

# 2023年10月物价点评

## 宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）  
 majieying@gjzq.com.cn

## 物价尚在磨底

### 事件：

11月9日，统计局公布10月物价数据：10月，CPI同比下降0.2%，预期降0.1%，前值持平；PPI同比下降2.6%，预期降2.6%，前值降2.5%。

### CPI 回落受基数扰动，新涨价因素也不及预期、与部分商品供给扰动有关、也反映终端需求修复平缓

CPI 同比回落、受基数拖累明显，新涨价也不及预期。10月，CPI 同比回落0.2个百分点至-0.2%、环比由正转负至-0.1%。其中，翘尾因素拖累0.2个百分点，新涨价因素中食品、非食品端双双不及预期。分项中，食品环比转负至-0.8%、低于往年同期均值的0.1%；非食品环比持平、较上月回落0.2个百分点，低于往年同期均值的0.2%。

新涨价低预期，与部分商品供给扰动等有关，也一定程度上反映终端需求修复相对平缓。猪肉、鸡蛋等商品供给扰动拖累CPI 食品表现，在近月已有明显体现，10月也不例外。非食品端低预期、受到原油价格回落拖累，也和节后部分服务价格回落等有关，例如，CPI 服务环比回落至-0.1%、低于近3年同期均值的0.1%。相似地，核心CPI 近3月来首次回落，部分受服务价格回落拖累，也反映终端需求修复弹性相对较弱，后续还待进一步跟踪。

伴随部分供给扰动、基数拖累缓和等，部分领域的价格拖累或逐步减弱。同时，终端需求的逐步修复，或支撑部分商品涨价、尤其是低库存领域等。中性情境下，CPI 同比年底温和上行、明年中枢上台阶至1%左右（详情参见《经济“透视”，来自物价的视角》、《物价回升的“坎坷”之路》）。

PPI 处于温和修复通道、年内或仍处负值区间，明年中枢或抬升至1.7%左右。原材料等生产资料拖累影响最大的阶段或已过去，伴随需求的边际修复，部分商品近月已释放涨价信号，生活资料价格或相对稳定。叠加基数影响等，中性情境下，PPI 同比或向上修复，但斜率或相对较缓，年底或逐步上行至-1.2%左右。

### 常规跟踪：CPI 回落，PPI 降幅扩大、主因生产资料拖累，也受部分中下游制造业价格回落影响等

CPI 同比转负、较上月回落。10月，CPI 同比较上月回落0.2个百分点；核心CPI 同比回落0.2个百分点至0.6%。分项环比中，食品环比转负至-0.8%、上月为0.3%，其中，鲜菜、猪肉、蛋类环比转负至-1.9%、-2%和-3.6%；非食品环比持平、较上月回落0.2个百分点，其中，交通通信、文教娱分别较上月回落0.1和0.4个百分点。

PPI 降幅扩大主因生产资料拖累，生活资料韧性较强。10月，PPI 同比降幅扩大0.1个百分点至-2.6%，环比持平、较上月回落0.4个百分点。大类环比中，生产资料涨幅回落0.4个百分点，原材料和加工拖累明显，采掘延续涨价；生活资料环比持平于0.1%，食品拖累明显，衣着、一般日用品和消费耐用品环比转正或持平。

分行业来看，原油链价格涨幅回落、部分中下游制造业价格由涨转降。10月，受国际原油、有色金属价格波动等影响，石油开采、石油加工环比涨幅分别收窄1.3和1.6个百分点，有色冶炼、有色矿采由平转降至-0.1和-0.3%；通用设备、农副加工、通信制造等环比转负至-0.2%、-0.7%和-0.3%。

