

2023年11月9日

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 通胀回踩，政策预期或将升温

——国内观察：2023年10月通胀数据

## 投资要点

- **事件：**11月9日，统计局发布10月通胀数据。10月，CPI当月同比-0.2%，前值0.0%；环比-0.1%，前值0.2%。PPI当月同比-2.6%，前值-2.5%；环比0.0%，前值0.4%。
- **核心观点：**总的来看，CPI再度转负，PPI降幅有所扩大，低于预期，反映出的信号与PMI一致，一方面内需在上恢复的过程中会伴随着波动，另一方面恢复的基础也仍然不牢固。万亿国债提振信心，但落实到实物工作量或集中在明年，届时或将从价格层面有所体现。后续CPI受基数推动，年底前回正仍有较大概率，但PPI可能需要等到明年二季度。后续关注12月中央经济工作会议定调，预计政策仍有进一步加码可能。
- **CPI明显弱于季节性。**10月CPI环比-0.1%，明显低于近5年同期均值0.32%。然而不同于此前的情况是，10月CPI食品环比-0.8%（5年均值0.66%）及非食品环比0.0%（5年均值0.20%）都弱于季节性。
- **食品拖累来自于猪价及鲜菜。**10月22省平均生猪价格回落至15.63元/千克，一方面环比弱于季节性，另一方面对应同期的基数由23.46元/千克升至26.40元/千克的高点，去年同期猪肉消费需求较好，叠加压栏惜售。而鲜菜价格一方面是季节性回落，另一方面可能与10月整体温度偏高叠加天气因素，供给相对充足有关。整体上，食品价格的表现依然偏弱。
- **消费品环比再度转负，服务消费有所下滑。**10月消费品价格环比未能延续此前两个月的正增长，再次转负，同比跌幅有所扩大；同时服务价格也因出行需求在双节结束后有所回落，服务价格在前期超季节性回升的背景下，动能放缓也在情理之中。综合来看，消费品以及服务消费价格均弱于季节性，两者共同作用下，非食品价格在基数明显走低的情况下同比未能延续上行趋势，而是持平于前值（0.7%），核心CPI同比也回落0.2个百分点至0.6%。
- **PPI环比动能回落。**若以季节性环比推算，10月PPI同比理应继续收窄，但主要商品价格指数10月整体偏震荡，国际原油价格中枢也较高点有所回落，PPI环比动能转弱（环比0.0%，此前连续两个月正增长），导致PPI同比降幅有所扩大。上下游来看，仍然是上游价格表现相对更好，生产资料环比0.1%，生活资料环比-0.1%。分行业来看，能源价格表现偏强，PPI煤炭、石油相关行业环比增长，但原材料表现稍弱，黑色及有色金属冶炼和压延加工环比均转负。
- **风险提示：**政策落地不及预期，海外金融市场风险。

## 正文目录

1. CPI 明显弱于季节性，食品及非食品均有拖累.....	4
2. PPI 环比动能回落 .....	5
3. 核心观点 .....	6
4. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1 CPI 当月同比, %.....	4
图 2 CPI 环比季节性规律, % .....	4
图 3 CPI 消费品价格环比季节性规律, %.....	4
图 4 22 省市生猪价格周平均, 元/千克 .....	4
图 5 核心 CPI 当月同比, %.....	5
图 6 核心 CPI 环比季节性规律, % .....	5
图 7 PPI 当月同比, % .....	5
图 8 PPI 生产和生活资料类同比, % .....	5
图 9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比, %.....	5
图 10 PPI 采掘、原料、加工环比, % .....	5

**事件:** 11月9日,统计局发布10月通胀数据。10月,CPI当月同比-0.2%,前值0.0%;环比-0.1%,前值0.2%。PPI当月同比-2.6%,前值-2.5%;环比0.0%,前值0.4%。

## 1.CPI 明显弱于季节性, 食品及非食品均有拖累

**CPI 明显弱于季节性。**10月CPI环比-0.1%,明显低于近5年同期均值0.32%。然而不同于此前的情况是,10月CPI食品环比-0.8%(5年均值0.66%)及非食品环比0.0%(5年均值0.20%)都弱于季节性。

**食品拖累来自于猪价及鲜菜。**10月22省平均生猪价格回落至15.63元/千克,一方面环比弱于季节性,另一方面对应同期的基数由23.46元/千克升至26.40元/千克的高点,去年同期猪肉消费需求较好,叠加压栏惜售。而鲜菜价格一方面是季节性回落,另一方面可能与10月整体温度偏高叠加天气因素,供给相对充足有关。整体上,食品价格的表现依然偏弱。

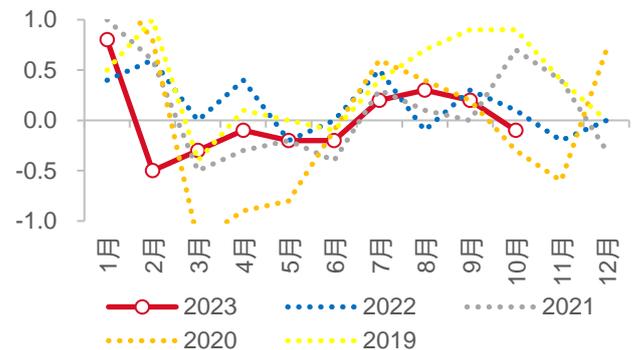
**消费品环比再度转负,服务消费有所下滑。**10月消费品价格环比未能延续此前两个月的正增长,再次转负,同比跌幅有所扩大;同时服务价格也因出行需求在双节结束后有所回落,服务价格在前期超季节性回升的背景下,动能放缓也在情理之中。综合来看,消费品以及服务消费价格均弱于季节性,两者共同作用下,非食品价格在基数明显走低的情况下同比未能延续上行趋势,而是持平于前值(0.7%),核心CPI同比也回落0.2个百分点至0.6%。

