

10月通胀点评

关注促进物价合理回升的相关措施

10月通胀同比增速整体较9月继续小幅下行；CPI同比增速偏低，主要受到食品价格和国际能源价格的影响；但从2024年1-10月累计同比增速看，交通通信、食品烟酒和居住价格偏低，背后或有行业供求结构的影响，促进物价合理回升或从相关行业入手；PPI环比增速继续下降有国际大宗商品价格下降的影响，但需要关注在中期内外需波动可能对我国生产端造成的冲击；短期建议关注11月生产端补库存的情况。

- 10月CPI环比增速-0.3%，同比增长0.3%，核心CPI同比增长0.2%，服务价格同比增长0.4%，消费品价格同比上升0.2%。
- 从分项看，10月同比增速较高的是其他用品和服务(4.7%)、食品烟酒(2.0%)、衣着(1.1%)、医疗保健(1.1%)和教育文化娱乐(0.8%)，同比负增长的是交通通信和居住，同比增速较9月上升的仅有其他用品及服务和教育文化娱乐，较9月下降较多的是交通通信、食品烟酒和衣着。
- 食品是10月CPI同比走低的主要原因。10月CPI同比增速较9月下降0.1个百分点，核心CPI较9月上升0.1个百分点。从环比看，猪肉、鲜菜、水产品 and 鲜果本月合计影响CPI环比总降幅七成左右，汽油价格影响CPI环比总降幅两成左右。短期来看，未来三个月是春节假期前的消费旺季，内需或对CPI同比增速有一定正面影响，但考虑到去年同期基数整体水平不低，预计CPI同比增速上行空间或相对受限。从政策导向看，央行三季度货币政策执行报告中提到“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”，我们维持9月通胀点评报告中的观点，认为部分行业价格改革可能适时出台。从2024年1-10月各分项累计同比增速看，对CPI累计同比增速拖累较大的分项是交通通信、食品烟酒和居住，虽然一定程度上意味着2025年上述分项的基数较低，但同时也表明相关行业的供求结构可能存在调整空间。
- 10月PPI环比下降0.1%，同比下降2.9%，PIRM同比下降2.7%。
- 从同比看，根据统计局官方数据，调查的主要行业中，价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，石油煤炭及其他燃料加工业，煤炭开采和洗选业，化学原料和化学制品制造业，农副食品加工业，汽车制造业；价格降幅收窄的有黑色金属冶炼和压延加工业，非金属矿物制品业，电气机械和器材制造业；上述9个行业合计影响PPI同比下降约2.43个百分点，超过总降幅的八成，对PPI的下拉作用比上月扩大0.21个百分点。
- 关注11月生产端补库存的情况。10月PPI同比增速下行、环比降幅收窄，其中有国际大宗商品价格总体波动下行的拖累，也有国内一揽子增量政策落地显效等因素的正面拉动。2024年我国经济整体呈现外需好于内需、生产强于需求的特点，但2025年全球经济增长可能承压，以美国为首的贸易保护倾向可能抬头，或对我国的外贸和生产产生直接影响。短期建议关注11月生产端补库存的情况，可能一定程度上能够反映生产端对未来经济活动的信心。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《化债如期出台，关注政策节奏》20241109