### 风险提示

猪价大幅反弹，疫情反复。

## 内容目录

1、物价尚在磨底.....	3
2、常规跟踪：CPI 回落，PPI 降幅扩大、主因生产资料拖累.....	5
风险提示.....	7

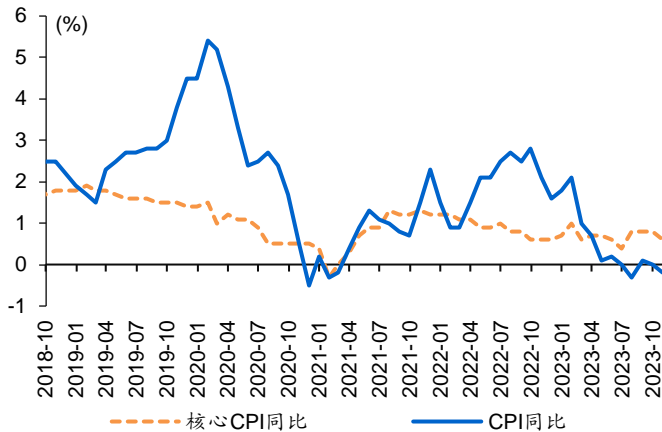
## 图表目录

图表 1：10 月，CPI 同比较上月回落 0.2 个百分点.....	3
图表 2：10 月，CPI 同比回落受到一定基数扰动.....	3
图表 3：10 月，食品环比低于往年同期均值.....	3
图表 4：10 月，非食品环比低于往年同期均值.....	3
图表 5：生猪等供给扰动拖累食品端价格.....	4
图表 6：10 月，核心 CPI、服务价格均有所回落.....	4
图表 7：部分行业库存已处于历史低位.....	4
图表 8：中性情景下，明年 CPI 中枢或上台阶.....	4
图表 9：原材料等生产资料拖累最大的阶段或已过去.....	5
图表 10：中性情景下，明年 PPI 中枢或抬升至 1.7%左右.....	5
图表 11：10 月，CPI、核心 CPI 双双回落.....	5
图表 12：非食品环比持平、食品环比转负.....	5
图表 13：食品分项中，猪肉、蛋类拖累明显.....	6
图表 14：非食品中，交通通信、其他项拖累明显.....	6
图表 15：10 月，PPI 同比降幅扩大.....	6
图表 16：大类环比中，生产资料拖累明显.....	6
图表 17：分行业来看，原油链涨幅回落，部分中下游制造业价格回落有所拖累.....	7

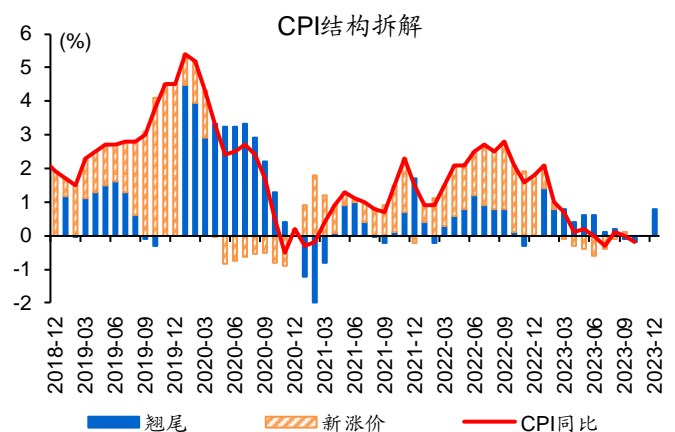
## 1、物价尚在磨底

CPI 同比回落、受基数拖累明显，新涨价也不及预期。10 月，CPI 同比回落 0.2 个百分点至-0.2%、环比由正转负至-0.1%。其中，翘尾因素拖累 0.2 个百分点，新涨价因素中食品、非食品端双双不及预期。分项中，食品环比转负至-0.8%、低于往年同期均值的 0.1%；非食品环比持平、较上月回落 0.2 个百分点，低于往年同期均值的 0.2%。

