

CPI 再度负增，年内通胀保持低位

——10月通胀数据点评

2023年11月10日

- **事件：**10月CPI同比-0.2%，前值0%，市场预期-0.1%，环比-0.1%；PPI同比-2.6%，前值-2.5%，环比0%。
- **CPI再度转负，食品项形成拖累，核心CPI回落，服务项转弱。**食品项同比由-3.2%回落至-4%，核心CPI同比回落0.2个百分点至0.6%，服务项同比由1.3%回落为1.2%。
- **食品项超季节性回落，肉、蛋类为主要拖累。**双节后需求阶段性走弱，部分地区猪瘟疫情突发带来短期集中出栏，10月底猪价继续下跌，叠加高基数作用下，猪肉同比增速下滑幅度走陡。随着气温下降，北方地区猪瘟压力下，能繁母猪数量减少，行业产能去化或被动提速。鸡蛋价格同环比快速回落，老鸡淘汰不及预期和新开产增加，供应相对宽松。蔬菜价格季节性回落，同比跌幅收窄。水果价格季节性上行，同比转正。
- **非食品项中，国际油价带动相关分项上行，十一结束旅游价格回落。**地缘政治影响下，国际油价高位震荡，交通工具用燃料、水电燃料同比上行。服务项中，双节后飞机票、宾馆价格下降，教育服务、家庭服务和医疗保健同比持平，房租价格同比由0%上行为0.1%，环比-0.1%，终端消费需求依然疲软。
- **PPI同比转跌，加工工业增速下跌。**CRB金属现货指数同比上行速度放缓，加工工业-原材料工业剪刀差持续回落，价格传导不畅下游行业或承压。生活资料同比回落，食品、耐用消费品类为主要拖累，一般日用品和衣着同比也有所回落。
- **输入性因素影响下，能源开采、加工产业链涨幅放缓，黑色、有色金属产业链价格回落，下游制造业价格大多回落或持平。**受国际原油价格波动影响，能源产业链价格同比保持上行。黑色金属矿采选上行，有色金属矿采选同比回落，下游黑色、有色金属冶炼及压延加工业同比增速下行，环比转跌。地产政策放松，上游产业链需求尚未迎来明显好转。
- **CPI年内保持低位，PPI上行放缓。**CPI在食品项拖累下转负，十一结束，服务项价格回落。猪肉产能去化趋势不变，需求偏弱，养殖户持续亏损或加速产能去化进程。十一长假部分影响工业品需求，黑色、有色金属产业链价格回落，原油、煤炭价格震荡上行。我国经济修复的进程仍需稳固，房地产尚未迎来好转，内需修复放缓，海外需求偏弱，年内预期PPI上行动能趋缓。2023年四季度1万亿元特殊国债发行后，预期2024年财政政策将继续发力提振内需，给物价带来一定支撑。货币政策也将配合保持宽松，未来仍有降准可能。
- **风险因素：**海外经济政策节奏和幅度超预期，原油价格上行幅度超预期，居民消费需求持续疲弱。

分析师： 于天旭

执业证书编号： S0270522110001

电话： 17717422697

邮箱： yutx@wlzq.com.cn

相关研究

金融助力高质量发展，持续推进风险化解
 季节、需求多重作用下，PMI环比回落
 企业利润持续回暖，库存小幅累积

正文目录

事件.....	3
1、CPI 再度转负，食品项价格形成一定拖累.....	3
2、PPI 小幅回落，生活资料为主要拖累.....	5
3、总结与展望.....	6
4、风险提示.....	7
图表 1: CPI 同比增速再度转负 (%).....	3
图表 2: 非食品项环比回落 (%).....	3
图表 3: 核心 CPI、服务项通胀持平 (%).....	3
图表 4: 住户存款增速持续放缓 (%).....	3
图表 5: 猪肉价格继续下行 (元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪去化进程偏慢 (万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜价格环比保持下行 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格季节性反弹 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项持续上行 (%).....	5
图表 10: 服务相关分项走势放缓 (%).....	5
图表 11: CRB 现货指数保持上行, PPI 同比转跌 (%).....	6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差回落 (%).....	6
图表 13: 能化、黑色、有色产业链价格均上行 (%).....	6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差持续收窄 (%).....	6
图表 15: M1 增速逐步回落, 资金活化不足 (%).....	7
图表 16: 居民杠杆率增速持平 (%).....	7

