

## 物价低位，等待稳增长政策推升

### 核心观点：

10月CPI环比下行是食品带动的，10月份天气温暖带动了蔬菜和鸡蛋下行，猪肉仍然疲软。食品方面，蔬菜回落(-1.9%)，鸡蛋下行(-4.3%)，猪肉疲软(-2.0%)。由于9月食品走高，10月份食品并未表现节日性。

非食品价格平稳，家用器具(+1.1%)、交通工具用燃料(+1.8%)价格走高，均是一次性因素。服务类价格走低，核心CPI持平。

10月PPI同比降幅扩大，环比涨幅减少，上游价格上行，下游价格回落。上游煤炭开采(+3.4%)、石油和天然气开采(+2.8%)、黑色金属开采(+1.6%)、有色金属开采(+0.6%)走高；中游石化相关的石油煤炭加工(+2.5%)和化学原料和制品制造(+0.7%)走高，而黑色、有色金属冶炼、金属制品、非金属矿物制品、通用设备制造下行；下游价格继续下行，计算机通信电子制造-0.3%、汽车制造-0.1%、农副食品加工-0.4%。

### 我们的分析：CPI继续低水平波动，PPI价格链条不畅

- 10月份CPI价格环比变动与以往稍有不同，主要是食品价格10月下跌，打破了节日效应。10月份的非食品价格波澜不惊。10月份CPI的下跌说明了物价仍然偏弱运行。10月份价格上涨的商品价格是一次性的，持续性较差。核心CPI、服务类CPI等价格稳定。这种物价小幅波动预计持续到2024年，在房价疲弱的情况下，物价持续走高需要更多的需求刺激。
- PPI环比持平，上行动力减弱。价格的传递更为弱势，上游价格上行，而中游和下游价格回落。能源类产品出厂价格继续走高，但不同于9月份基础大宗商品价格上行，10月份山东柴油、汽油、焦炭、动力煤、铁矿石、螺纹钢和铜等的价格均出现下行，未来出厂价格持续上行的动力不足。同时，10月上游产品价格需要在11月份传导至中游和下游，才能促使PPI持续上行，而现阶段，下游终端需求的弱势使得上游价格的上行持续度有限。

### CPI和PPI预测

- 4季度天气转凉，食品类价格回升，预计物价在0.4%左右，全年CPI预计在0.3%左右。2024年仍然是低物价年，供给超过需求。另一方面，货币即使放量，房价-租金链条也很难启动。全球经济增速表现温和，大宗商品价格的持续上行仍然较为困难。2024年预计CPI可能在1%左右。
- PPI的回升速度偏缓，原材料价格的上行仍然没有拉动下游行业的价格上行。PPI上游的价格对下游的传导并不顺畅。我们预计4季度PPI增速为-2.6%，全年预计在-3.0%左右运行。PPI转正时间推迟，我们预计可能在2024年6月份到来。

## --2023年10月通胀数据解读

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

### 风险提示

1. 大宗商品价格大幅下行的风险
2. 房地产持续回落的风险
3. 猪肉、蔬菜价格超预期上行的风险
4. 经济超预期下行的风险

10月CPI环比下行是食品带动的,10月份天气温暖带动了蔬菜和鸡蛋下行,猪肉仍然疲软。食品方面,蔬菜回落(-1.9%),鸡蛋下行(-4.3%),猪肉疲软(-2.0%)。由于9月食品走高,10月份食品并未表现节日性。

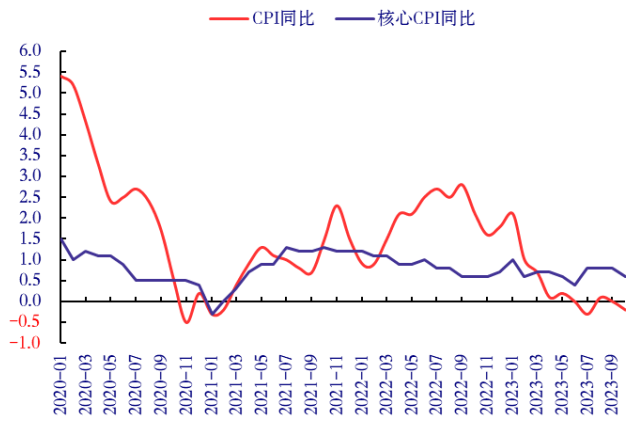
非食品价格平稳,家用器具(+1.1%)、交通工具用燃料(+1.8%)价格走高,均是一次性因素。服务类价格走低,核心CPI持平。