图表 1：10 月，CPI 同比较上月回落 0.2 个百分点



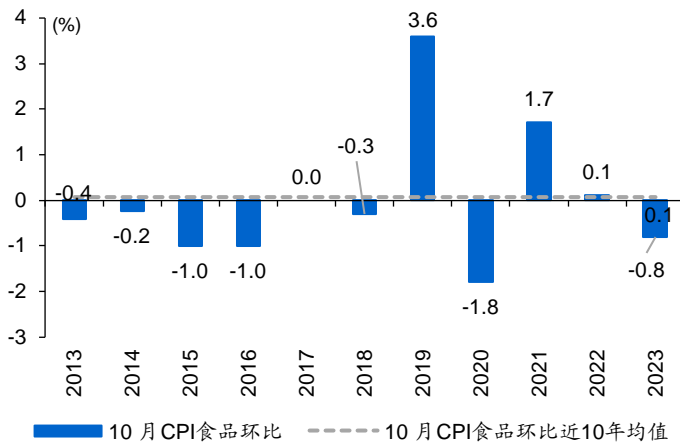
图表 2：10 月，CPI 同比回落受到一定基数扰动



来源：Wind、国金证券研究所

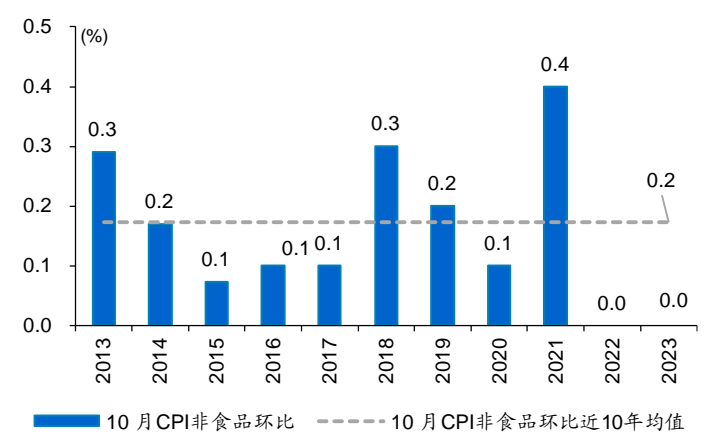
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：10 月，食品环比低于往年同期均值



来源：Wind、国金证券研究所

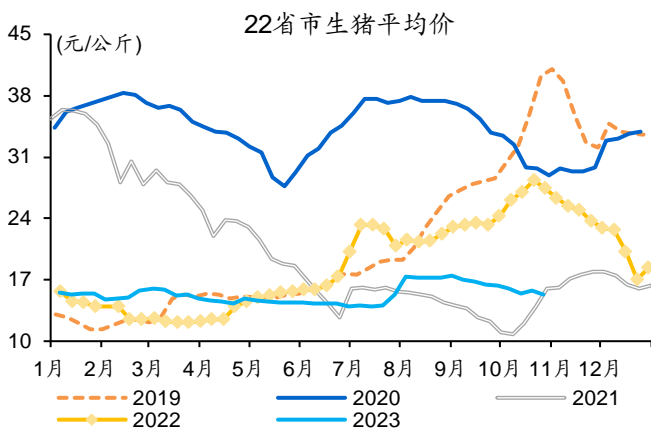
图表 4：10 月，非食品环比低于往年同期均值



来源：Wind、国金证券研究所

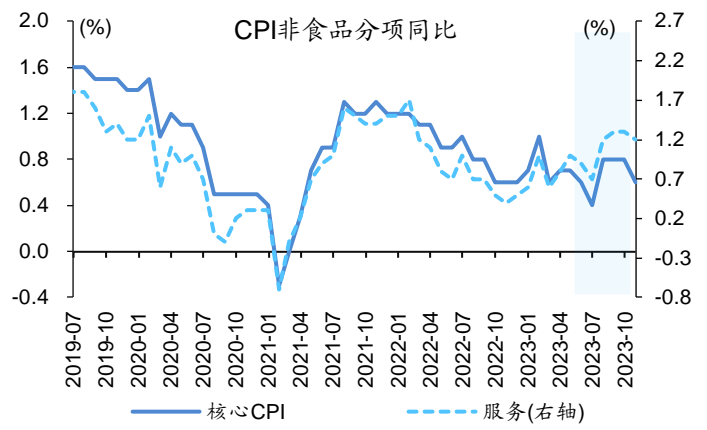
新涨价低预期，与部分商品供给扰动等有关，也一定程度上反映终端需求修复相对平缓。猪肉、鸡蛋等商品供给扰动拖累 CPI 食品表现，在近月已有明显体现，10 月也不例外。非食品端低预期、受到原油价格回落拖累，也和节后部分服务价格回落等有关，例如，CPI 服务环比回落至-0.1%、低于近 3 年同期均值的 0.1%。相似地，核心 CPI 近 3 月来首次回落，部分受服务价格回落拖累，也反映终端需求修复弹性相对较弱，后续还待进一步跟踪。