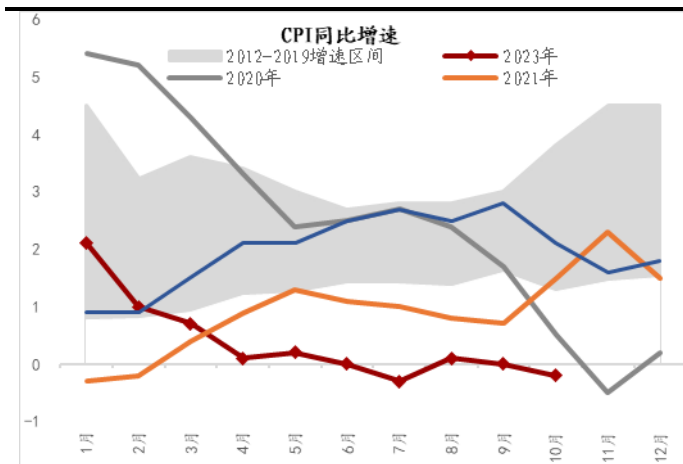
事件

2023年10月，CPI同比增速-0.2%（市场预期-0.1%），较上月回落0.2个百分点，环比增速-0.1%，前值0.2%，1-10月CPI累计同比0.4%；PPI同比增速-2.6%（市场预期-2.6%），较上月回落0.1个百分点，环比增速0%，前值0.4%，1-10月PPI累计同比-3.1%。

1、CPI 再度转负，食品项价格形成一定拖累

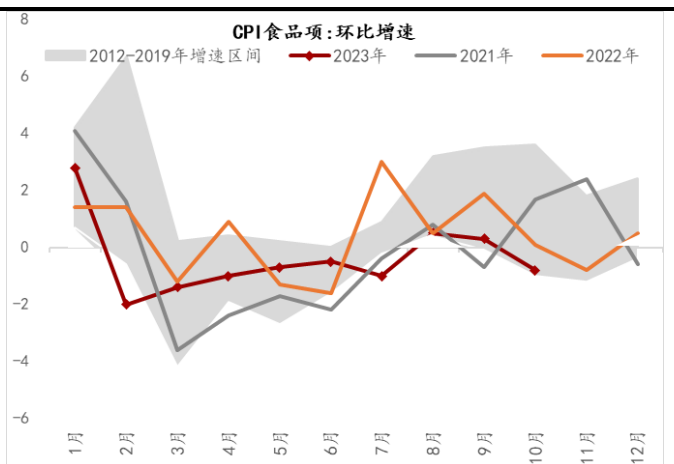
CPI同比增速再度转负，非食品项通胀同比持平，食品项拖累作用加大。10月，CPI同比增速较上月回落0.2个百分点至-0.2%，增速略低于市场预期；环比增速-0.1%，上月值为0.2%。CPI食品项同比增速由9月的-3.2%回落至-4%，环比由上月的0.3%下行至-0.8%；非食品项同比与上月持平，环比由上月的0.2%下行至0%。

图表1: CPI同比增速再度转负 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 非食品项环比回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

核心CPI、服务项、消费品同比均下跌。核心CPI同比增速回落0.2个百分点至0.6%，环比持平。CPI服务项同比较9月小幅回落0.1个百分点至1.2%，环比回落-0.1%，前值-0.1%；消费品同比则继续回落0.2个百分点至-1.1%，环比-0.1%，上月值为0.4%。

图表3: 核心CPI、服务项通胀持平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 住户存款增速持续放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品项价格再度回落，猪肉为主要拖累项。双节后需求阶段性走弱，部分地区猪瘟疫情突发带来短期集中出栏，10月底猪价继续下跌，叠加高基数作用下，猪肉同比增速下滑幅度走陡。随着气温下降，北方地区猪瘟压力下，能繁母猪数量减少，行业产能去化或被动提速。节后需求回落，牛羊肉价格也有所下滑。鸡蛋价格同环比快速回落，老鸡淘汰不及预期和新开产增加，供应相对宽松。蔬菜价格季节性回落，同比跌幅收窄。水果价格季节性上行，同比增速转正，农产品整体供应充足。食用油价格同比跌幅继续扩大，粮食同比小幅回落，烟草、酒类同比小幅下滑。