《货币政策工具箱扩容》20241109

《1-10月进出口数据点评》20241109

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

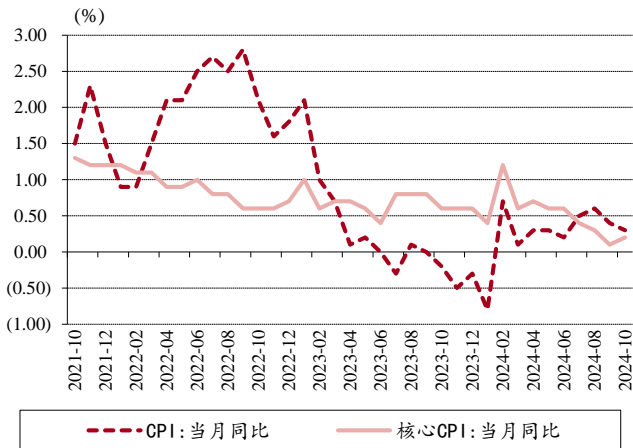
10月CPI同比增速低于市场预期。10月CPI环比增速-0.3%，增速较9月下降0.3个百分点。从分项看，10月环比上涨的有其他用品和服务(1.1%)、教育文化娱乐(0.2%)和生活用品及服务(0.1%)，环比下降的有食品烟酒(-0.8%)和交通通信(-0.7%)；10月分项中较9月环比增速上升的有其他用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、居住和生活用品及服务，环比增速下降的是食品烟酒和衣着。10月CPI同比增长0.3%，较9月下降0.1个百分点，核心CPI同比增长0.2%，较9月上升0.1个百分点，服务价格同比增长0.4%，较9月上升0.2个百分点，消费品价格同比上升0.2%，较9月下降0.3个百分点。从分项看，10月同比增速较高的是其他用品和服务(4.7%)、食品烟酒(2.0%)、衣着(1.1%)、医疗保健(1.1%)和教育文化娱乐(0.8%)，同比负增长的是交通通信和居住，同比增速较9月上升的仅有其他用品及服务和教育文化娱乐，较9月下降较多的是交通通信、食品烟酒和衣着。10月份，消费市场运行总体平稳，食品价格高位回落，加之汽油价格下行，CPI同比增速较9月小幅下降，据测算，在10月份0.3%的CPI同比变动中，翘尾影响约为-0.4个百分点，今年价格变动的总影响约为0.7个百分点。

食品价格对10月CPI增速拖累显著。食品分项中，天气晴好利于鲜活食品生产储运，叠加前期受极端天气等影响价格上涨较多，猪肉、鲜菜、水产品与鲜果本月合计影响CPI环比下降约0.20个百分点，占CPI环比总降幅七成左右。从环比看，10月食品价格由上月上涨0.8%转为下降1.2%，低于近十年同期平均水平，是影响CPI环比下降的主要因素；从同比看，食品价格上涨2.9%，涨幅比上月回落0.4个百分点。食品中，鲜菜、猪肉和鲜果价格同比分别上涨21.6%、14.2%和4.7%，涨幅均有回落；牛肉、羊肉、食用油和鸡蛋价格降幅在2.7%-13.4%之间。

非食品中能源延续偏弱。从环比看，10月非食品价格由上月下降0.2%转为持平；从同比看，非食品价格下降0.3%，降幅比上月扩大0.1个百分点。受国际油价波动影响，本月国内汽油价格两次上调，但幅度较小，全月均价环比增速仍较上月下降1.5%，影响CPI环比下降约0.05个百分点，占CPI环比总降幅两成左右；国庆期间出游需求增加，宾馆住宿和旅游价环比上涨。扣除能源的工业消费品价格同比下降0.2%，降幅与上月相同。

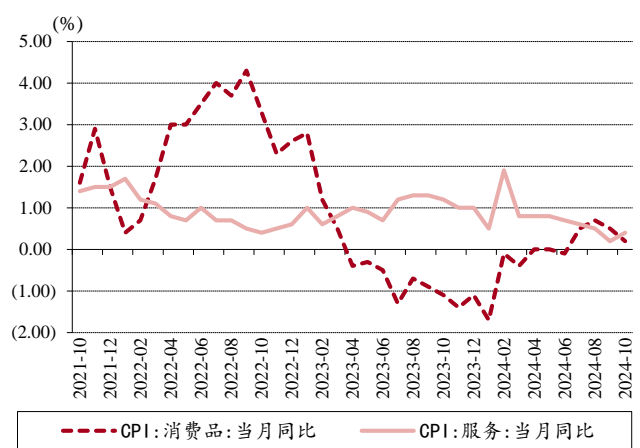
食品是10月CPI同比走低的主要原因。10月CPI同比增速较9月下降0.1个百分点，核心CPI较9月上升0.1个百分点。从环比看，猪肉、鲜菜、水产品与鲜果本月合计影响CPI环比总降幅七成左右，汽油价格影响CPI环比总降幅两成左右。短期来看，未来三个月是春节假期前的消费旺季，内需或对CPI同比增速有一定正面影响，但考虑到去年同期基数整体水平不低，预计CPI同比增速上行空间或相对受限。从政策导向看，央行三季度货币政策执行报告中提到“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”，我们维持9月通胀点评报告中的观点，认为部分行业价格改革可能适时出台。从2024年1-10月各分项累计同比增速看，对CPI累计同比增速拖累较大的分项是交通通信、食品烟酒和居住，虽然一定程度上意味着2025年上述分项的基数较低，但同时也表明相关行业的供求结构可能存在调整空间。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