图表 5: 生猪等供给扰动拖累食品端价格



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 10月, 核心CPI、服务价格均有所回落



来源: Wind、国金证券研究所

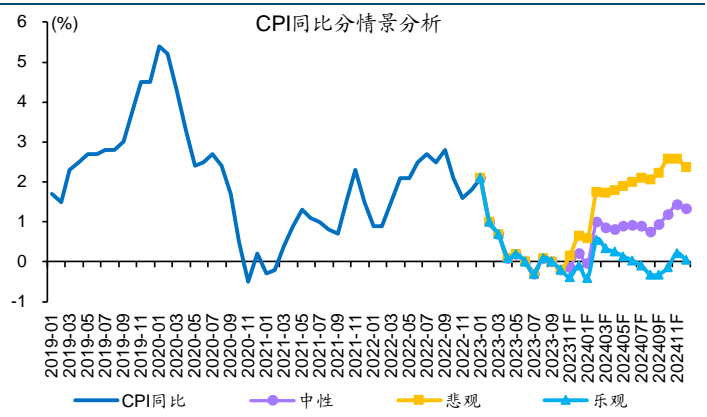
伴随部分供给扰动、基数拖累缓和等, 部分领域的价格拖累或逐步减弱。同时, 终端需求的逐步修复, 或支撑部分商品涨价、尤其是低库存领域等。中性情境下, CPI 同比年底温和上行、明年中枢上台阶至 1%左右 (详情参见《经济“透视”, 来自物价的视角》、《物价回升的“坎坷”之路》)。

图表 7: 部分行业库存已处于历史低位

	名义库存 (同比, %)				实际库存 (同比, %)			
	8月所处历史分位数	2023-06	2023-07	2023-08	8月所处历史分位数	2023-06	2023-07	2023-08
非金属矿采选	90.0	13.20	36.30	23.40	93.1	10.4	23.8	21.5
煤炭开采和洗选	54.3	8.10	5.50	4.40	82.7	13.1	12.9	13.5
黑色金属冶炼和压延加工	31.2	-14.80	-10.60	-5.20	82.5	-3.0	3.3	7.8
有色金属冶炼和压延加工	49.0	6.00	7.40	7.20	79.3	13.0	14.4	13.4
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	62.0	5.00	3.60	4.50	89.4	6.0	4.7	5.7
有色金属矿采选	30.7	11.80	7.50	9.10	89.2	7.6	3.5	4.8
纺织	20.1	-0.70	-0.40	1.70	86.2	3.2	3.6	5.7
酒、饮料和精制茶制造	60.7	13.30	11.00	11.40	83.2	12.0	9.7	10.1
黑色金属矿采选	27.8	-8.90	-8.60	-7.70	82.6	-0.2	1.0	1.5
专用设备制造	50.0	9.70	9.50	10.00	81.7	9.8	9.7	10.2
石油、煤炭及其他燃料加工	32.5	-9.30	-8.60	-5.80	89.8	-3.9	-5.3	3.8
电力、热力生产和供应	48.0	11.80	11.50	16.40	88.3	9.6	9.4	14.4
非金属矿物制品	5.4	2.00	0.10	-0.20	86.2	8.1	6.2	6.0
化学原料和化学制品制造	5.3	-2.30	-3.90	-3.90	84.1	4.9	3.6	6.2
石油和天然气开采	23.7	-7.30	-	-5.30	80.7	3.4	-	9.4
烟草制品	32.4	2.10	1.60	1.10	85.9	1.6	1.1	0.5
燃气生产和供应	33.7	3.20	4.80	2.10	85.3	-1.2	1.4	-0.7
化学纤维制造	21.6	-8.40	-3.50	-3.30	81.3	-7.6	-3.8	6.7
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	32.5	6.80	5.90	4.40	80.9	6.1	5.3	3.9
电气机械和器材制造	23.9	2.90	4.20	5.60	88.3	2.7	4.4	6.0
通用设备制造	29.2	2.70	3.50	4.40	87.7	2.9	3.7	4.6
橡胶和塑料制品	9.9	-2.30	-1.90	-0.90	86.1	0.9	1.5	2.6
农副食品加工业	28.0	2.20	2.20	2.50	85.7	-0.8	0.1	1.1
食品制造	22.4	4.50	2.30	2.70	85.6	4.5	2.5	3.0
金属制品	2.1	-2.50	-2.20	-2.00	84.6	1.1	1.5	1.7
造纸和纸制品	17.3	-0.10	-4.00	-4.70	83.6	3.3	-0.1	-0.3
汽车制造	13.8	-1.40	-2.50	-3.00	83.8	-0.5	-1.6	-3.0
印刷和记录媒介的复制	10.9	-3.20	-2.80	-1.80	84.2	-3.7	-3.4	-1.3
纺织服装、服饰	12.2	-5.00	-3.80	-2.70	82.7	-6.2	-4.9	-3.8
水的生产和供应	2.9	-1.70	-1.20	-1.00	81.3	-3.1	-1.6	-1.4
医药制造	5.1	3.60	3.00	3.80	81.0	3.6	3.0	3.7
计算机、通信和其他电子设备制造	1.2	-6.00	-6.00	-6.50	81.2	-3.5	-3.4	-3.6