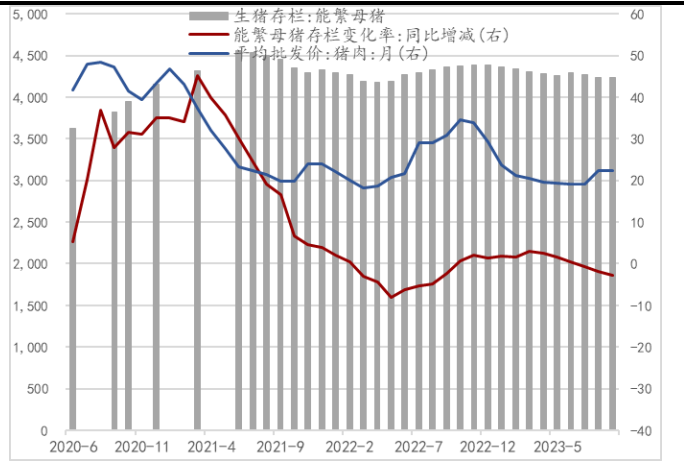
从CPI食品具体分项来看，10月，猪肉价格同比继续回落8.1个百分点至-30.1%，下降幅度有所扩大，环比增速由上月的0.2%回落至-2%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的-4.9%、-5.1%下行至-5.1%、-5.9%，蛋类同比增速回落5.7个百分点至-5%，环比-3.6%。鲜菜价格同比上涨2.6个百分点至-3.8%，环比下行-1.9%；鲜果价格同比上涨2.5个百分点至2.2%，环比上行0.9%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由9月的0.7%、-3.1%、-1.5%、1.4%、0.1%变动为0.6%、-3.5%、-0.5%、1.2%、-0.5%。

图表5: 猪肉价格继续下行 (元/公斤)



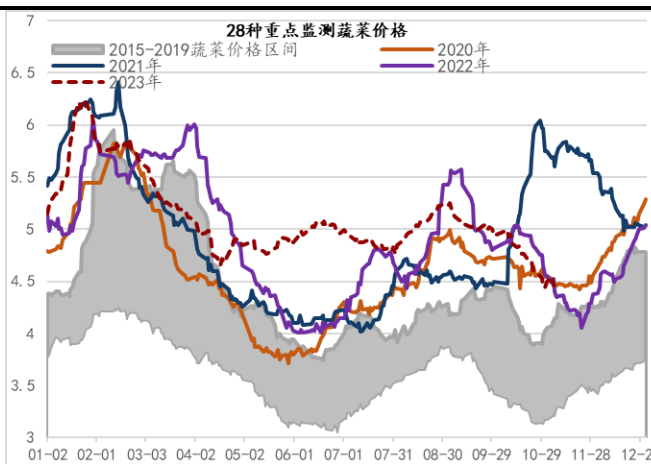
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪去化进程偏慢 (万头, %)



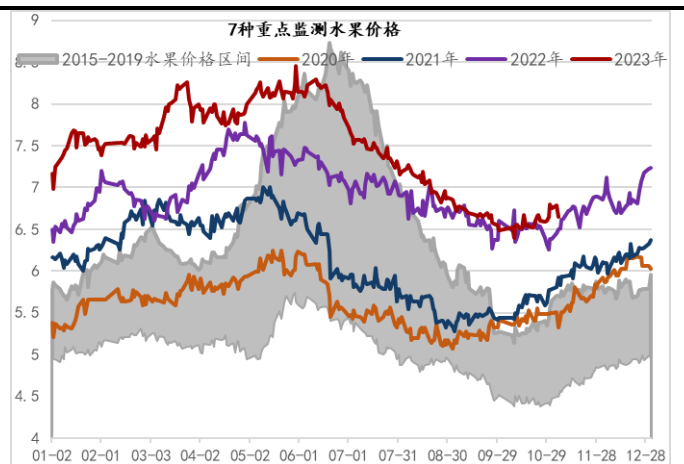
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜价格环比保持下行 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 水果价格季节性反弹 (元/公斤)