10月PPI同比降幅扩大,环比涨幅减少,上游价格上行,下游价格回落。上游煤炭开采(+3.4%)、石油和天然气开采(+2.8%)、黑色金属开采(+1.6%)、有色金属开采(+0.6%)走高;中游石化相关的石油煤炭加工(+2.5%)和化学原料和制品制造(+0.7%)走高,而黑色、有色金属冶炼、金属制品、非金属矿物制品、通用设备制造下行;下游价格继续下行,计算机通信电子制造-0.3%、汽车制造-0.1%、农副食品加工-0.4%。

## 一、我们对CPI的分析:低波动通胀

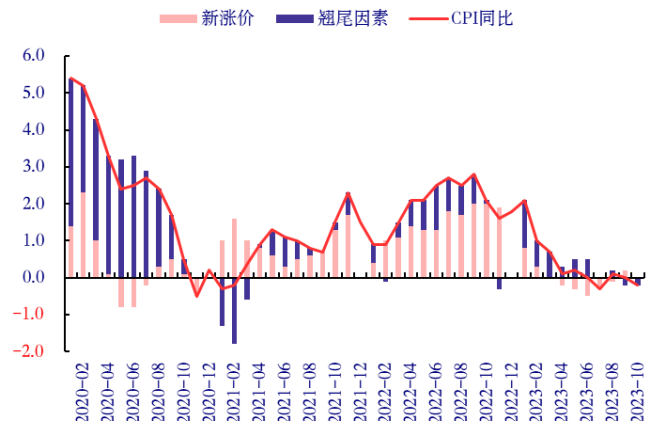
10月份CPI同比下降-0.2%(前值0.0%)低于Wind一致预期(-0.1%),环比下降0.1%(前值+0.2%);核心CPI同比上行0.6%(前值+0.8%),环比持平(前值0.0%)。10月份CPI环比结束连续3个月的回升转为下行,低于过去五年的同期平均水平(+0.32%),主要由于食品价格环比下行-0.8%拖累,非食品价格环比持平。服务价格延续弱势,环比下行0.1%。核心CPI同比增速放缓。

图1: CPI和核心CPI同比(%)



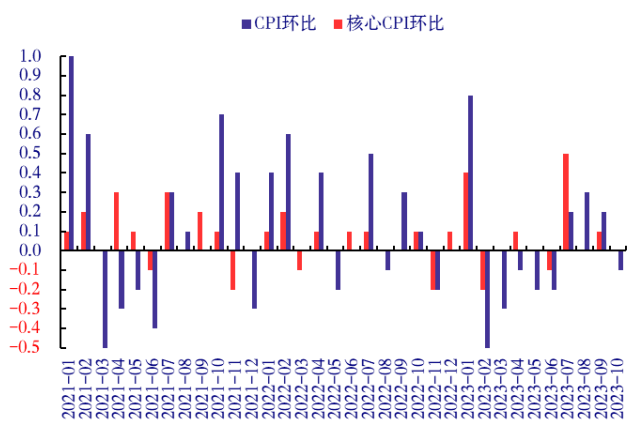
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: CPI当月同比: 新涨价和翘尾因素(%)



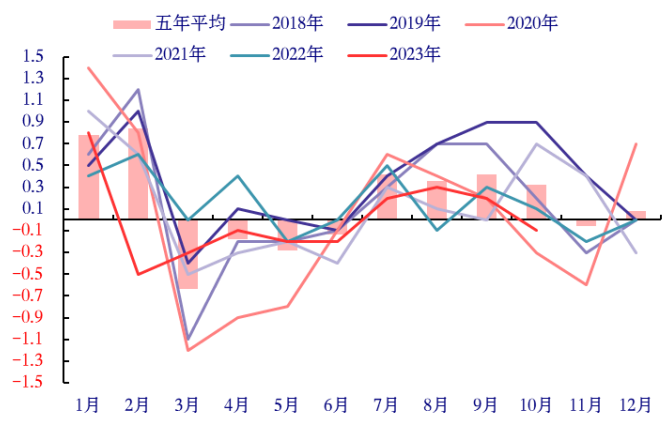
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: CPI和核心CPI环比(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: CPI环比(%)



