

固定收益研究

食品项拖累使 CPI 再次负增——10 月通胀数据点评

数据: 10 月份 CPI 同比-0.2%，前值 0%；环比-0.1%，前值 0.2%；核心 CPI 同比 0.6%，前值 0.8%；PPI 同比-2.6%，前值-2.5%，环比 0%，前值 0.4%。

要点: 10 月份，CPI 同比为-0.2%，继 8 月 0.1%，9 月 0%之后再次回到了负区间，印证了我们在上月报告《CPI 仍处于磨底过程中——9 月通胀数据点评》中阐述的观点：当前经济复苏仍不稳固，从 4 月份以来，CPI 同比就一直在 0%附近，仍处于磨底过程中。另外，10 月 CPI 环比为-0.1%，前值为 0.2%，继续下降 0.3 个百分点，10 月 CPI 环比仍低于历史（2012-2022 年）同期均值，延续了 6 月以来的趋势。

拆分看，10 月 CPI 食品项同比为-4%，前值为-3.2%，降幅继续扩大，是 CPI 同比的主要拖累项，对 CPI 同比拉动为-0.75 个百分点（上月为-0.6 个百分点）。CPI 非食品项同比为 0.7%，与上月持平，对 CPI 同比拉动贡献也持平（同为 0.57 个百分点）。10 月 CPI 消费品项同比为-1.1%，前值为-0.9%，降幅扩大了 0.2 个百分点；CPI 服务项同比为 1.2%，前值为 1.3%，降幅扩大了 0.1 个百分点。另外，10 月核心 CPI（不包括食品和能源）同比为 0.6%，继连续三月为 0.8%后下降，低通胀特点仍在。

10 月份的 PPI 有点出人意料，同比为-2.6%，前值为-2.5%，降幅扩大 0.1 个百分点，阻断了 PPI 同比从 6 月以来不断回升的态势。环比为 0%，前值为 0.4%，也下降不少。分结构看，生产资料同比为-3.0%，与上月持平，生活资料同比为-0.9%，前值为-0.3%，大幅下降。因此主要是生活资料拖累。

当然，由于国际油价形势不明朗，后续不排除仍有上涨可能性，再叠加去年 PPI 的低基数，因此我们认为未来 PPI 降幅继续扩大的基础不存在，短期仍有震荡盘整可能，长期走势继续上行仍是大概率。

风险提示: 国内宏观经济政策不及预期；降息降准不及预期；财政政策超预期；信用事件集中爆发；CPI 与 PPI 预测值与实际值不一致的风险。

作者

分析师 李相龙

执业证书编号：S1070522040001

邮箱：lxlong@cgws.com

相关研究

- 1、《10 月外贸数据点评》2023-11-08
- 2、《中国的“李嘉图等价”是否成立？—宏观经济专题报告》2023-11-07
- 3、《十一月债券投资分析报告》2023-11-06

内容目录

1. CPI 为负主要是食品项拖累	3
2. PPI 降幅再次下探	5
3. 风险提示	6

图表目录

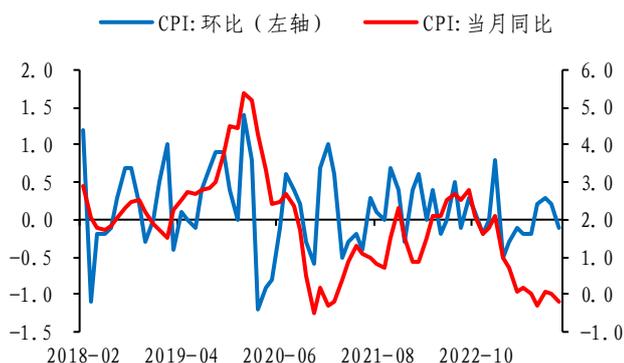
图表 1: CPI 同比与环比 (%)	3
图表 2: CPI 环比与往年均值对比 (%)	3
图表 3: 食品项 CPI 与非食品项 CPI 同比 (%)	3
图表 4: 消费品 CPI 与服务 CPI 同比 (%)	3
图表 5: 部分蔬菜、水果、猪肉价格 (元/公斤)	4
图表 6: 各分项对 CPI 食品同比拉动 (%)	4
图表 7: 非食品 CPI 同比细项拉动 (%)	4
图表 8: CPI 居住项和房租项同比 (%)	4
图表 9: CPI 交通通信和原油 (%)	5
图表 10: CPI 食品和猪肉月均值 (%)	5
图表 11: PPI 生产资料和生活资料同比 (%)	5
图表 12: CRB 同比领先 PPI 同比约 3 个月 (%)	5
图表 13: PPI 同比和国际油价同比 (%)	6
图表 14: 部分 PPI 有色金属和黑色金属类环比 (%)	6