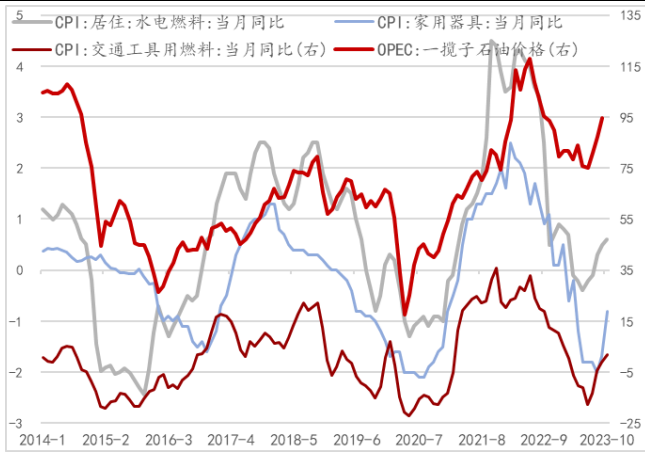


资料来源: Wind, 万联证券研究所

非食品项中，国际油价带动燃料相关分项持续上行，十一结束旅游价格回落。OPEC+

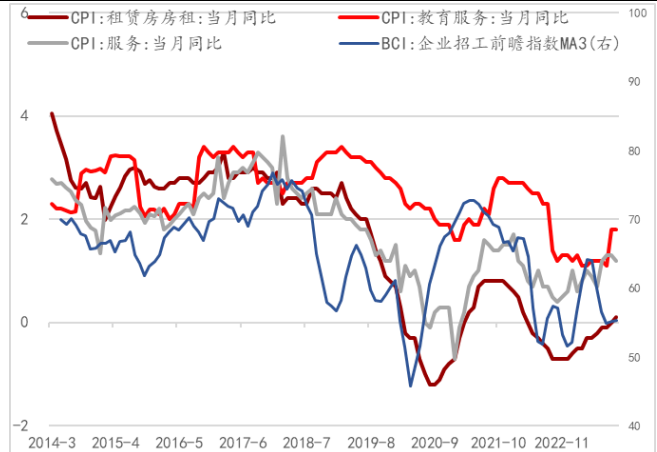
减产协议延续，中东局势不稳，地缘政治影响下，国际油价高位震荡。国内交通工具用燃料分项同比增速由-1.1%上行为1.8%，环比由2.3%回落为1.8%。10月北方地区降温，水电燃料同比由0.5%继续上行为0.6%。交通工具分项同比增速由-4.6%降至-4.8%，环比-0.2%。服务项中，双节后飞机票、宾馆价格下降，旅游分项同比由12.3%回落为11%。教育服务同比持平于1.8%，家庭服务分项同比持平于1.9%，医疗保健同比持平于1.3%。房租价格同比由0%上行为0.1%，环比-0.1%，终端消费需求依然疲软。地产下游的家具器具同比由-1.7%上行为-0.8%，环比由0%上行为1.1%。

图表9: CPI燃料相关分项持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务相关分项走势放缓 (%)



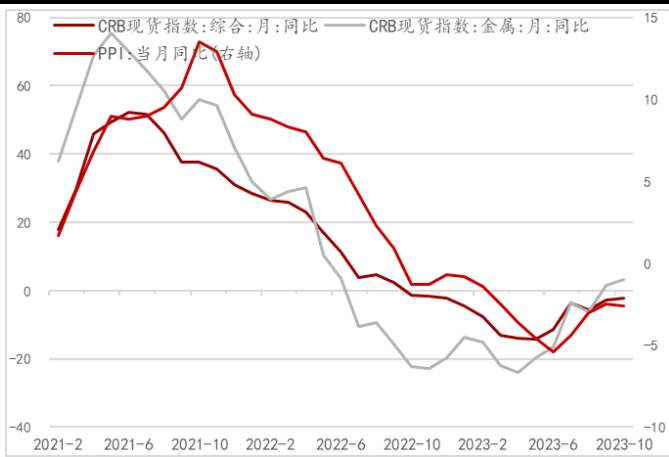
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、PPI 小幅回落，生活资料为主要拖累

PPI同比增速回落，采掘工业、原材料工业上行保持上行，加工工业增速回落。PPI同比增速由-2.5%回落为-2.6%，市场预期-2.6%，环比由0.4%回落为0%。PPI同比转跌，而CRB指数同比上行速度放缓，其中金属现货指数上行幅度大于综合现货上行幅度。PPI生产资料中，加工工业同环比增速转跌，采掘工业依然是上行幅度最大的分项，原材料工业同比增速小幅上行，加工工业-原材料工业剪刀差持续回落。生活资料同比回落，食品、耐用消费品类为主要拖累，一般日用品和衣着同比也有所回落。

