

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀整体偏弱 后续仍将修复

—10月物价数据点评

2023年11月9日

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

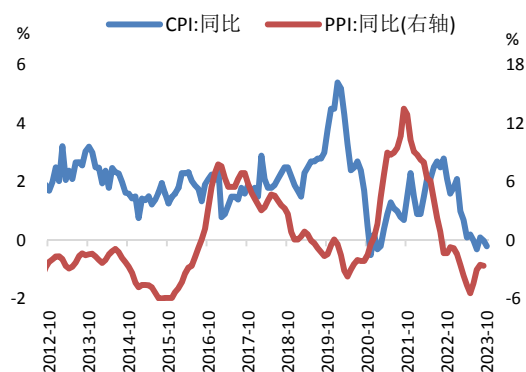
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

内容提要:

10月CPI同比-0.2%，预期-0.1%，前值0；PPI同比-2.6%，预期-2.6%，前值-2.5%。

CPI与PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《服务业接棒工业复苏 经济增长向稳态回归》
- 《通胀如期反弹 未来趋于上行—8月物价数据点评》
- 《通胀略低于预期不改其上行趋势—9月物价数据点评》

CPI略低于市场预期。10月食品价格环比下降0.8%，弱于9月以及历史同期均值，主要受肉类等价格偏弱拖累。综合而言，食品价格超季节性回落、非食品价格涨幅放缓等因素拖累CPI同比涨幅，核心CPI再度走低，均反映出当前经济延续弱复苏。展望未来，在近期政策逐步落地的推动下，年末CPI或缓慢反弹转正，全年或同比上涨0.3%。

PPI有所反复，主要受国际原油、有色金属价格波动及2022年同期对比基数走高等因素影响。近期国内经济延续弱复苏，地产投资端未见明显起色，国际原油价格回落，叠加11月翘尾有所下行，PPI可能还会低位徘徊。不过，未来基数效应以及财政发力等因素会对PPI走势形成一定支撑。

考虑到当前通胀偏弱、经济弱复苏，政策端尤其是财政政策加快落地有利于稳定市场信心、夯实经济复苏基础。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 11 月 9 日公布的数据显示，10 月 CPI 同比-0.2%，预期-0.1%，前值 0；PPI 同比-2.6%，预期-2.6%，前值-2.5%。

点评：10 月通胀走势有所反复。从 CPI 看，食品价格超季节性回落、非食品价格涨幅放缓等因素拖累 CPI 同比涨幅，核心 CPI 再度走低，均反映出当前经济延续弱复苏。展望未来，在近期政策逐步落地的推动下，年末 CPI 或缓慢反弹转正，全年或同比上涨 0.3%。PPI 有所反复，主要受国际原油、有色金属价格波动及上年同期对比基数走高等因素影响。近期国内经济延续弱复苏，国际原油价格回落，叠加 11 月翘尾有所下行，PPI 可能还会低位徘徊。不过，未来基数效应以及财政发力等因素会对 PPI 走势形成一定支撑。考虑到当前通胀偏弱、经济弱复苏，政策端尤其是财政政策加快落地有利于稳定市场信心、夯实经济复苏基础。

1、食品与非食品价格均偏弱拖累 CPI，核心 CPI 回落

10 月 CPI 同比回落 0.2%，低于市场预期（-0.1%）。从环比看，10 月 CPI 环比回落-0.1%，弱于历史（2011-2019 年，下同）同期均值（0.1%），其中食品与非食品价格均弱于季节性。从同比分项看，食品价格下降 4.0%，降幅比 9 月扩大 0.8 个百分点，影响 CPI 下降约 0.75 个百分点。食品中，猪肉价格下降 30.1%，降幅扩大 8.1 个百分点，影响 CPI 下降约 0.55 个百分点；鸡蛋、牛羊肉、鲜菜和食用油价格也下降较多，降幅在 3.5%-6.4%；鲜果价格由 9 月下降 0.3% 转为上涨 2.2%。非食品价格上涨 0.7%，涨幅与 9 月相同，影响 CPI 上涨约 0.57 个百分点。在 10 月 CPI 同比涨幅中，翘尾影响约为-0.2 个百分点（9 月亦为-0.2 个百分点），新涨价影响为 0（9 月为 0.2 个百分点）。

基数走低并未对 CPI 形成有效支撑。2022 年 10 月 CPI（2.1%）较 9 月下行 0.7 个百分点，但 CPI 同比表现较弱。剔除基数因素后的 CPI 两年平均增速为 0.94%，为 2022 年 3 月以来最低。