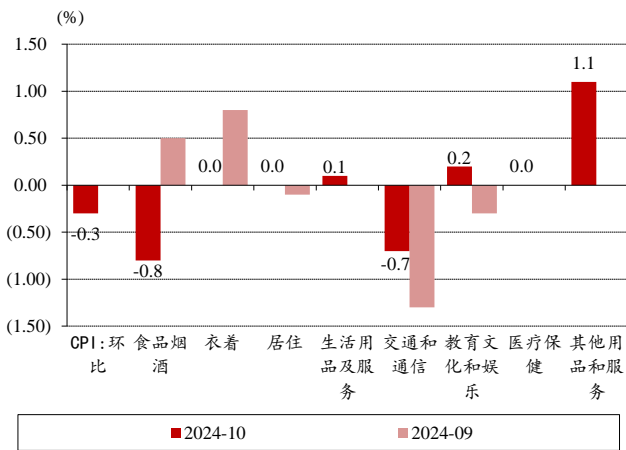
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



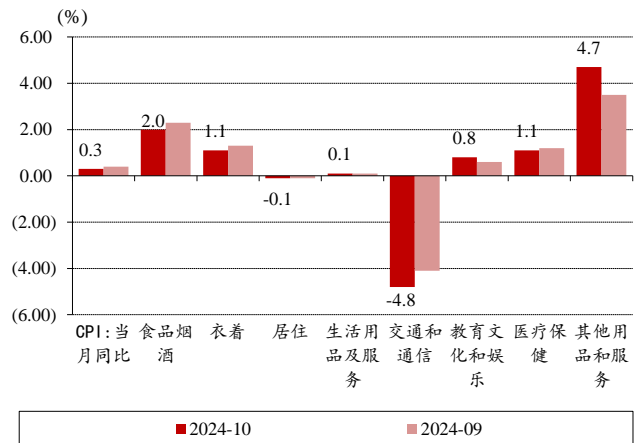
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



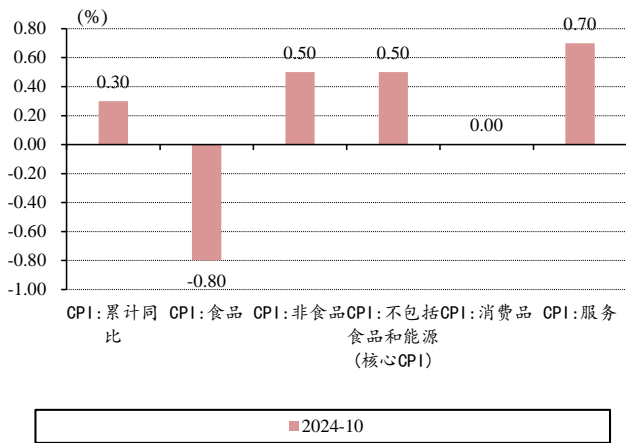
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. CPI 同比走势



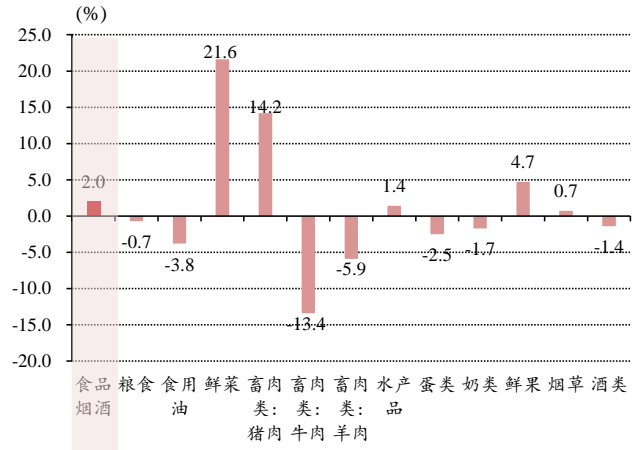
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 10 月 CPI 各分类累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 10 月食品烟酒分项中类同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