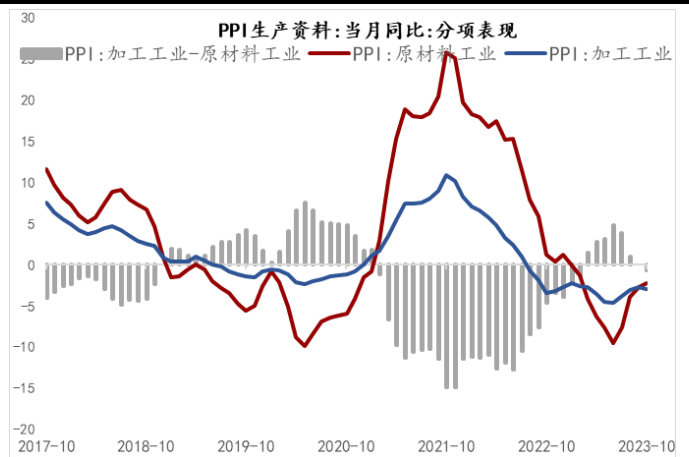
具体数据来看，10月，PPI同比-2.6%，较上月回落0.1个百分点，环比增速0%，前值0.4%，工业生产者购进价格（PPIRM）同比由-3.6%回落为-3.7%。PPI生产资料同比-3%，与上月持平，其中，加工工业同比分别9月的-2.8%下行至-3%，采掘工业、原材料工业同比分别由-7.4、-2.8%上行至-6.2%、-2.3%。PPI生活资料同比回落0.6个百分点至-0.9%，环比增速-0.1%，前值0.1%；其中，食品、衣着、一般日用品、耐用消费品类同环比均回落，食品类和耐用消费品类同比下滑幅度相对较大。

图表11: CRB现货指数保持上行, PPI同比转跌 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工-原材料工业剪刀差回落 (%)

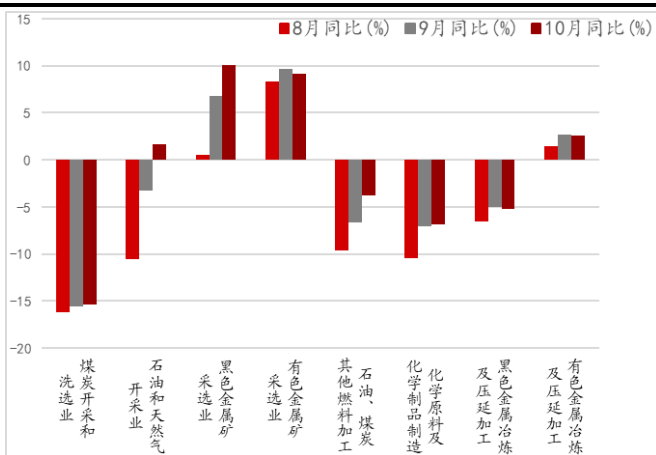


资料来源: Wind, 万联证券研究所

输入性因素影响下, 能源开采、加工产业链涨幅放缓, 黑色、有色金属产业链价格回落。10月PPI分项同比走势分化, 受国际原油价格波动影响, 石油和天然气开采业同比依然是上行幅度最大的分项, 产业链下游的石油、煤炭及其他燃料加工业, 化学制品价格同比继续上涨, 环比保持正增。黑色金属矿采选保持上行, 非金属矿采选业同比转增, 有色金属矿采选同比回落, 下游黑色、有色金属冶炼及压延加工业同比增速下行, 环比转跌。地产政策放松, 上游产业链需求尚未迎来明显好转。

