓。**10月PPI-CPI剪刀差为-2.4%，较上月收窄0.1pct。10月制造业PMI重回景气线下，工业生产景气度下降，价格端变化整体利于工业企业利润改善，但趋势放缓。



图表11：PPI-CPI 剪刀差延续收窄趋势



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 3 展望：短期物价或偏弱运行

10月物价改善趋势整体放缓，CPI主要受天气晴好农产品供应充足、节后需求回落影响，PPI主要受原油和有色金属价格波动、上年同期基数走高影响。10月物价季节性回落，但幅度偏大，结合当月制造业PMI重回景气线下，总需求复苏斜率偏缓。从高频数据上看，近期农产品、原油价格持续回落，对物价走势形成较大压力，基数走低的对冲作用可能有限，预计11月物价仍偏弱运行。对于工业企业而言，PPI-CPI剪刀差收窄趋势放缓，价格端对经营改善的助力作用趋弱，总需求恢复情况成为主要影响变量。

### 4 风险提示

政策宽松力度不及预期，流动性超预期收紧，地缘局势超预期恶化。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048