



## 需求不足，通胀转弱

### ——中国物价 2023 年 10 月数据点评

10 月 CPI 通胀再度转负，PPI 通胀持续低迷。CPI 同比增速-0.2%（市场预期-0.1%）；环比增速-0.1%，下半年首次下跌。PPI 同比增速-2.6%（市场预期-2.6%），跌幅小幅走阔；环比增速归零。

尽管 CPI 通胀再度转负的驱动是猪价这一周期性因素，但供需失衡带来的低通胀问题已有长期化迹象；PPI 同比跌幅在制造业修复受阻影响下再度走阔，国际油价下跌则对未来读数的进一步修复构成制约。

#### 一、CPI 通胀：再度转负

10 月 CPI 通胀再度转负，新涨价因素归零，意味着年内物价涨幅已被抹平。尽管猪周期主导的食品价格下跌是 CPI 同比转负的主要驱动项，但这并不能掩盖低通胀长期化的风险。

猪周期下行驱动食品价格同比跌幅走阔、环比转涨为跌。7-10 月猪肉价格同比跌幅从 26.0%扩大至 30.1%，食品价格同比跌幅从 1.7%扩大至 4.0%；10 月猪肉价格在连续 2 个月上涨后环比下跌 2.2%，食品价格亦在连续 2 个月上涨后环比下跌 0.8%。10 月猪肉价格再度环比转跌，产能过剩仍是核心矛盾。9 月能繁母猪头数仍高达 4,240 万，不但较 8 月未见去化，而且较农业农村部设定的正常保有量 4,100 万（或将调整为 3,900 万）明显偏高。叠加去年同期价格处于高位，同比跌幅随之走阔。蛋白类食品分项普遍受到了猪价下跌的外溢影响。牛肉、羊肉、水产品、蛋类、奶类价格均在下跌。随着疫后首个暑期服务消费脉冲的退潮，餐饮服务消费动能转弱也是食品价格整体偏弱的重要原因。10 月仅剩鲜果一个食品分项价格仍在环比上行。

不同于食品价格疲弱很大程度上来自于猪价这一周期型因素的影响，非食品价格的低通胀已在供需问题共同影响下出现了长期化的迹象。10



月核心 CPI 环比增速归零，连续 3 个月弱于季节性。年内同比增速中枢低至 0.7%，而疫前三年（2017-2019）中枢高达 1.9%。一是部分耐用品出现了供需失衡的情况。交通工具和通讯工具价格年内持续处于同比下跌状态，且跌幅走阔，但对应分项的消费和出口并不算弱；二是服务业需求出现转弱迹象。尽管疫情放开后服务业消费出现一轮脉冲，但是年内除旅游外的服务业分项通胀中枢全面大幅低于疫前水平；三是房地产行业的持续低迷带来了相关分项的价格持续低迷。年内房租通胀中枢低至-0.3%，家用器具通胀中枢低至-1.1%。

## 二、PPI 通胀：跌幅走阔

PMI 数据指向三季度以来的一轮制造业修复受阻，且供给端强于需求端，10 月 PPI 数据随之转弱。10 月制造业 PMI 结束“四连升”，PPI 随之结束“两连升”，环比增速归零，同比跌幅小幅走阔至 2.6%。

上游价格受供给、政策等因素提振，下游价格则在需求转弱影响下保持低迷。10 月上游 PPI 环比涨幅走阔至 2.4%，煤炭价格在季节性因素主导下持续上行，万亿国债则对钢价构成提振。下游 PPI 环比再度转跌，房地产新开工持续低迷，且财政扩张尚未落地至开工端。

生活资料 and 主要制造业分项通胀持续低迷，与 CPI 数据对应分项相一致。生活资料 PPI 同比跌幅走阔至 0.9%，通用设备、汽车、TMT 制造业 PPI 均持续处于同比下跌状态。