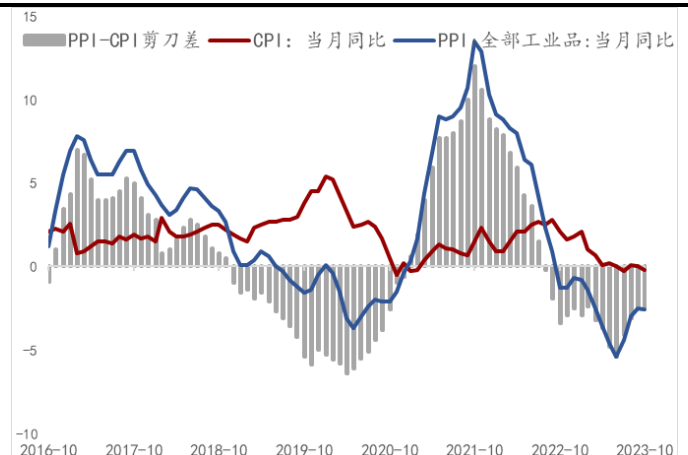
下游制造业价格大多回落或持平, 电力、热力的生产和供应业同比继续下行。中游通用设备制造业同比由-0.4%回落为-0.5%, 环比-0.1%; 下游汽车制造同比持平于-1.4%, 环比-0.1%, 铁路、船舶等运输设备制造业同比由0.1%小幅回落为0%, 环比0.1%; 计算机、通信等电子设备制造业同比回落1.1个百分点至-2.9%, 环比由0.3%下跌为-0.3%, 农副食品加工业同比下滑幅度最大。整体中下游行业价格下跌, 表现弱于上游原材料开采业。电力、热力的生产和供应业同比由0.5%回落为0.2%, 环比增速由0.1%回落为-0.7%。

图表13: 能化、黑色、有色产业链价格均上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差持续收窄 (%)

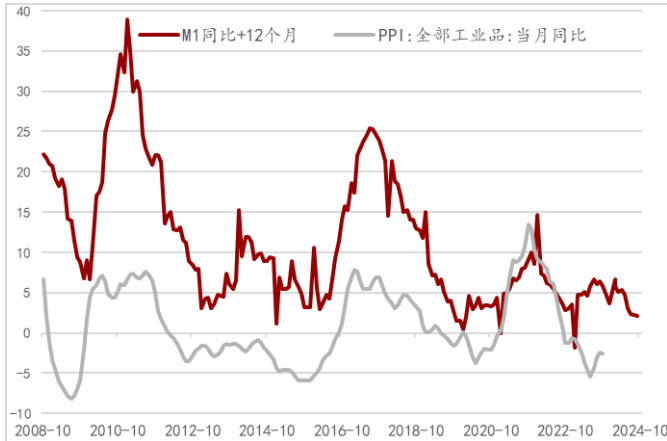


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

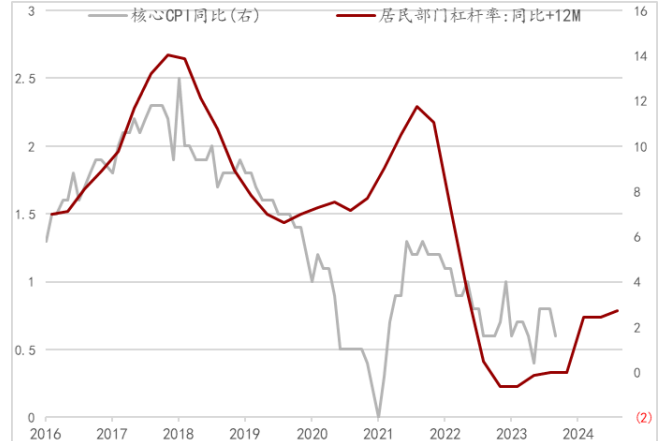
CPI年内保持低位，PPI上行放缓。CPI在食品项拖累下转负，十一结束，服务项价格回落。猪肉产能去化趋势不变，需求偏弱，养殖户持续亏损或加速产能去化进程。十一长假部分影响工业品需求，黑色、有色金属产业链价格回落，原油、煤炭价格震荡上行。我国经济修复的进程仍需稳固，房地产尚未迎来好转，内需修复放缓，海外需求偏弱，年内预期PPI上行动能趋缓。2023年四季度1万亿元特殊国债发行后，预期2024年财政政策将继续发力提振内需，给物价带来一定支撑。货币政策也将配合保持宽松，未来仍有降准可能。

图表15: M1增速逐步回落，资金活化不足 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 居民杠杆率增速持平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

海外经济政策节奏和幅度超预期,原油价格上行幅度超预期,居民消费需求持续疲弱。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场