来源: Wind、国金证券研究所

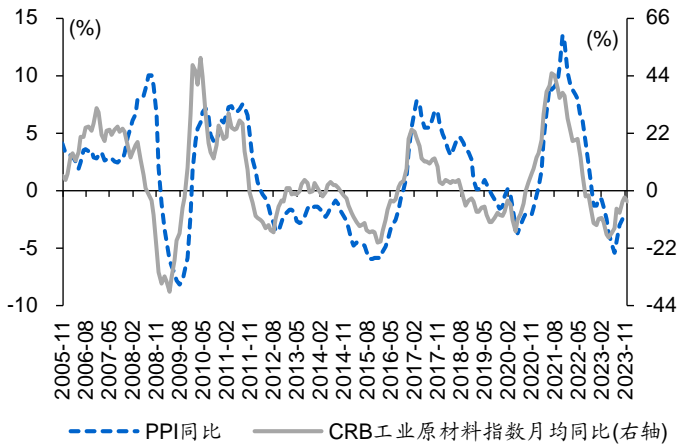
图表 8: 中性情景下, 明年 CPI 中枢或上台阶



来源: Wind、国金证券研究所

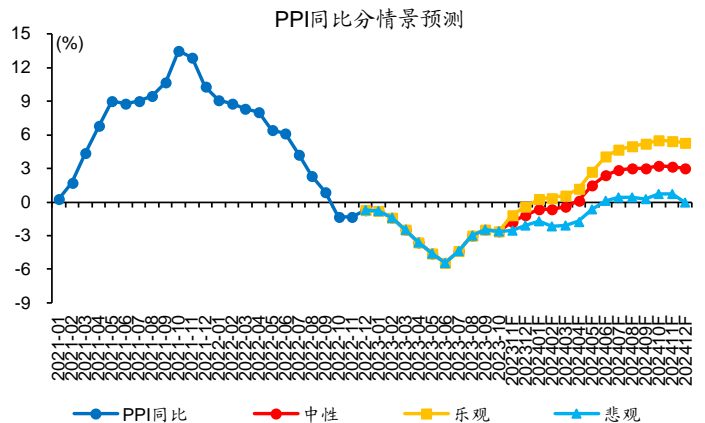
PPI 处于温和修复通道、年内或仍处负值区间, 明年中枢或抬升至 1.7%左右。原材料等生产资料拖累影响最大的阶段或已过去, 伴随需求的边际修复, 部分商品近月已释放涨价信号, 生活资料价格或相对稳定。叠加基数影响等, 中性情景下, PPI 同比或向上修复, 但斜率或相对较缓, 年底或逐步上行至-1.2%左右。

