

需求即将见底，政策传导可期

事件点评

CPI、PPI 点评（2023.10）

投资要点

- ◆ **10月食品价格持续对CPI形成拖累，房地产政策结构性放松向一线城市推广后的“脉冲式”改善尚未完全稳定居民部门财富预期，核心CPI同比跌破连续三个月的平稳水平。**10月极端天气消退农产品供应充足鲜菜价格大幅下跌，加之节日效应消退以及房地产市场未现底部企稳迹象，居民消费快速回落，CPI同比再度下行0.2个百分点至-0.2%，大幅低于我们此前的预期。油价上涨因素不及有色金属价格下跌与煤炭保供大背景，10月PPI跌幅扩大0.1个百分点至-2.6%。
- ◆ **鲜菜、猪肉供应充足，价格大幅下行，令食品价格再度成为拖累CPI的最大分项。**10月食品CPI环比-0.8%，远低于我们此前的预期（0.2%）和历史均值水平，同比跌幅也扩大0.8个百分点至-4.0%，大幅拖累10月CPI同比达0.7个百分点，是当月最大的拖累单项。主要受10月极端天气消退农产品供应充足和需求的快速降温影响，鲜菜价格环比大幅下降1.9%，低于历史均值水平达1.4个百分点；猪肉供给充足，畜肉类价格环比也下降1.0%，低于历史均值水平2.3个百分点。
- ◆ **巴以冲突带动国际原油价格大幅上涨，交通工具用燃料价格环比大超预期；假期结束后快速降温的服务消费需求带动核心CPI打破连续三月的平稳水平。**十月初巴以冲突造成国际原油价格大幅波动，交通工具用燃料价格同比大幅上行2.9个百分点至1.8%，环比超出我们此前预期达2.8个百分点。假期后服务业需求也快速降温，旅游出行需求回落，据国家统计局解读，节后机票和旅游价格环比分别下降7.7%和0.3%，带动核心CPI下行0.2个百分点至0.6%。此外，本轮房地产政策结构性放松向一线城市推广后的“脉冲式”改善后并未见到一二线城市的房价率先企稳，居民的财富预期也没能随之稳定，大宗可选商品消费并不旺盛，10月交通工具和消费品CPI同比跌幅再度各扩大0.2个百分点至-4.8%和-1.1%。
- ◆ **内需改善接近底部，加速去库存阶段持续，拖累PPI修复，10月PPI跌幅小幅加深。**巴以冲突造成的原油价格上涨并未拉动PPI上升，油价对PPI同比增速的拉动贡献仅小幅上行0.1个百分点。10月PPI环比0.0%，同比跌幅也扩大0.1个百分点至-2.6%，主要源于煤炭和钢铁、有色金属价格的波动下降，10月黑色金属冶炼及压延加工业环比-0.6%，大幅拖累当月PPI同比增速达0.6个百分点。
- ◆ **年内增发万亿国债，我们预计明年将采取更大力度的财政政策，并辅以货币政策合理宽松，共同拉动内需恢复向好。**内需当前呈现一定的底部迹象，近日宣布年内增发万亿国债并直接调升年度预算赤字率也宣告了新一轮积极财政扩张周期的启动。我们预计房地产市场年底年初将率先在一二线城市呈现“量缩价平”的格局，在此基础上，2024年将实施更大力度的个税减税政策，促进和提振居民消费，预计对应全国预算赤字率3.5%。在美联储当前的鹰派立场之下，只有财政体系真正转型至更加积极进取的扩张阶段，才能够为货币政策的合理宽松打开政策空间，而避免因单边过度依赖货币政策而引发本币连续贬值预期以及收缩性的政策约束。我们维持年内再降准50BP，2024年降准100BP，同期仍多次小幅降息的预测不变。
- ◆ **风险提示：**内需恢复不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.com

相关报告

罢工拖累就业，是否足以改变美联储？——
 华金宏观·双循环周报（第31期）2023.11.4
 矛盾的数据令美联储采取谨慎鹰派立场——
 美联储FOMC会议（2023.11）点评
 2023.11.2