1. CPI 为负主要是食品项拖累

10 月份，CPI 同比为-0.2%，继 8 月 0.1%，9 月 0%之后再次回到了负区间，印证了我们在上月报告《CPI 仍处于磨底过程中——9 月通胀数据点评》中阐述的观点：当前经济复苏仍不稳固，从 4 月份以来，CPI 同比就一直在 0%附近，仍处于磨底过程中。另外，10 月 CPI 环比为-0.1%，前值为 0.2%，继续下降 0.3 个百分点，10 月 CPI 环比仍低于历史（2012-2022 年）同期均值，延续了 6 月以来的趋势。

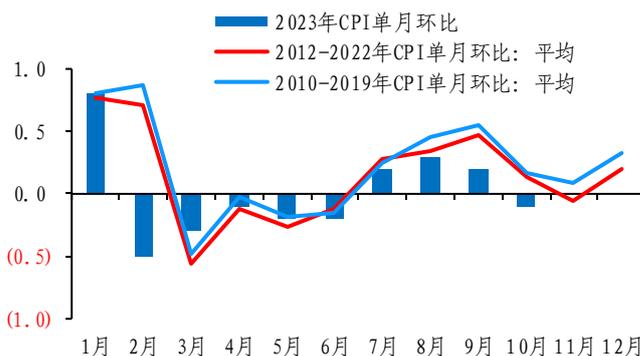
拆分看，10 月 CPI 食品项同比为-4%，前值为-3.2%，降幅继续扩大，是 CPI 同比的主要拖累项，对 CPI 同比拉动为-0.75 个百分点（上月为-0.6 个百分点）。CPI 非食品项同比为 0.7%，与上月持平，对 CPI 同比拉动贡献也持平（同为 0.57 个百分点）。10 月 CPI 消费品项同比为-1.1%，前值为-0.9%，降幅扩大了 0.2 个百分点；CPI 服务项同比为 1.2%，前值为 1.3%，降幅扩大了 0.1 个百分点。另外，10 月核心 CPI（不包括食品和能源）同比为 0.6%，继连续三月为 0.8%后下降，低通胀特点仍在。

图表1: CPI 同比与环比 (%)



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

图表2: CPI 环比与往年均值对比 (%)



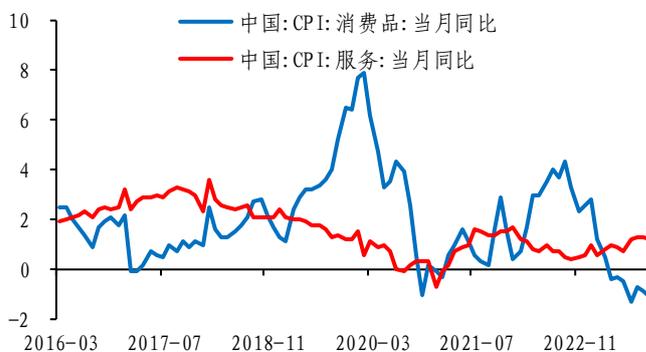
资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

图表3: 食品项 CPI 与非食品项 CPI 同比 (%)



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

图表4: 消费品 CPI 与服务 CPI 同比 (%)



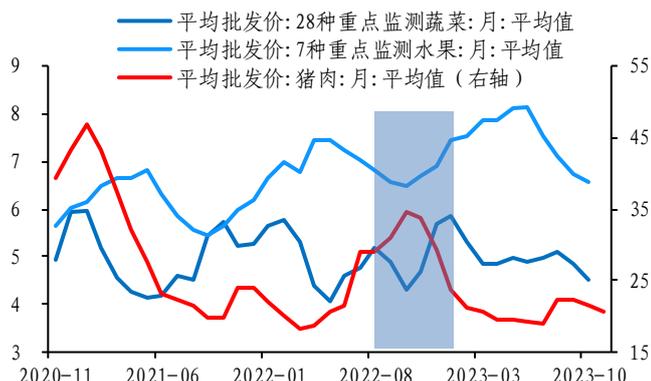
资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

对于食品项 CPI，10 月同比为-4%，猪肉是最大拖累项，其次是蛋类和鲜菜。猪肉同比增速为-30.1%，前值为-22%，降幅继续扩大，对 CPI 同比贡献为-0.55 个百分点，也在下滑（9 月贡献为-0.37 个百分点）；猪肉环比为-2%，前值为 0.2%，降到负区间。另外，鲜菜和蛋类对 CPI 同比也有负贡献：10 月蛋类同比为-5.0%，环比为-3.6%，对 CPI 同

比贡献为-0.04 百分点（前值为 0.01）；10 月鲜菜同比为-3.8%，虽与前值-6.4%相比略有提升，但环比为-1.9%，由正转负（9 月环比为 3.3%），且对 CPI 同比拉动项为-0.08 个百分点。

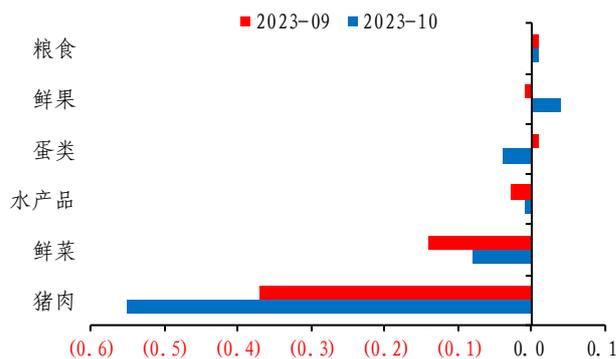
由于当前北方气温下降，东北地区受降雪影响，生猪出栏有限，屠宰企业采购难度加大，临近立冬，终端猪肉需求增加，下游备货量增加，因此后续对猪价上涨或有一定支撑，但由于去年同期猪肉的高基数，猪肉同比在一段时间内仍很难回正。

图表5: 部分蔬菜、水果、猪肉价格(元/公斤)



资料来源: WIND,农业农村部,长城证券产业金融研究院

图表6: 各分项对CPI食品同比拉动(%)

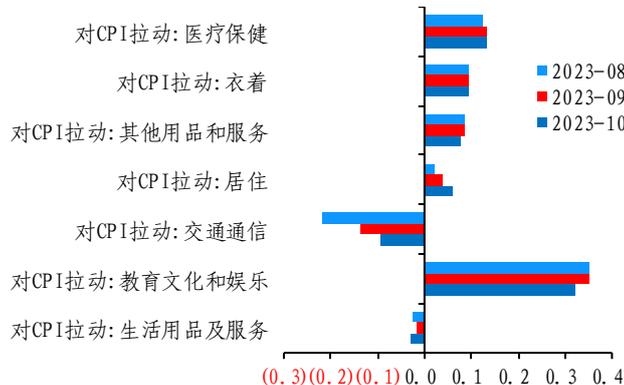


资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

再来看非食品项。主要对 CPI 同比有正贡献的是医疗保健和教育文化娱乐，同比分别为 1.3%和 2.3%，分别拉动 CPI 的 0.13 个百分点（前值为 0.13）和 0.32 个百分点（前值为 0.35）。其中教育文化娱乐中的旅游项同比增速为 11%，仍在高位，环比为-0.3%，教育服务同比增速为 1.8%；医疗保健中的中药同比为 7.4%，环比为 0.2%，医疗服务同比为 1.2%。另外交通通信同比增速为-0.9%，降幅继续缩窄（前值为-1.3%），对 CPI 同比的拉动为-0.09 个百分点（前值为-0.14），值得一提的是交通工具用燃料环比涨幅为 1.8%，是所有 CPI 分项中最高的，背后反映的是 10 月油价的上涨，但当前油价已有回调，因此后续环比涨幅或会下降。

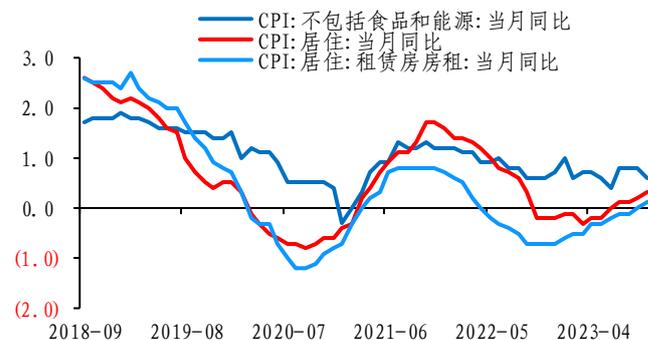
对于 CPI 居住项，10 月同比为 0.3%，在前值 0.2%基础上继续回升，其中房租同比 0.1%，环比-0.1%，水电燃料同比为 0.6%，可见居住项的回升主要还是靠水电燃料拉动，并非只是房租项。

图表7: 非食品CPI同比细项拉动(%)



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

图表8: CPI居住项和房租项同比(%)



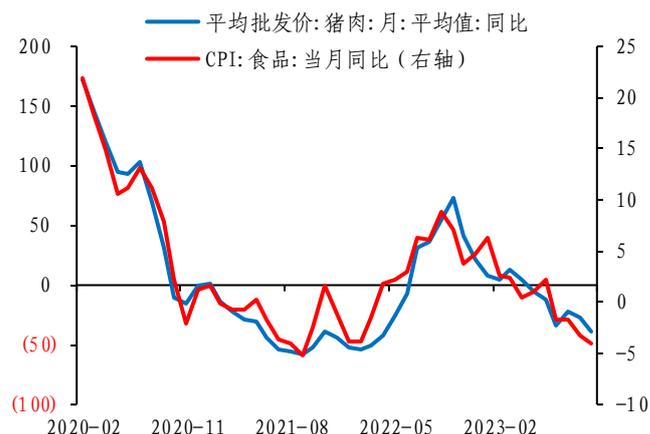
资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

图表9: CPI交通通信和原油 (%)



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

图表10: CPI食品和猪肉月均值(%)



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

2. PPI 降幅再次下探

10 月份的 PPI 有点出人意料, 同比为-2.6%, 前值为-2.5%, 降幅扩大 0.1 个百分点, 阻断了 PPI 同比从 6 月以来不断回升的态势。环比为 0%, 前值为 0.4%, 也下降不少。分结构看, 生产资料同比为-3.0%, 与上月持平, 生活资料同比为-0.9%, 前值为-0.3%, 大幅下降。因此主要是生活资料拖累。

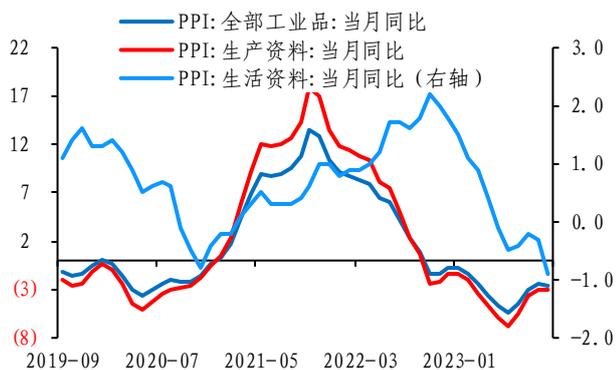
分细项来看, 先看同比, 主要是黑色金属矿采选业和有色金属矿采选业支撑, 同比分别为 10.1%和 9.1%; 煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、化学原料和化学制品制造业、造纸和纸制品业同比分别为-15.4%, -7.6%、-6.9%、-6.2%, 是同比跌幅最大的前四项。

再看环比, 虽然煤炭开采和洗选业同比为-15.4%, 但降幅与前值相比有所收窄(前值为-15.6%), 且环比为 3.4%; 电力热力生产和供应业、黑色金属冶炼和压延加工业、农副食品加工业环比分别为-0.7%、-0.6%、-0.4%, 是环比降幅最大的前三项。另外, 10 月份, 统计局公布的 30 个行业中价格环比下滑的行业又扩大到 11 个(9 月为 7 个, 8 月 12 个, 7 月 15 个)。在一定程度上反映了 PPI 同比降幅扩大的原因。

当然, 由于国际油价形势不明朗, 后续不排除仍有上涨可能性, 再叠加去年 PPI 的低基数, 因此我们认为未来 PPI 降幅继续扩大的基础不存在, 短期仍有震荡盘整可能, 长期走势继续上行仍是大概率。

图表11: PPI 生产资料和生活资料同比 (%)

图表12: CRB 同比领先 PPI 同比约 3 个月 (%)



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院



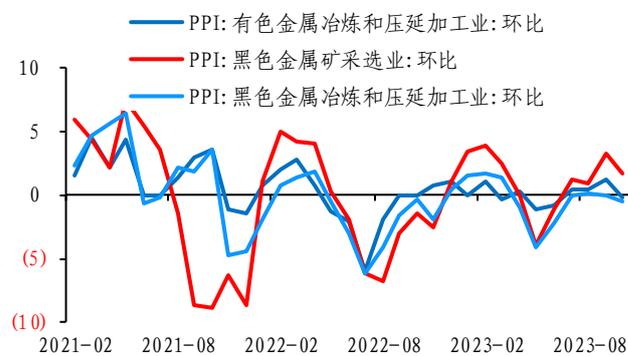
资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

图表13: PPI同比和国际油价同比 (%)

图表14: 部分 PPI 有色金属和黑色金属类环比 (%)



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院



资料来源: WIND,国家统计局,长城证券产业金融研究院

3.风险提示

国内宏观经济政策不及预期; 降息降准不及预期; 财政政策超预期; 信用事件集中爆发; 报告中 **CPI** 测算值与实际值不一致的风险。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686