食品价格转跌。10 月食品价格环比下降 0.8%，弱于 9 月（0.3%）以及历史同期均值（0），主要受肉类等价格偏弱拖累。

肉类价格由涨转跌。10 月肉禽及其制品价格环比下降 1.0%，弱于 9 月（0.3%）及历史同期均值（1.5%）；同比下跌 17.9%，降幅较 9 月扩大 5.1 个百分点，主因 2022 年同期基数上升。其中，猪肉价格环比下跌 2.0%，弱于 9 月（0.2%）及历史同期均值（1.5%）；同比下跌 30.1%，较 9 月扩大 8.1 个百分点，亦受 2022 年同期基数大幅上升影响。当前能繁母猪存

栏数虽有下降但仍在高位，猪肉供给较为充足，短期气温下降可能会带来需求上升，但难以改变供强于需的整体格局。从基数效应看，2022年11月后基数趋于下降，有望对猪肉价格形成一定支撑。

其他主要食品涨跌互现。10月全国大部分地区天气晴好，农产品供应总体充足，加之节后消费需求有所回落，鲜活食品价格大多下降，其中鸡蛋、鲜菜和水产品价格分别下降4.3%、2.0%、1.9%和1.4%，均呈季节性回落，合计影响CPI下降约0.13个百分点。与历史均值对比，鲜菜、鲜果与蛋类价格偏强，奶及奶制品、粮食、油脂价格偏弱。从农产品、菜篮子产品批发价格200指数走势看，11月上旬较10月末继续回落。对比国际价格，10月FAO食品价格指数(120.6)环比下降0.7%，同比下降11.3%，均较9月有所下行。

非食品价格弱于季节性。10月非食品价格环比持平，弱于9月(0.2%)与历史同期均值(0.2%)。分项数据3涨4平，其中衣着、生活用品及服务、其他用品及服务价格分别上涨0.2%、0.1%和0.1%；居住、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健价格均持平。受国际油价波动影响，国内汽油价格上涨1.8%；节后出行需求回落，飞机票和旅游价格分别下降7.7%和0.3%。

核心CPI回落。10月除去食品与能源的核心CPI同比上涨0.6%，较9月回落0.2个百分点；两年平均增速回落至0.6%，为2022年2月以来的低位。

综合而言，食品价格超季节性回落、非食品价格涨幅放缓等因素拖累CPI同比涨幅，核心CPI再度走低，均反映出当前经济延续弱复苏。展望未来，在近期政策逐步落地的推动下，年末CPI或缓慢反弹转正，全年或同比上涨0.3%。

2、PPI略有反复但符合预期

PPI符合预期。10月PPI环比持平，同比回落2.6%，较9月下行0.1个百分点，与市场预期一致；同比两年平均增速(-2.0%)较9月(-0.8%)下行，四年平均增速(1.66%)则为近6个月最高。PPI有所反复，主要受国际原油、有色金属价格波动及2022年同期对比基数走高等因素影响。

生产资料连续第2个月环比上涨。从环比看，10月生产资料价格环比上涨0.1%，连续3个月保持增长；生活资料价格下降0.1%，为近4个月首度回落。从同比两年平均增速看，生活资料(0.6%)、生产资料(-2.8%)

均较 9 月有所回落。

从行业看，受国际原油和有色金属价格波动影响，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格分别上涨 2.8%、2.5%，涨幅分别回落 1.3、0.6 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格由 9 月上涨 1.2% 转为下降 0.2%；煤炭需求增加、供给偏紧，煤炭开采和洗选业价格上涨 3.4%，涨幅扩大 2.3 个百分点；钢材、水泥供应相对充足，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.6%，水泥制造价格下降 0.1%。装备制造业中，新能源乘用车价格上涨 0.1%；计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 0.3%。另外，电力热力生产和供应业价格下降 0.7%，农副食品加工业价格下降 0.4%。

短期 PPI 反复不改未来回升趋势。近期国内经济延续弱复苏，地产投资端未见明显起色，国际原油价格回落，叠加 11 月翘尾有所下行，11 月 PPI 可能还会在 -2.5% ~ -3.0% 徘徊。不过，未来支撑 PPI 回升的因素尚存，一是基数效应，二是随着增发万亿国债等政策逐步落地，财政发力一定程度上将拉动通胀端回升。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

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注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大势：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大势：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层