金融高质量发展的三大支柱——中央金融工
 作会议速评 2023.10.31

工业需求筑底震荡，PMI遭遇波折——PMI
 点评（2023.10） 2023.10.31

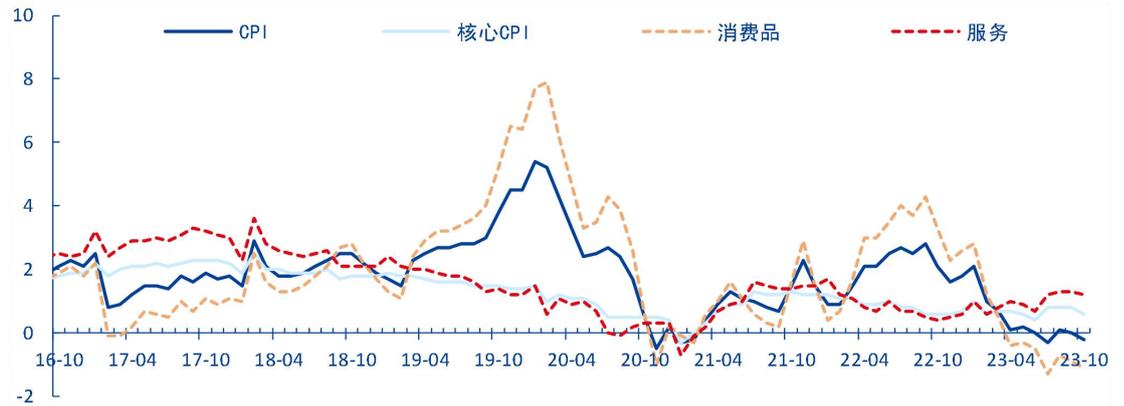
工业经营利润稳步改善，美国经济增速再创
 新高——华金宏观·双循环周报（第30期）
 2023.10.28



一、10月食品价格持续对CPI形成拖累，房地产政策结构性放松向一线城市推广后的“脉冲式”改善尚未完全稳定居民部门财富预期，核心CPI同比跌破连续三个月的平稳水平。

10月极端天气消退农产品供应充足鲜菜价格大幅下跌，加之节日效应消退以及房地产市场未现底部企稳迹象，居民消费快速回落，CPI同比再度下行0.2个百分点至-0.2%，大幅低于我们此前的预期。油价上涨因素不及有色金属价格下跌与煤炭保供大背景，10月PPI跌幅扩大0.1个百分点至-2.6%。

图1：CPI、核心CPI、消费品与服务CPI同比（%）

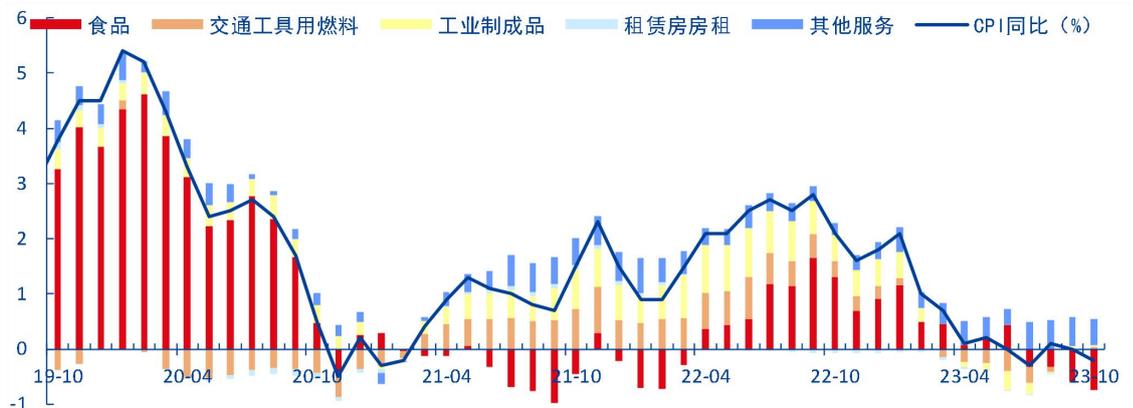


资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、鲜菜、猪肉供应充足，价格大幅下行，令食品价格再度成为拖累CPI的最大分项。

10月食品CPI环比-0.8%，远低于我们此前的预期（0.2%）和历史均值水平，同比跌幅也扩大0.8个百分点至-4.0%，大幅拖累10月CPI同比达0.7个百分点，是当月最大的拖累单项。主要受10月极端天气消退农产品供应充足和需求的快速降温影响，鲜菜价格环比大幅下降1.9%，低于历史均值水平达1.4个百分点；猪肉供给充足，畜肉类价格环比也下降1.0%，低于历史均值水平2.3个百分点。