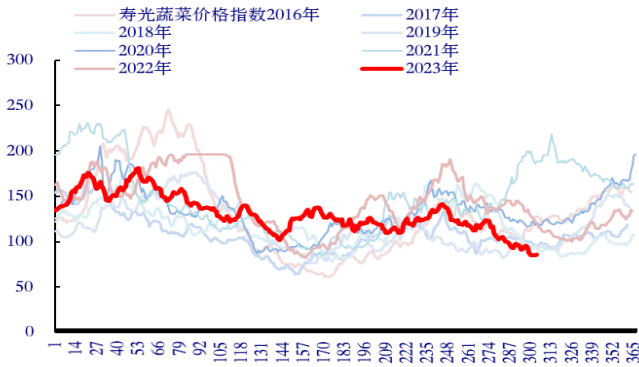
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

10月份CPI价格环比变动与以往稍有不同,主要是食品价格10月下跌,打破了节日效应。10月份的非食品价格波澜不惊。10月份食品价格环比下行0.8%,非食品价格保持平稳。食品价格下行主要是蔬菜、猪肉、鸡蛋带来的,非食品中家用器具和交通工具燃料上行。

10 月份当月来看，食品价格的下跌结束，受益于温暖 10 月份的蔬菜和鸡蛋在 11 月开始进入季节性上行期，另外猪周期仍然处于低位，继续消化库存。非食品价格中涨价因素均是一次性的，家用器具的上行很难持续。车用燃料跟随燃油价格，10 月以来发改委已经连续降低汽油柴油最高零售价，11 月 8 日再次降低汽油价格 140 元/吨。

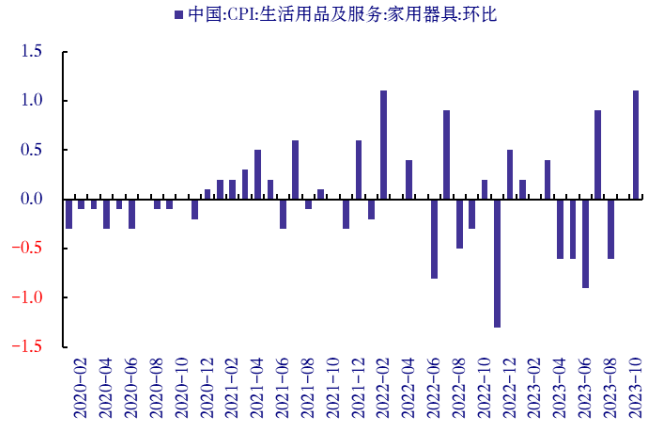
10 月份的价格变动较小，CPI 同样处于较低波动幅度中。现阶段看不到物价意外上行的品种，居民消费弱势运行对物价压力较小。厂家成本压力和 PPI 逐步上行的过程中，家用器具价格有所上行，但是由于终端消费的疲软，这种上行是不连续的，对物价压力较小。

图5: 10月天气温暖带来蔬菜价格走低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: CPI 家用器具环比 (%)



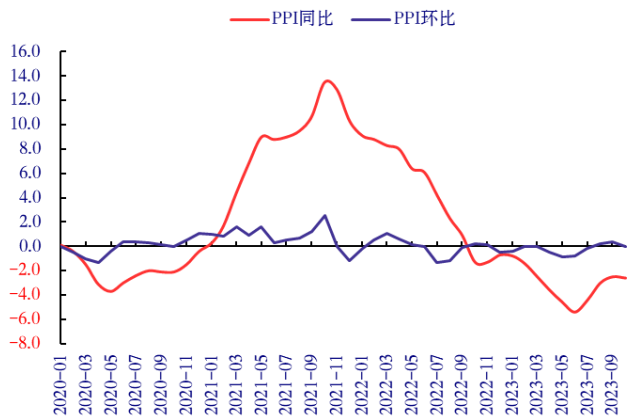
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、我们对 PPI 的分析：上游走高，中下游价格回落