图1 CPI 当月同比, %



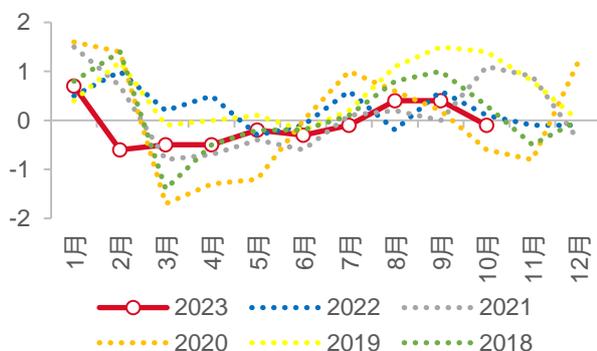
资料来源:国家统计局,东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律, %



资料来源:国家统计局,东海证券研究所

图3 CPI 消费品价格环比季节性规律, %



资料来源:国家统计局,东海证券研究所

图4 22省市生猪价格周平均, 元/千克



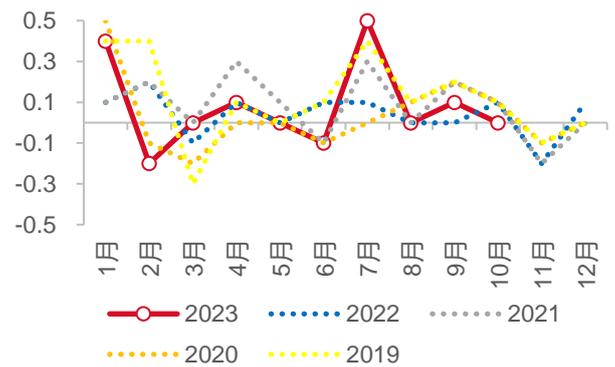
资料来源:农业农村部,东海证券研究所

图5 核心 CPI 当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 核心 CPI 环比季节性规律, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 2.PPI 环比动能回落

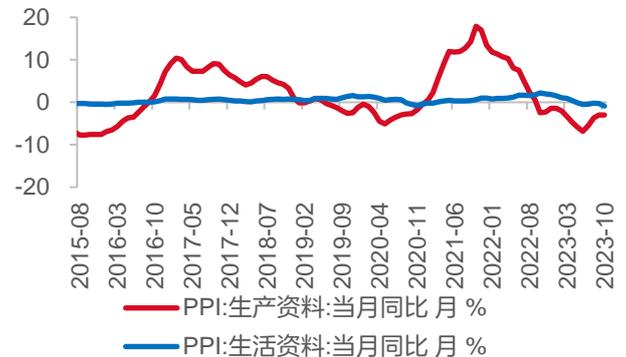
**PPI 环比动能回落。**若以季节性环比推算，10 月 PPI 同比理应继续收窄，但主要商品价格指数 10 月整体偏震荡，国际原油价格中枢也较高点有所回落，PPI 环比动能转弱（环比 0.0%，此前连续两个月正增长），导致 PPI 同比降幅有所扩大。上下游来看，仍然是上游价格表现相对更好，生产资料环比 0.1%，生活资料环比-0.1%。分行业来看，能源价格表现偏强，PPI 煤炭、石油相关行业环比增长，但原材料表现稍弱，黑色及有色金属冶炼和压延加工环比均转负。

图7 PPI 当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 PPI 生产和生活资料类同比, %



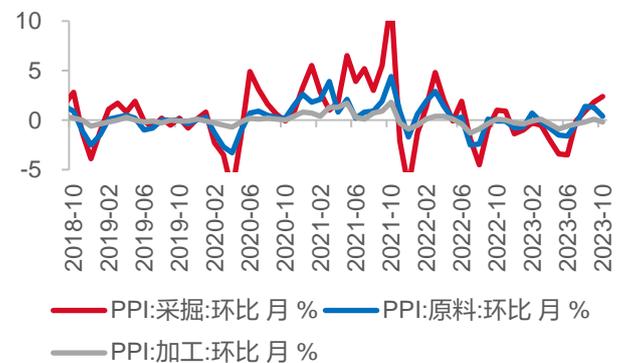
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 PPI 采掘、原料、加工环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 3.核心观点

总的来看，CPI 再度转负，PPI 降幅有所扩大，低于预期，反映出的信号与 PMI 一致，一方面内在向上恢复的过程中会伴随着波动，另一方面恢复的基础也仍然不牢固。万亿国债提振信心，但落实到实物工作量或集中在明年，届时或将从价格层面有所体现。后续 CPI 受基数推动，年底前回正仍有较大概率，但 PPI 可能需要等到明年二季度。后续关注 12 月中央经济工作会议定调，预计政策仍有进一步加码可能。

### 4.风险提示

政策落地不及预期，可能导致市场信心不足，影响经济的修复。

海外金融市场风险，导致全球经济陷入衰退，影响外需。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师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为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089