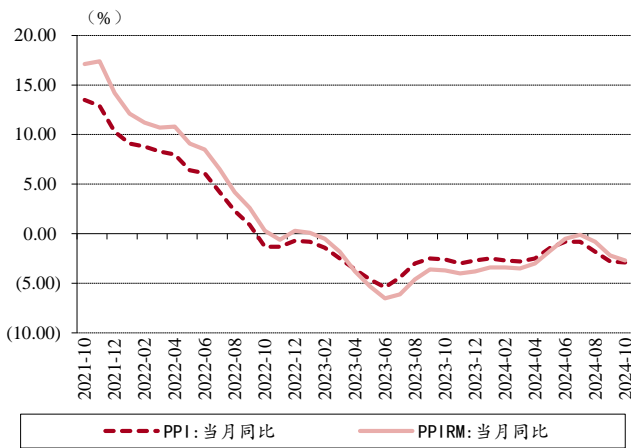
PPI

PPI 环比连续五个月负增长。10 月 PPI 环比下降 0.1%，其中生产资料环比上升 0.1%，生活资料环比下降 0.4%。10 月 PPI 同比下降 2.9%，较 9 月下降 0.1 个百分点，其中生产资料同比下降 3.3%，较 9 月持平，生活资料同比下降 1.6%，较 9 月下降 0.3 个百分点。PPIRM 同比下降 2.7%，较 9 月下降 0.5 个百分点，从构成来看，10 月同比增速仍以下降为主，同比增速下降较多的是黑色金属(-6.9%)，燃料动力(-6.2%)，化工原料(-5.3%)，农副产品类(-4.5%)和建筑材料类(-4.1%)，同比增速上升的是有色金属(9.3%)；同比增速较 9 月下降较多的品类包括燃料动力、化工原料、木材纸浆、农副产品等，增速较 9 月上升的仅有有色金属和建筑材料。据测算，在 10 月份-2.9%的 PPI 同比变动中，翘尾影响约为-0.5 个百分点，今年价格变动的新影响约为-2.4 个百分点。

生产资料环比回落幅度加大是拖累 PPI 同比增速下行的主要原因。10 月生产资料价格中，采掘业环比下降 0.3%，原材料业环比下降 0.4%，加工业环比上升 0.3%。10 月份，国际大宗商品价格总体波动下行，但在一揽子增量政策落地显效等因素带动下，国内部分工业品需求恢复，PPI 环比降幅明显收窄，同比降幅微扩。扩大内需等一揽子增量政策落地显效，建筑需求有所改善，钢材、水泥等价格止跌回升，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比连续下降 4 个月后转为上涨，非金属矿物制品业价格环比连续下降 3 个月后转为上涨，部分非电行业用煤及北方地区供暖用煤需求增加，煤炭开采和洗选业价格由上月下降转为上涨，国际有色金属价格上行，带动国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨。从同比看，根据统计局官方数据，调查的主要行业中，价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，石油煤炭及其他燃料加工业，煤炭开采和洗选业，化学原料和化学制品制造业，农副食品加工业，汽车制造业；价格降幅收窄的有黑色金属冶炼和压延加工业，非金属矿物制品业，电气机械和器材制造业；上述 9 个行业合计影响 PPI 同比下降约 2.43 个百分点，超过总降幅的八成，对 PPI 的下拉作用比上月扩大 0.21 个百分点。

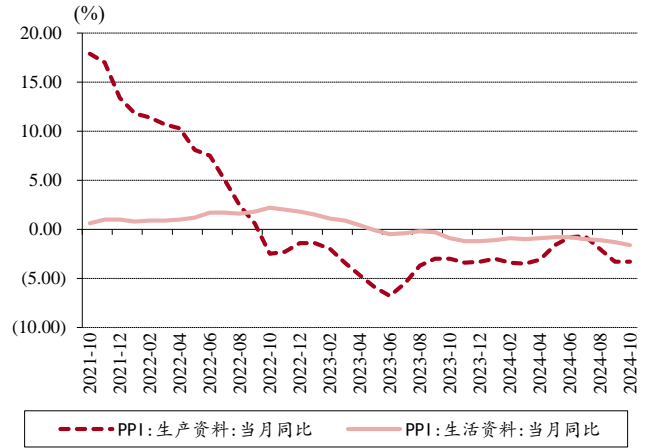
关注 11 月生产端补库存的情况。10 月 PPI 同比增速下行、环比降幅收窄，其中有国际大宗商品价格总体波动下行的拖累，也有国内一揽子增量政策落地显效等因素的正面拉动。2024 年我国经济整体呈现外需好于内需、生产强于需求的特点，但 2025 年全球经济增长可能承压，以美国为首的贸易保护倾向可能抬头，或对我国的外贸和生产产生直接影响。短期建议关注 11 月生产端补库存的情况，可能一定程度上能够反映生产端对未来经济活动的信心。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