图表 9：原材料等生产资料拖累最大的阶段或已过去



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：中性情景下，明年 PPI 中枢或抬升至 1.7%左右

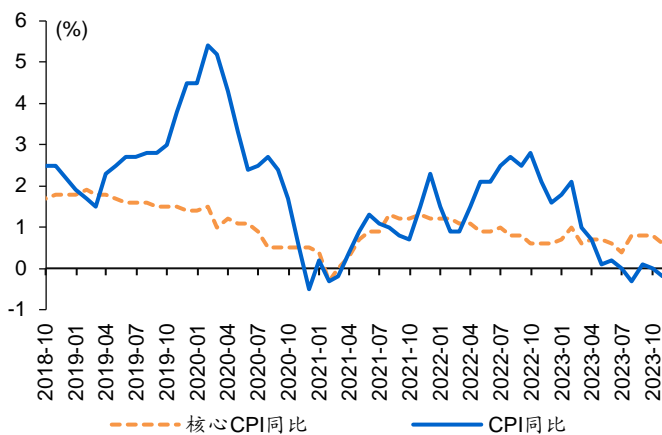


来源：Wind、国金证券研究所

## 2、常规跟踪：CPI 回落，PPI 降幅扩大、主因生产资料拖累

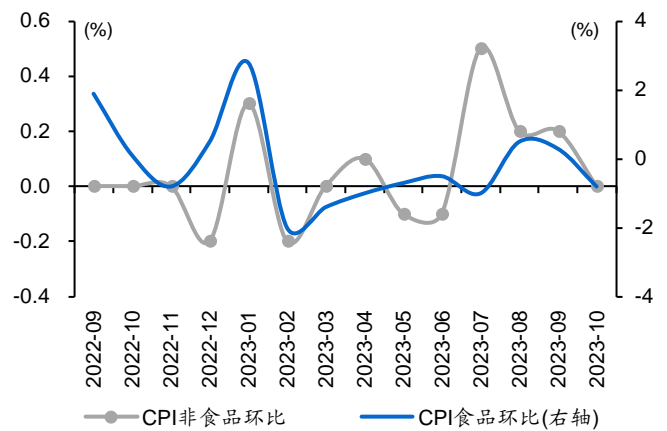
CPI 同比转负、较上月回落。10 月，CPI 同比较上月回落 0.2 个百分点；核心 CPI 同比回落 0.2 个百分点至 0.6%。分项环比中，食品环比转负至-0.8%、上月为 0.3%，其中，鲜菜、猪肉、蛋类环比转负至-1.9%、-2%和-3.6%；非食品环比持平、较上月回落 0.2 个百分点，其中，交通通信、文教娱分别较上月回落 0.1 和 0.4 个百分点。

图表 11：10 月，CPI、核心 CPI 双双回落



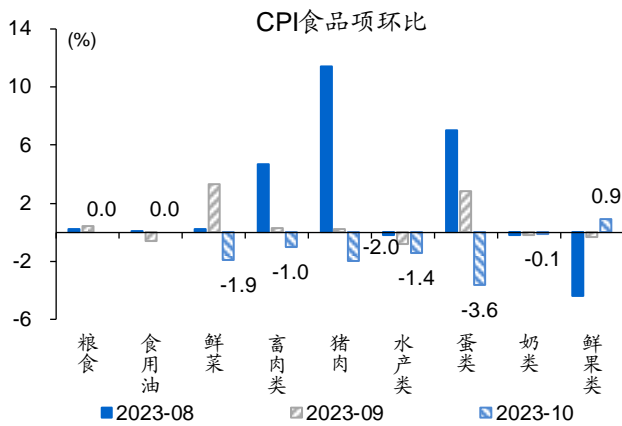
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：非食品环比持平、食品环比转负