## 三、前瞻：CPI 小幅修复，PPI 低位徘徊

年内 CPI 及 PPI 通胀读数走势或将分化。CPI 方面，去年四季度低基数支持读数进一步修复。PPI 方面，油价下行或将制约进一步修复。

（作者：谭卓 王天程）



附录

图1: CPI通胀新涨价因素归零

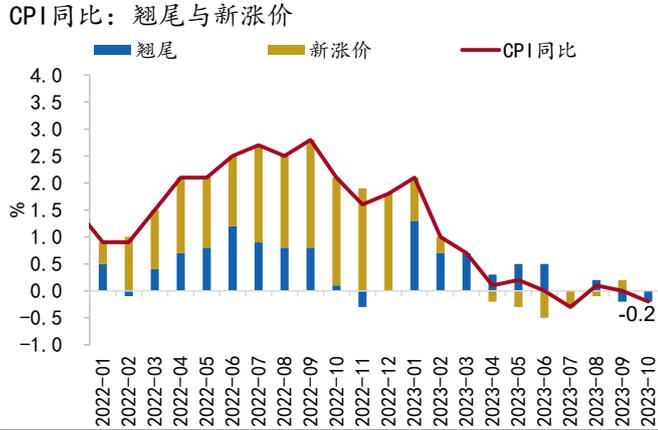


图2: 猪肉是CPI同比下行的边际驱动项

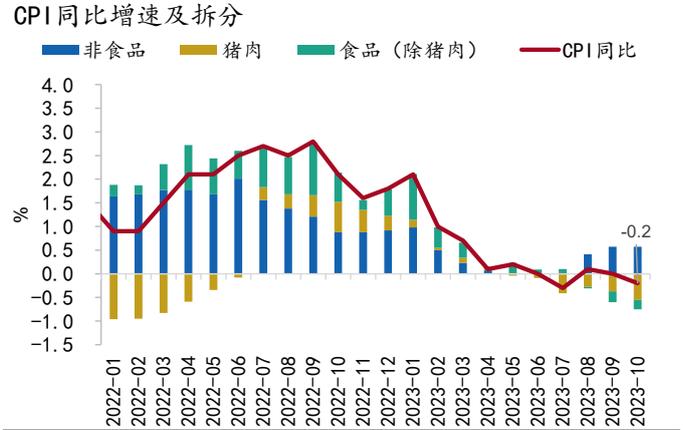


图3: 食品类分项环比跌多涨少

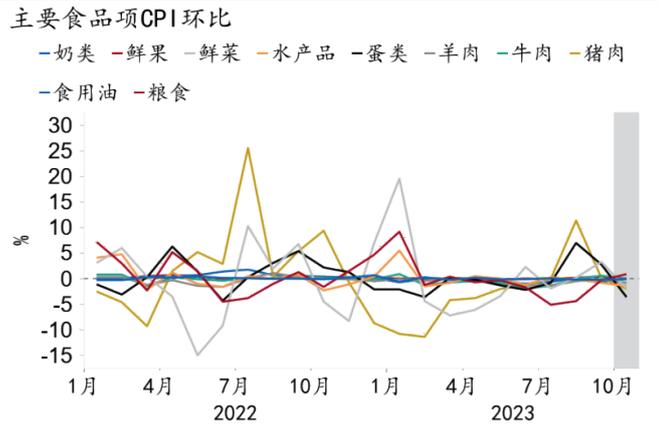


图4: 8-10月核心CPI环比动能持续偏弱

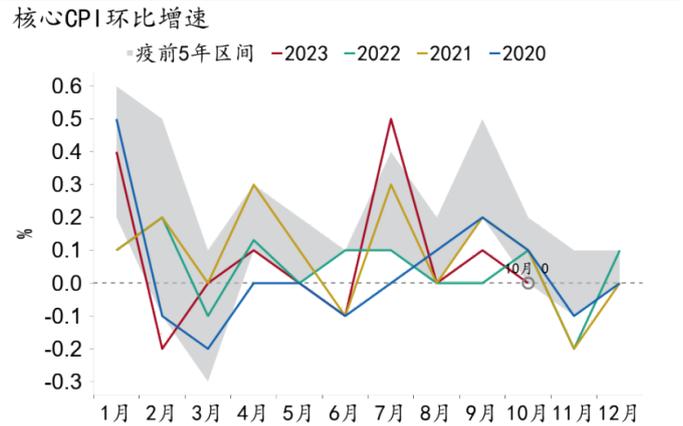


图5: 非食品项价格环比增速分化收敛

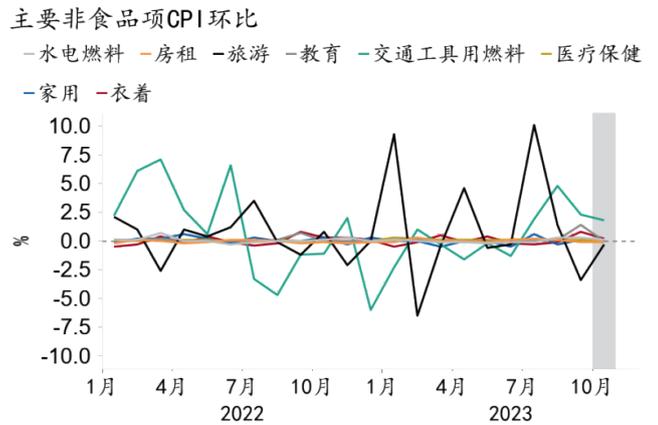
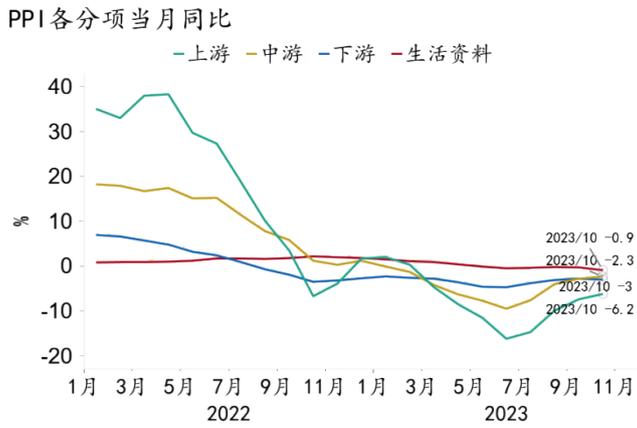


图6: PPI同比跌幅小幅走阔



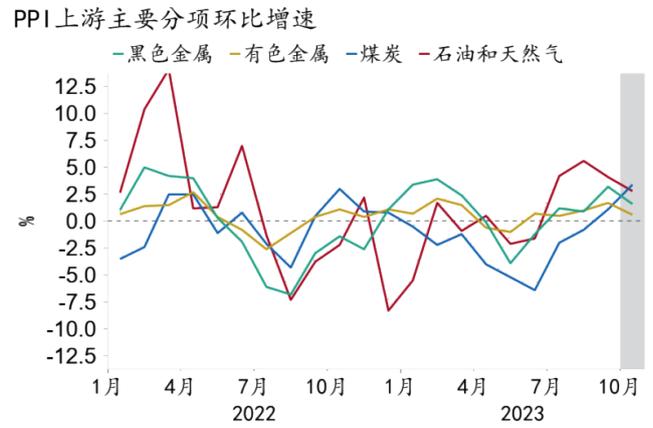


图7: 基数仍在主导 PPI 各分项同比走势



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图8: 季节性因素驱动煤炭价格上行



资料来源: Macrobond、招商银行研究院