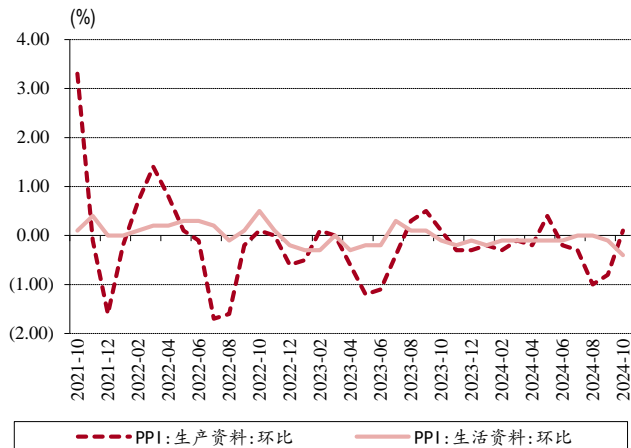
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



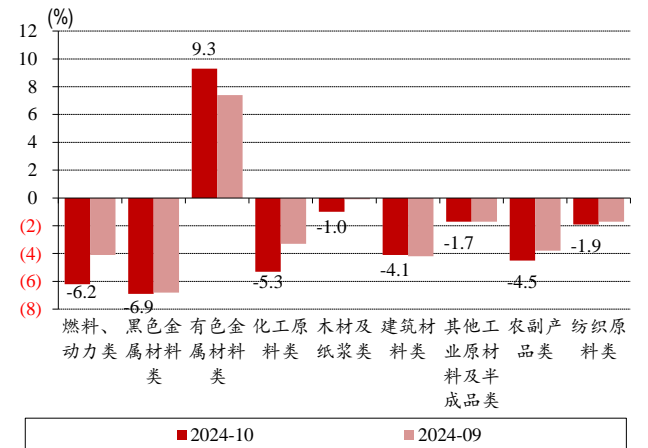
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



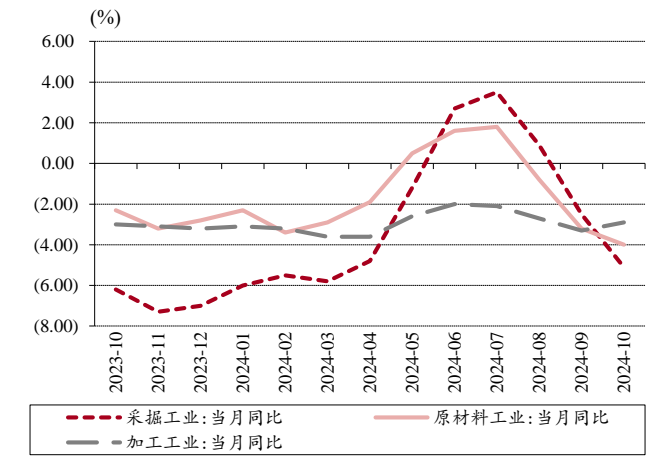
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



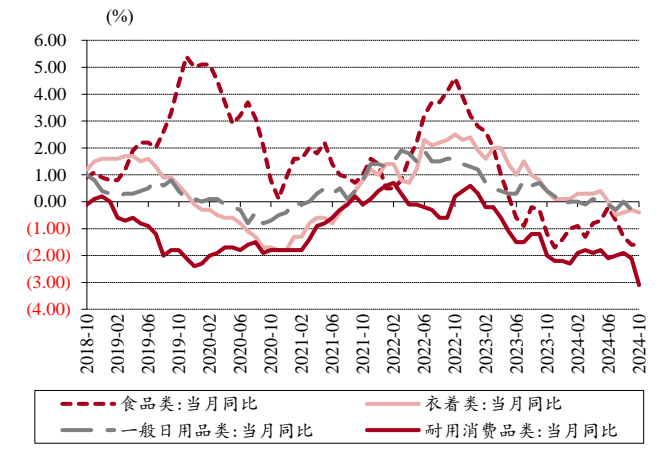
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格同比走势



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球通胀回落偏慢; 欧美经济回落速度偏快; 国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371