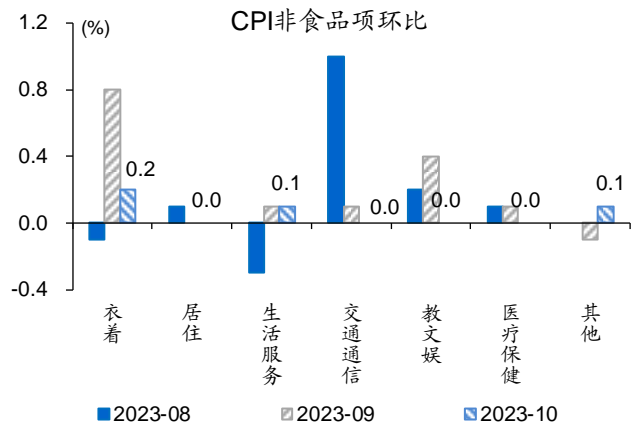


来源：Wind、国金证券研究所

图表 13: 食品分项中, 猪肉、蛋类拖累明显



图表 14: 非食品中, 交通通信、其他项拖累明显

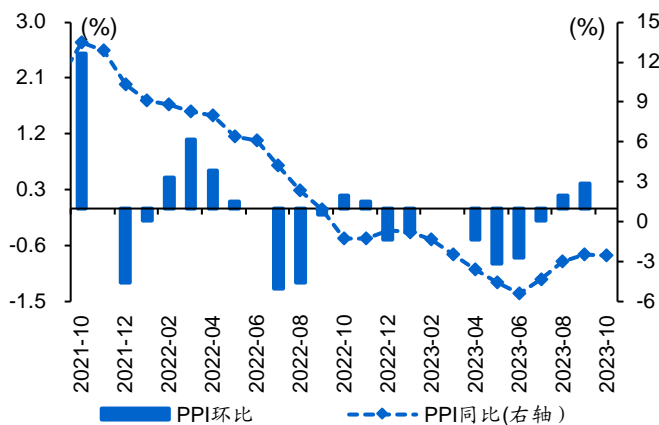


来源: Wind、国金证券研究所

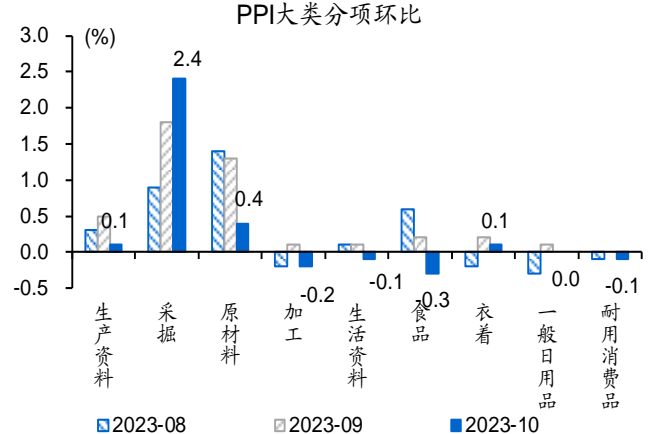
来源: Wind、国金证券研究所

PPI 降幅扩大主因生产资料拖累, 生活资料韧性较强。10 月, PPI 同比降幅扩大 0.1 个百分点至-2.6%, 环比持平、较上月回落 0.4 个百分点。大类环比中, 生产资料涨幅回落 0.4 个百分点, 原材料和加工拖累明显, 采掘延续涨价; 生活资料环比持平于 0.1%, 食品拖累明显, 衣着、一般日用品和消费耐用品环比转正或持平。

图表 15: 10 月, PPI 同比降幅扩大



图表 16: 大类环比中, 生产资料拖累明显

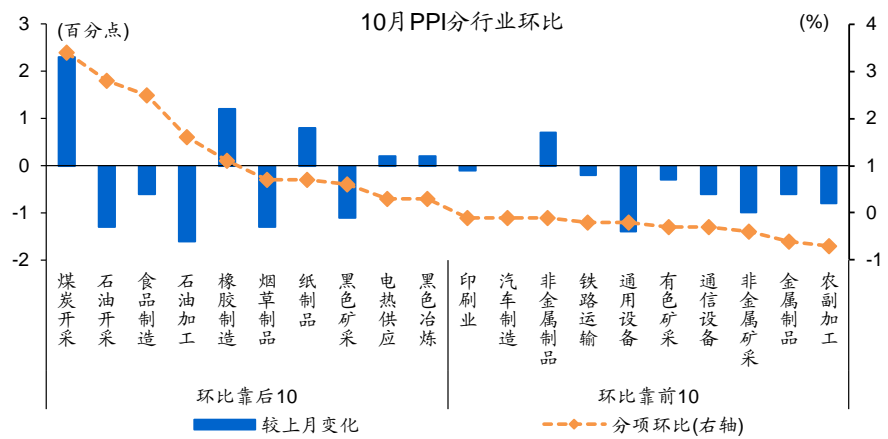


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

分行业来看, 原油链价格涨幅回落、部分中下游制造业价格由涨转降。10 月, 受国际原油、有色金属价格波动等影响, 石油开采、石油加工环比涨幅分别收窄 1.3 和 1.6 个百分点, 有色冶炼、有色矿采由平转降至-0.1 和-0.3%; 通用设备、农副加工、通信制造等环比转负至-0.2%、-0.7%和-0.3%。

图表 17: 分行业来看, 原油链涨幅回落, 部分中下游制造业价格回落有所拖累



来源: Wind、国金证券研究所

### 风险提示

- 1、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402