10 月份 PPI 同比-2.6%降幅略有扩大，环比持平。10 月份生产资料价格环比上行 0.1%，涨幅减小。生活资料价格环比下行-0.1%。

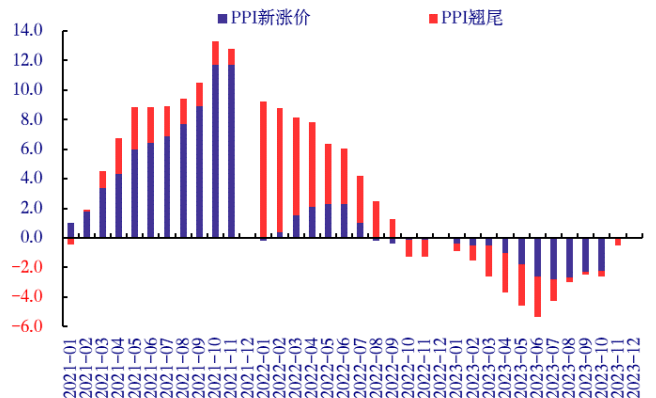
环比来看，10 月份上游价格延续上涨、中游价格分化，下游上行不及预期。上游方面，原油价格波动带动石油和天然气开采业价格上行 2.8%。煤炭开采和洗选业价格涨幅扩大至 3.4%，主要受煤炭供给偏紧，需求增加的影响。受有色金属价格波动影响，有色采矿价格上行 0.6%。中游方面，石油、煤炭及其他燃料加工上行 2.5%，化学原料和化学制品制造上行 0.7%。黑色金属冶炼和压延加工-0.6%，有色金属冶炼和压延-0.2%，通用设备价格-0.1%。下游价格保持弱势。计算机通信电子设备业价格-0.3%，汽车价格-0.1%，铁路船舶航空航天运输设备+0.1%、医药+0.1%。

图7: PPI 同比和环比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

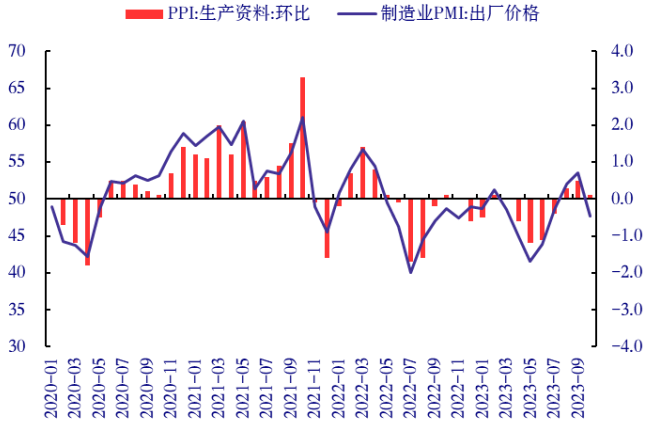
图8: PPI 翘尾和新涨价 (%)



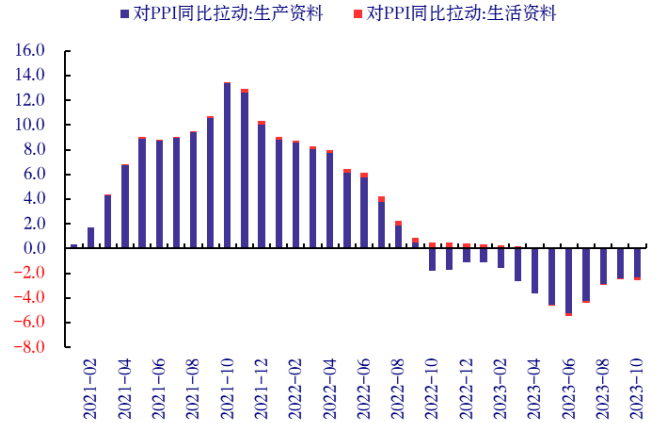
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: PPI 生产资料环比和制造业 PMI 出厂价格 (%)

图10: 对 PPI 同比拉动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

首先, PPI 环比继续上行, 但是上行幅度减弱。能源类产品出厂价格继续走高, 原油受到外围价格影响上行, 煤炭受预期和季节性因素推动。10 月份 WTI 价格上行继续带动是有天然气开采和化学原料和制品业走高。但不同于 9 月份基础大宗商品价格上行, 10 月份山东柴油、汽油、焦炭、动力煤、铁矿石、螺纹钢和铜等的价格均出现下行, 虽然 10 月份相关产业出厂价格仍然上行, 但未来持续上行的动力不足。

其次, 价格的传递更为弱势, 上游价格上行, 而中游和下游价格回落。上游的石油、天然气、煤炭、黑色和有色金属开采继续上行, 但是中游的黑色金属冶炼、有色金属冶炼、非金属和金属制品、通用设备均出现下行, 下游的汽车、计算机通讯电子设备、食品制造、农副食品加工同样走低。