图2：CPI同比及结构贡献（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

三、巴以冲突带动国际原油价格大幅上涨，交通工具用燃料价格环比大超预期；中秋国庆假期结束后需求集中释放阶段消退，快速降温的服务消费需求带动核心CPI打破连续三月的平稳水平。

十月初巴以冲突造成国际原油价格大幅波动，交通工具用燃料价格同比大幅上行 2.9 个百分点至 1.8%，环比超出我们此前预期达 2.8 个百分点。假期后服务业需求也快速降温，旅游出行需求回落，据国家统计局解读，节后机票和旅游价格环比分别下降 7.7% 和 0.3%，带动核心 CPI 下行 0.2 个百分点至 0.6%。此外，本轮房地产政策结构性放松向一线城市推广后的“脉冲式”改善后并未见到一二线城市的房价率先企稳，居民的财富预期也未能随之完全稳定，大宗可选商品消费并不旺盛，10 月交通工具和消费品 CPI 同比跌幅再度各扩大 0.2 个百分点至 -4.8% 和 -1.1%。

图 3: CPI 消费品、交通工具、交通工具用燃料同比 (%)

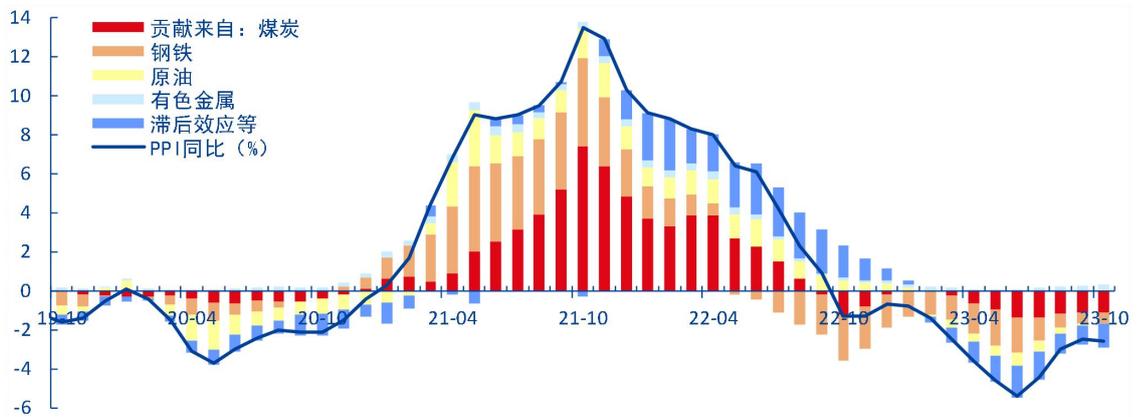


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

四、内需改善接近底部，加速去库存阶段持续，拖累 PPI 修复，10 月 PPI 跌幅小幅加深。

我国 PPI 同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者基本可形成国内供需闭环，对 PPI 影响程度更深，也构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。在这一背景下，巴以冲突造成的原油价格上涨并未拉动 PPI 上升，油价对 PPI 同比增速的拉动贡献仅小幅上行 0.1 个百分点。10 月 PPI 环比 0.0%，同比跌幅也扩大 0.1 个百分点至 -2.6%，主要源于煤炭和钢铁、有色金属价格的波动下降，10 月黑色金属冶炼及压延加工业环比 -0.6%，大幅拖累当月 PPI 同比增速达 0.6 个百分点。

图 4: PPI 同比及结构贡献 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

五、年内增发万亿国债，配合今年底明年初房价将底部企稳的预期，我们预计明年将采取更大力度的财政政策，并辅以货币政策合理宽松，共同拉动内需恢复向好。

内需当前已经呈现出一定的底部迹象，近日宣布年内增发万亿国债并直接调升年度预算赤字率也宣告了新一轮积极财政扩张周期的启动。我们预计房地产市场年底年初将率先在一二线城市呈现“量缩价平”的格局，在此基础上，2024年将实施更大力度的个税减税政策，通过二次分配促进和提振居民消费，预计对应全国预算赤字率3.5%。同时，在美联储当前的鹰派立场之下，只有财政体系真正转型至更加积极进取的扩张阶段，才能够为货币政策的合理宽松打开政策空间，而避免因单边过度依赖货币政策而引发本币连续贬值预期以及收缩性的政策约束。我们维持年内再降准50BP，2024年降准100BP，同期仍多次小幅降息的预测不变。

风险提示：内需恢复不及预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn