

### 核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

杨亚仙

分析师

SAC 执证编号：S0110522080001

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-81152627

### 相关研究

- 宏观经济周报：国内股债反弹进入后期
- 9月经济数据点评：经济温和修复，消费改善明显
- 9月外贸数据点评：出口延续改善，“量”好于“价”

- 10月CPI不及预期，主要受食品和交通和通信的拖累。同时，核心CPI同比增速结束连续三个月的水平走势，转而走弱，显示经济内生修复动能放缓。另外，10月核心CPI环比连乘基本持平于上月，但10月核心服务价格环比连乘继续较前值走弱，核心CPI内部结构变化延续上月趋势，核心服务继续构成拖累，经济内生增长动力仍偏弱，稳增长政策仍有发力必要。
- **CPI同比仍弱，食品拖累大。**10月CPI、食品CPI、非食品CPI同比分别为-0.2%、-4.0%、0.7%，较前值分别下降0.2、0.8和0个百分点。食品价格中，10月对总体CPI同比增速拖累最大的仍然是畜肉类，特别是猪肉，猪肉价格同比-30.1%，鲜菜、鲜果、水产品较上月均有所好转。从环比连乘的角度观察1-10月CPI八大分项的价格累计效应，显示价格最弱的分项仍然是食品烟酒，其次是交通和通信。
- 价格环比连乘还显示以下两点，第一，除了居住价格的其他核心服务价格恢复情况较好，略低于疫情前水平，但已较为接近；第二，除了衣着价格的其他核心商品价格恢复情况较弱，医疗保健略高于疫情期间，其他项目价格比疫情期间的表现更弱。
- **核心CPI再降，服务和商品继续逆转。**10月核心CPI同比0.6%，略低于前值，中断了连续三个月的水平修复走势；环比0.0%，较前值下降0.1个百分点，低于季节性水平，说明核心价格仍然羸弱，内需仍然疲软。价格环比连乘显示，服务CPI 1-10月较1-9月累计效应继续逆季节性减弱，对核心CPI的拖累继续增大。
- **PPI弱修复，生活资料是拖累。**10月，PPI同比为-2.6%，较前值回落0.1个百分点，符合市场预期。其中，生产资料价格同比为-3.0%，持平于前值，生活资料价格同比为-0.9%，较前值下降0.6个百分点，是拖累PPI的主要原因，其中食品类和耐用消费品类下降较大。
- **后市展望。**往后看，尽管10月物价指数较弱，但随着增发万亿国债、一揽子化债等稳增长政策的支持，物价有修复的预期。不过，政策执行及落地需要时间，短期内或仍维持低位，服务价格的放缓或指向经济内生动力不强，稳增长政策仍有发力必要。
- **风险提示。**经济修复不及预期，海外扰动超预期。

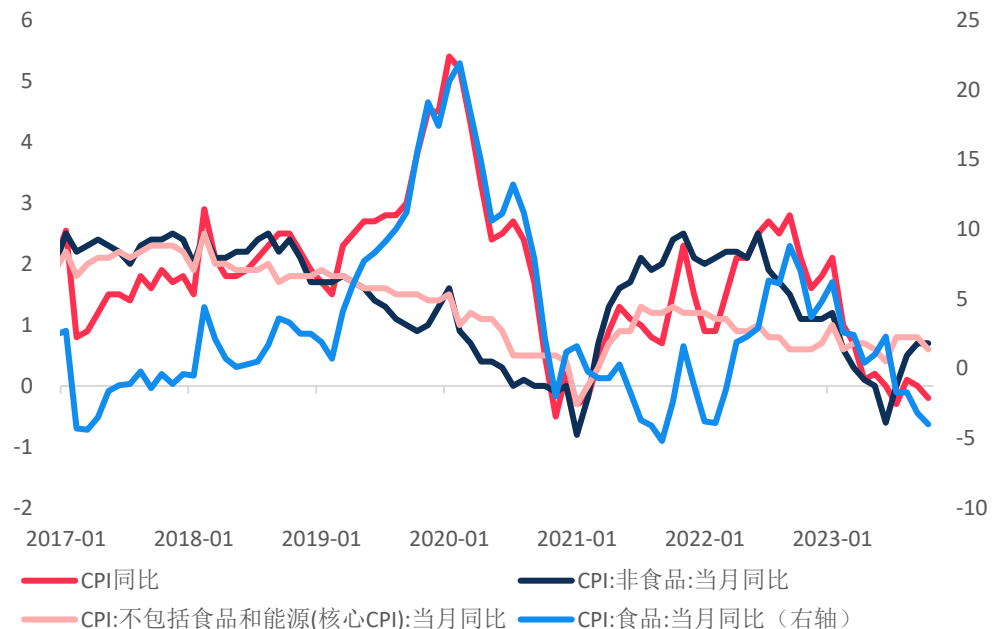
10月CPI不及预期，主要受食品和交通和通信的拖累。同时，核心CPI同比增速结束连续三个月的水平走势，转而走弱，显示经济内生修复动能放缓。另外，10月核心CPI环比连乘基本持平于上月，但10月核心服务价格环比连乘继续较前值走弱，核心CPI内部结构变化延续上月趋势，核心服务继续构成拖累，经济内生增长动力仍偏弱，稳增长政策仍有发力必要。

## 1 CPI同比仍弱，食品拖累大

10月CPI同比增速小幅回落，不及市场预期，其中食品价格拖累较大，非食品CPI同比增速持平于上月，核心CPI同比增速小幅回落。

具体来说，10月CPI、食品CPI、非食品CPI同比分别为-0.2%、-4.0%、0.7%，较前值分别下降0.2、0.8和0个百分点。核心CPI同比小幅回落0.2个百分点至0.6%，结束了连续三个月的水平走势。

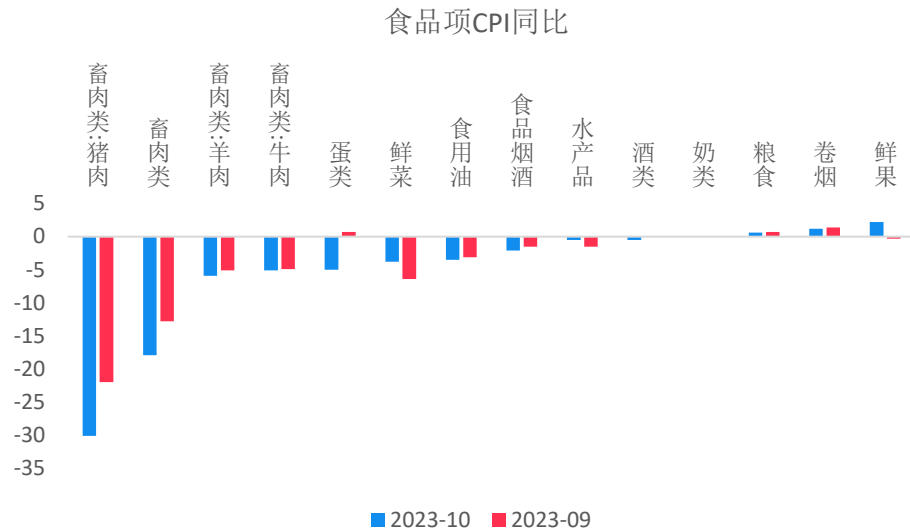
图1: CPI同比弱(%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

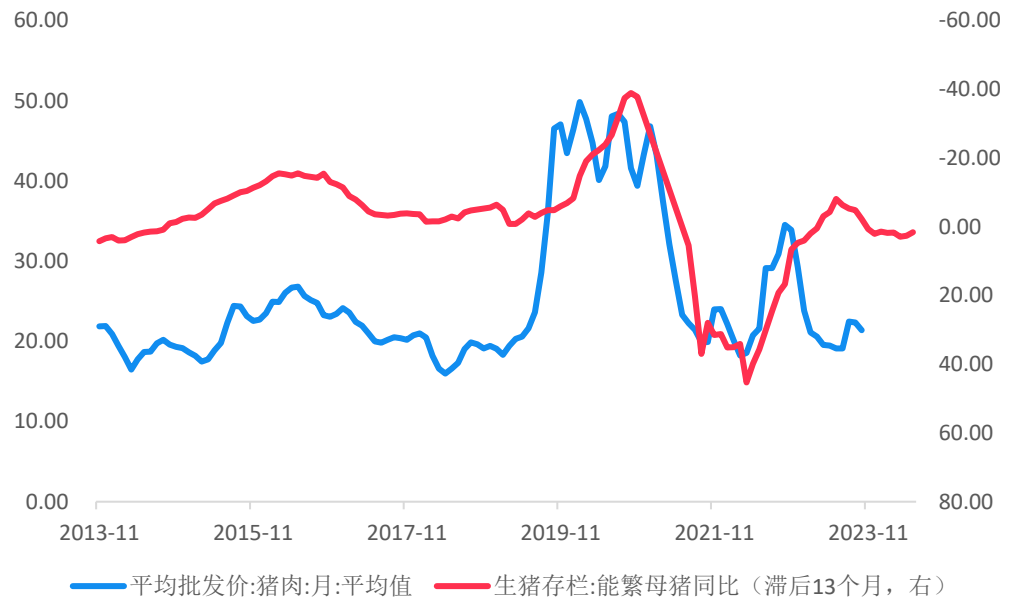
食品价格中，10月对总体CPI同比增速拖累最大的仍然是畜肉类，特别是猪肉。畜肉类价格同比-17.9%，猪肉价格同比-30.1%。猪价经历一轮较大跌幅后，与能繁母猪存栏同比的背离较大，短期内继续大跌的可能相对有限，基本维持震荡。鲜菜价格同比-3.8%，水产品价格同比-0.5%，鲜果价格同比2.2%，鲜菜、鲜果、水产品较上月均有所好转。

图 2：食品项 CPI 同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

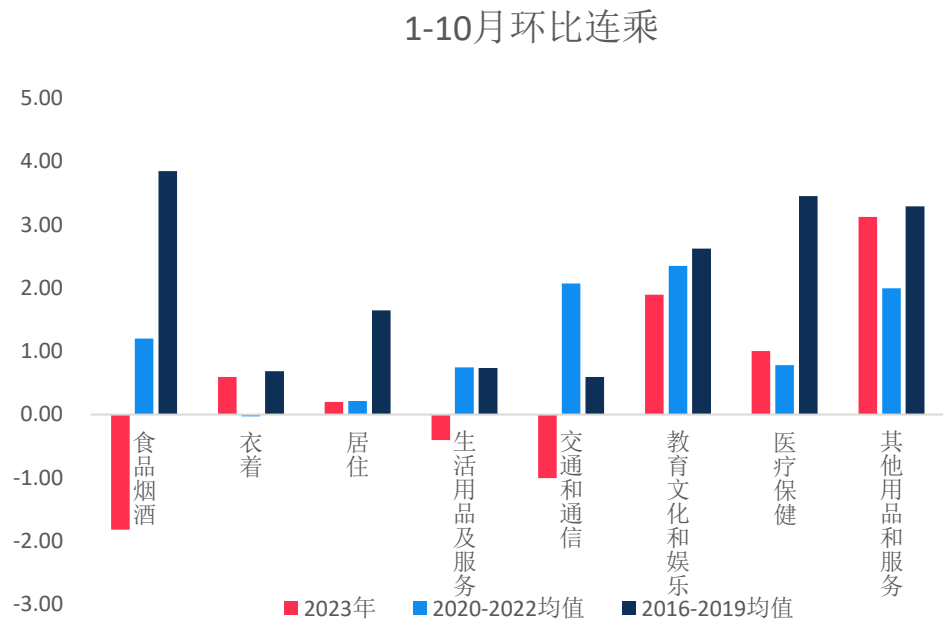
图 3：猪价后续跌幅可能有限 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

从环比连乘的角度观察 10 月 CPI 八大分项的价格累计效应，截面数据显示 10 月份，与疫情前均值情形相比，价格最弱的分项仍然是食品烟酒，其次是交通和通信。价格环比连乘还显示以下两点，其一，除了居住价格的其他核心服务价格恢复情况较好，略低于疫情前水平，但已较为接近；其二，除了衣着价格的其他核心商品价格恢复情况较弱，医疗保健略高于疫情期间，其他项目价格比疫情期间的表现更弱。

图 4：8 大分项 CPI1-10 月环比连乘（%）

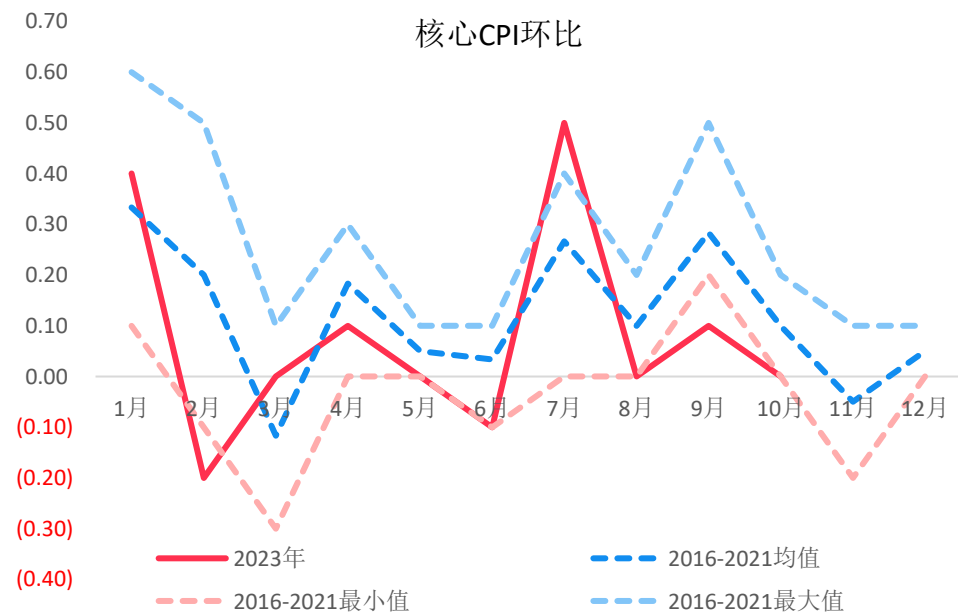


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

## 2 核心 CPI 再降，服务和商品继续逆转

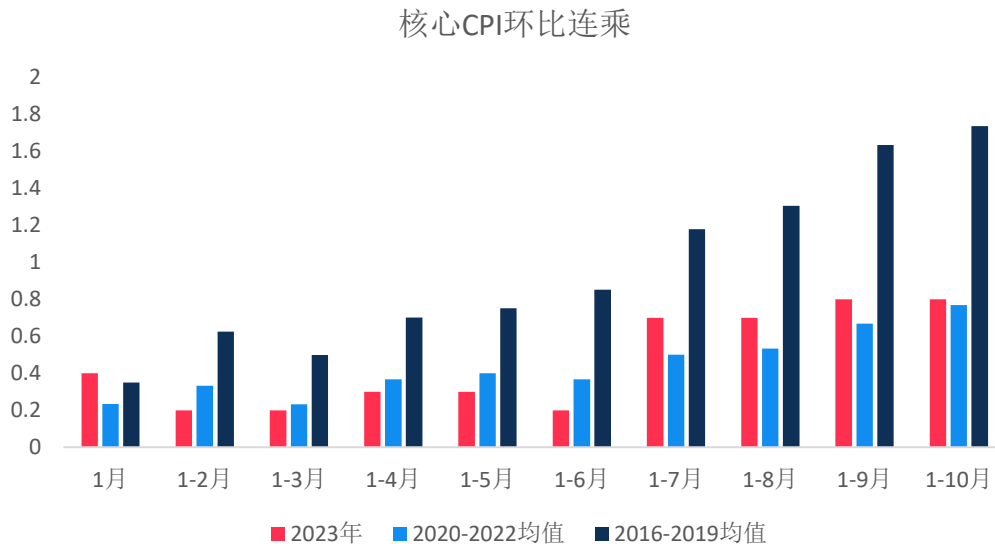
10 月核心 CPI 同比 0.6%，略低于前值，中断了连续三个月的水平修复走势；环比 0.0%，较前值下降 0.1 个百分点，低于季节性水平，说明核心价格仍然羸弱，内需仍然疲软。

图 5：核心 CPI 环比季节性（%）



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

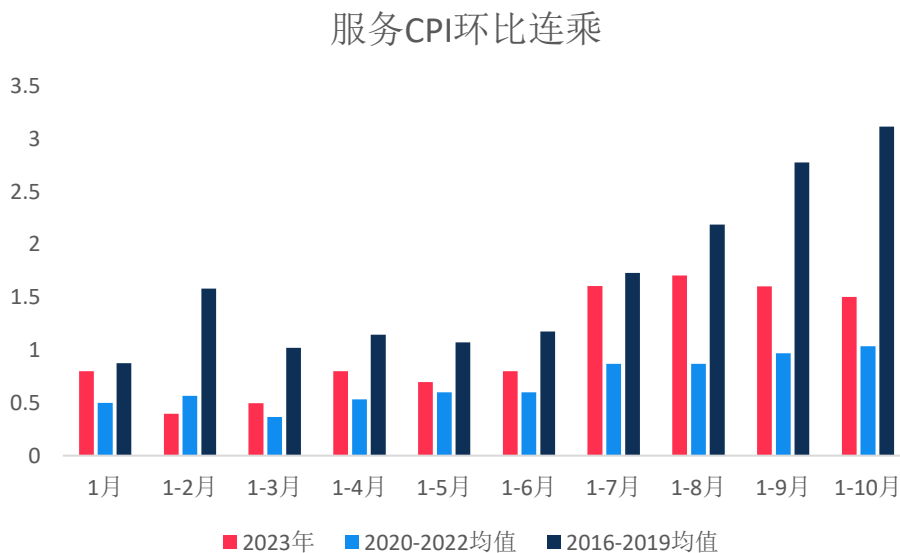
图 6: 核心 CPI 环比连乘, 未持续修复 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

价格环比连乘显示, 核心 CPI 1-10 月累计效应较上月持平, 但服务 CPI 1-10 月较 1-9 月累计效应继续逆季节性减弱, 对核心 CPI 的拖累继续增大。

图 7: 服务 CPI 环比连乘 (%)

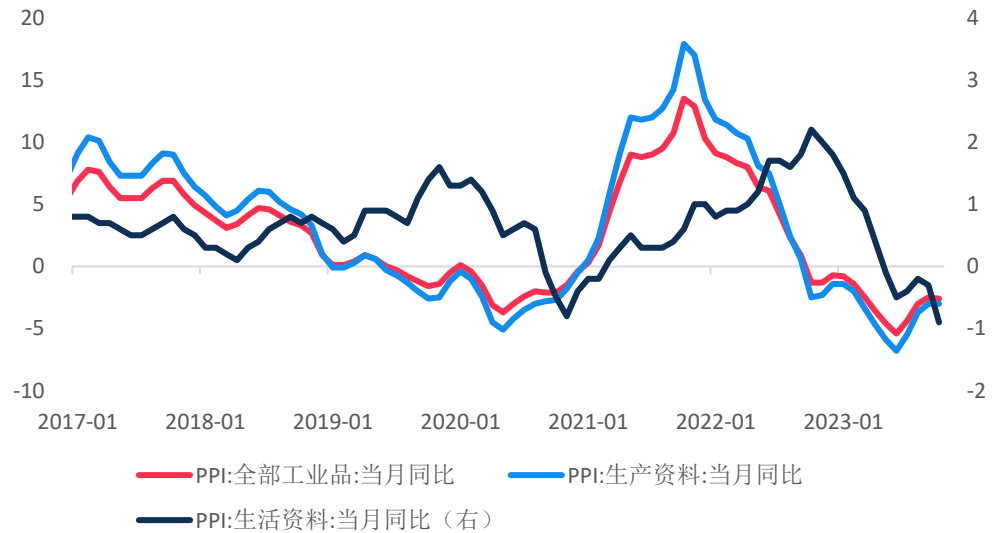


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

### 3 PPI 弱修复, 生活资料是拖累

10月，PPI同比为-2.6%，较前值回落0.1个百分点，符合市场预期。其中，生产资料价格同比为-3.0%，持平于前值，生活资料价格同比为-0.9%，较前值下降0.6个百分点，是拖累PPI的主要原因。

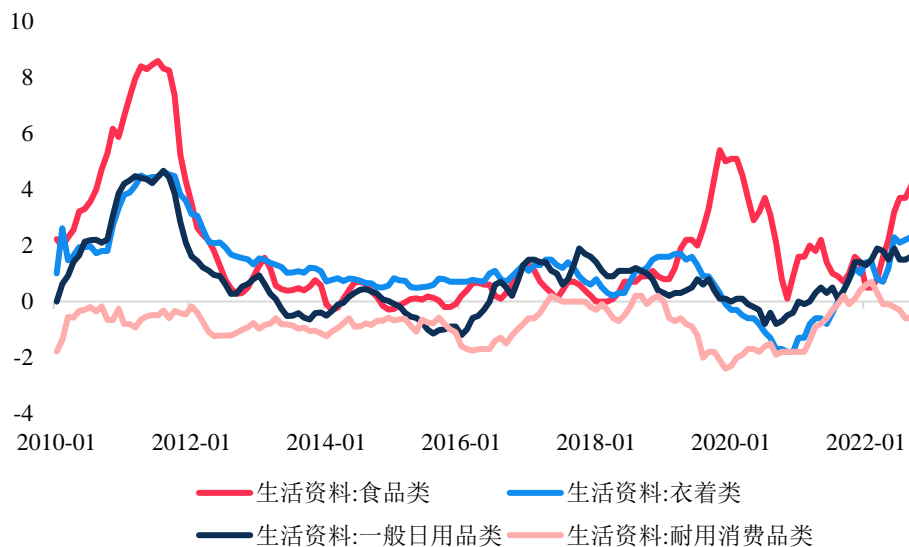
图8：PPI同比降幅放缓，生活资料是主要拖累（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

生活资料PPI分项均呈现下降趋势，其中食品类和耐用消费品类下降较大，同比分别为-1.2%和-2.0%，较前值分别下降0.9和0.8个百分点，一般日用品类和衣着类同比均为0.4%，较前值分别下降0.3和0.4个百分点。

图9：生活资料PPI同比（%）

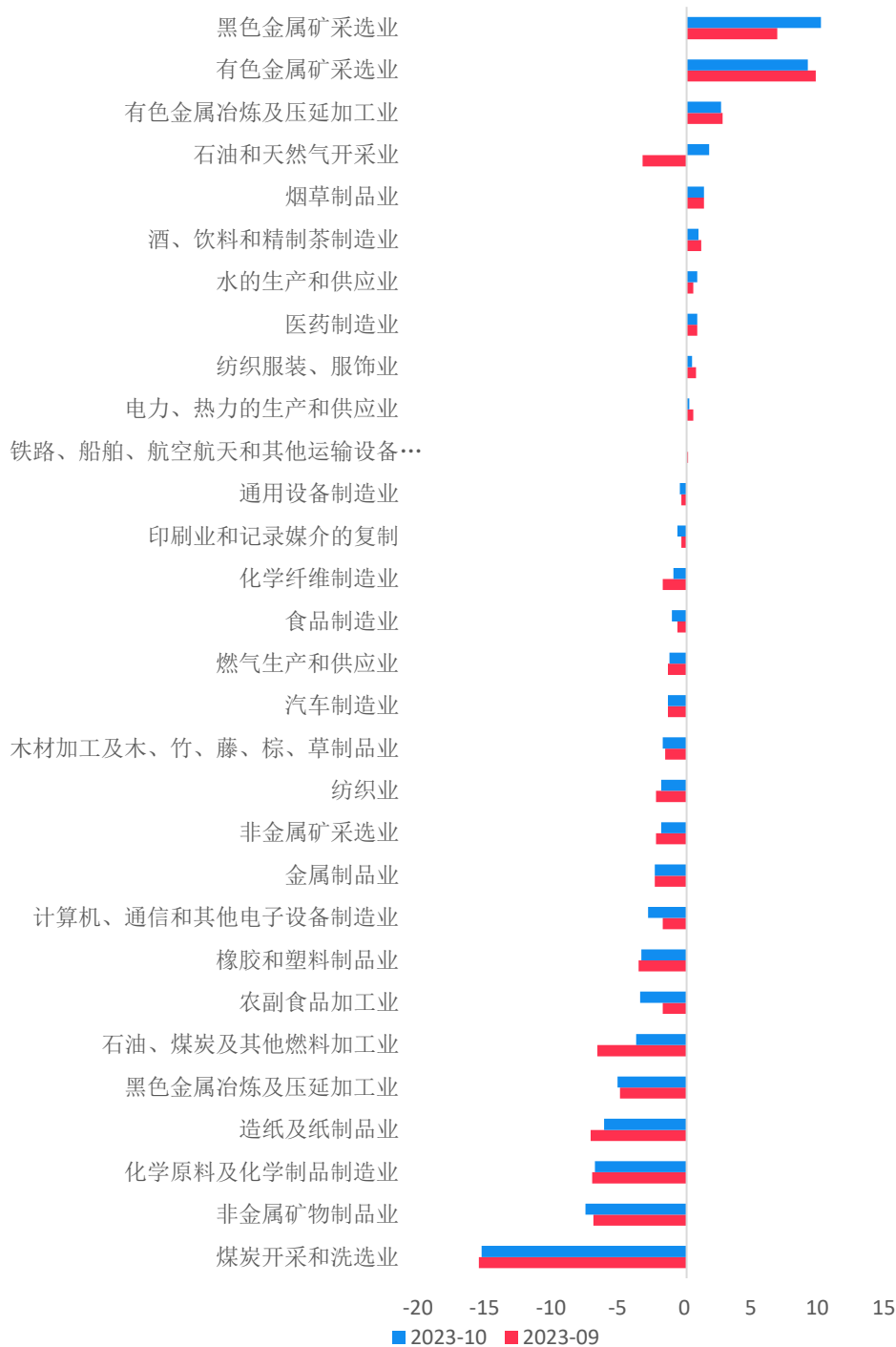


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

主要行业价格同比有升有降，煤炭开采和洗选业同比下降15.4%，较前值上升0.2

个百分点；化学原料和化学制品制造业同比下降 6.9%，较前值上升 0.2 个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业同比下降 3.8%，较前值上升 2.9 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业同比下降 5.2%，较前值下降 0.2 个百分点；石油和天然气开采业同比转正至 1.7%，较前值上升 5.0 个百分点。

图 10：分行业 PPI 同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

## 4 后市展望

尽管 10 月物价指数较弱，但随着增发万亿国债、一揽子化债等稳增长政策的支持，物价有修复的预期。不过政策执行及落地需要时间，短期内或仍维持低位，服务价格的放缓或指向经济内生动力不强，往后看，稳增长政策仍有发力必要。

## 5 风险提示

经济修复不及预期，海外扰动超预期。



## 分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，宏观分析师，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

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，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，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、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现