10 月上游产品价格需要在 11 月份传导至中游和下游, 才能促使 PPI 持续上行, 而现阶段, 下游终端需求的弱势使得上游价格的上行持续度有限。

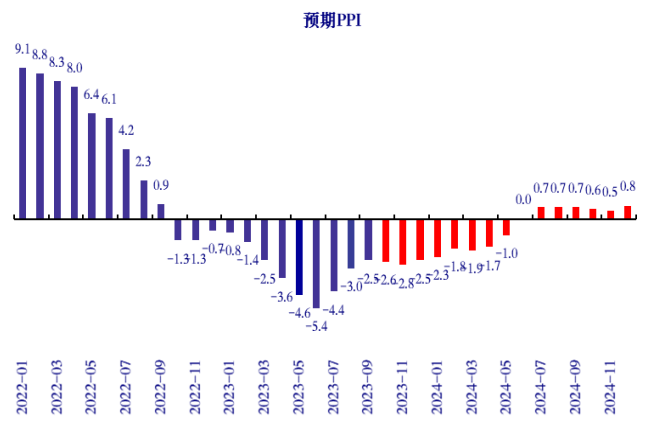
PPI 翘尾影响快速下降的时间已经结束, 未来 PPI 回升需要价格的稳定走高, 这或许为未来 PPI 回升带来些许不确定性。

图11: 原油期货价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: PPI 预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、CPI 和 PPI 预测

10 月份 CPI 的下跌说明了物价仍然偏弱运行。10 月份价格上涨商品价格是一次性的, 持续性较差。核心 CPI、服务类 CPI 等价格稳定。这种物价小幅波动预计持续到 2024 年, 在房价疲弱的情况下, 物价持续走高需要更多的需求刺激。

4 季度天气转凉, 食品类价格回升, 物价会随之小幅上行, 预计物价在 0.4%-0.5% 左右, 全年 CPI 预计在 0.4% 左右。2023 年 CPI 的低水平是商品类价格探底以及服务类价格恢复缓慢带来的。2024 年商品类价格回升, 服务类价格继续反弹, CPI 会顺利回升至 1.0% 左右。

11 月份的翘尾因素 0% 左右。11 月份蔬菜价格已经处于底部区域, 下跌幅度并不大, 猪肉价格可能小幅回落, 但其他食品价格上行。非食品中, 车用燃料价格下行, 预计 11 月份 CPI 以跌为主, 同比下跌 0.1% 左右。

2024 年仍然是低物价年，食品的生产较为平稳，而需求的回升仍然是缓慢的，供给仍然超过需求。另一方面，货币即使放量，也很难带动房屋价格上行，而房价-租金链条很难启动。全球经济增速表现温和，大宗商品价格的持续上行仍然较为困难。2024 年商品类价格小幅回升，服务价格继续上行，预计 CPI 可能在 1%左右。

PPI 的回升速度偏缓，原材料价格的上行仍然没有得到下游行业的认同。房地产产业链的疲软、出口的下行使得工业产能处于“过剩”状态。下游行业的疲软使得 PPI 的回升速度偏弱，PPI 上游的价格对下游的传导并不顺畅。

11 月份开始 PPI 的翘尾因素影响稍有减弱，PPI 回升需要环比逐步上行。而在房地产疲软的情况下，未来出厂价格可能更为波，PPI 同比持续回升幅度偏弱。PPI 的持续回升需要房地产止跌和国内需求的好转。

我们预计 4 季度 PPI 增速分别为-2.6%，全年预计在-3.0%左右运行。PPI 转正时间推迟，我们预计可能在 2024 年 6 月份到来。

## 图表目录

图 1: CPI 和核心 CPI 同比 (%) .....	2
图 2: CPI 当月同比: 新涨价和翘尾因素 (%) .....	2
图 3: CPI 和核心 CPI 环比 (%) .....	2
图 4: CPI 环比 (%) .....	2
图 5: 10 月天气温暖带来蔬菜价格走低.....	3
图 6: CPI 家用器具环比 (%) .....	3
图 7: PPI 同比和环比 (%) .....	3
图 8: PPI 翘尾和新涨价 (%) .....	3
图 9: PPI 生产资料环比和制造业 PMI 出厂价格 (%) .....	3
图 10: 对 PPI 同比拉动 (%) .....	3
图 11: 原油期货价格 (美元/桶) .....	4
图 12: PPI 预测 (%) .....	4

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊 中国银河证券首席经济学家。**

**许冬石 宏观经济分析师。**英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐 宏观经济分析师。**厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn