

10 月通胀点评

通胀上行整体超预期

10 月 CPI 超出预期，主要因为鲜菜价格走高，能源价格也继续上行；关注水电燃料价格环比出现历史最高，是否会造成成本推动型通胀中枢上升；PPI 同比增速再次加速上行，既有国际输入型影响，又有高耗能产品价格走高因素；10 月下旬部分产品价格已经出现环比下降。

- 10 月 CPI 环比增长 0.7%，同比增长 1.5%，核心 CPI 同比增长 1.3%，服务价格同比上升 1.4%，消费品价格同比上升 1.6%。同比增速较 9 月上升较多的包括其他用品和服务、食品烟酒、交通通信等。
- 食品中，受降雨天气、夏秋换茬、局部地区疫情散发及生产运输成本增加等因素叠加影响，鲜菜价格环比上涨 16.6%，影响 CPI 环比上涨约 0.34 个百分点，占总涨幅近五成；非食品中，能源类产品价格上涨较多，其中汽油和柴油价格合计影响 CPI 上涨约 0.15 个百分点，占总涨幅两成多。
- **CPI 走高短期有季节因素，中期有成本压力。**10 月 CPI 同比增速高于预期，主要是受食品项下鲜菜价格走高等因素影响，考虑到鲜菜生产周期相对较短，我们认为受天气扰动造成的冲击因素对 CPI 的影响相对有限，但向后展望需要关注两个 CPI 上行因素。一是春节前消费旺季叠加此前猪肉价格大幅下跌、生猪集中出栏，关注春节前后猪肉价格是否环比出现上行幅度超预期，二是 10 月 CPI 中水电燃料价格环比上升 2 个百分点，涨幅为 2011 年以来历史最高，并且限产限电之后电价浮动比例上升，也会对消费品价格构成一定成本压力。
- 10 月 PPI 环比增长 2.5%，同比增长 13.5%，PPIRM 同比增长 17.1%。较 9 月同比增速上升较多的是燃料动力、建筑材料、化工原料和有色金属。
- 10 月份，受国际输入性因素叠加国内主要能源和原材料供应偏紧影响，PPI 同比增速上升再次加速。从同比看，调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 36 个，与上月相同。主要行业中，煤炭开采、石油天然气、燃料加工、黑色金属、化学原料、有色金属、化学纤维、非金属矿物八个行业合计影响 PPI 上涨约 11.38 个百分点，超过总涨幅的八成。
- **PPI 与 CPI 剪刀差继续拉大。**10 月 PPI 同比增速继续超预期，除了国际输入性因素的影响，还有国内限产限电影响了工业原材料，特别是高耗能产品的供需结构，造成对价格的推升。受 PPI 同比大幅走高影响，虽然 10 月 CPI 增速也有上行，但 PPI 与 CPI 剪刀差继续拉大。从高频数据看，10 月下旬煤炭、钢铁、有色、化学原料的价格已经出现环比回落，非金属建材价格环比增速也大幅下行，预计 PPI 同比加速上行的趋势有望遏制。另外需要关注一般日用品的提价趋势。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：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

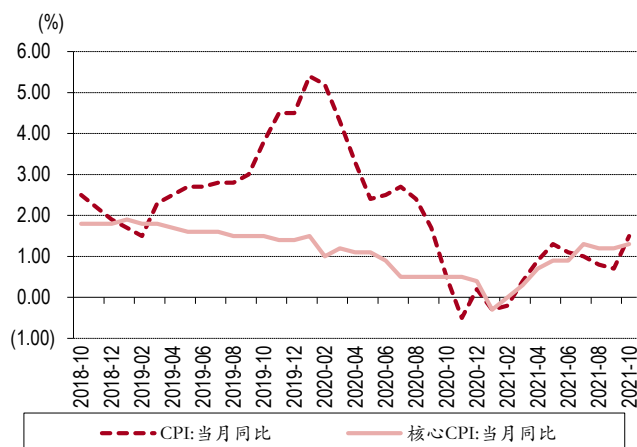
10月CPI同比增速高于预期。10月CPI环比增长0.7%，增速较9月上升0.7个百分点。从分项看，10月各项环比增速均为正增长，最弱的是其他用品和服务（0.1%），环比增速较高的是食品烟酒（1.2%）和交通通信（1%）等；10月分项中较9月环比增速上升的是食品烟酒、交通通信、生活用品及服务、居住和医疗保健，环比增速下降的是衣着、教育文化娱乐和其他用品和服务。10月CPI同比增长1.5%，较9月增速上升0.8个百分点，核心CPI同比增长1.3%，较9月上升0.1个百分点，服务价格同比上升1.4%，较9月持平，消费品价格同比上升1.6%，较9月同比增速上升1.4个百分点。从分项看，10月同比增速较高的还是交通通信（7%），其次是教育文化娱乐（2.9%）和居住（1.7%），仅教育文化娱乐同比增速较9月下降0.3个百分点，同比增速较9月上升较多的包括其他用品和服务、食品烟酒、交通通信等。在10月份1.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.2个百分点，上月为0；新涨价影响约为1.3个百分点，比上月扩大0.6个百分点。

食品价格上行超预期。从环比看，10月食品价格由上月下降0.7%转为上涨1.7%，影响CPI上涨约0.31个百分点；从同比看，食品价格下降2.4%，降幅比上月收窄2.8个百分点，影响CPI下降约0.45个百分点。10月食品价格的异动主要是受鲜菜价格影响，受降雨天气、夏秋换茬、局部地区疫情散发及生产运输成本增加等因素叠加影响，鲜菜价格环比上涨16.6%，影响CPI环比上涨约0.34个百分点，占总涨幅近五成；随着消费需求季节性增加，加之第二轮中央储备猪肉收储工作有序开展，猪肉价格自10月中旬起略有回升；水产品鸡蛋供应充足，价格环比下降。

非食品价格涨幅依然主要是工业消费品影响。从环比看，10月非食品价格上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.2个百分点，影响CPI上涨约0.35个百分点；从同比看，非食品价格上涨2.4%，涨幅扩大0.4个百分点，影响CPI上涨约1.97个百分点。非食品中，工业消费品价格上涨0.9%，涨幅比上月扩大0.6个百分点，主要是能源类产品价格上涨较多，其中汽油和柴油价格分别上涨4.7%和5.2%，合计影响CPI上涨约0.15个百分点，占总涨幅两成多。主要的耐用消费品中，交通工具价格表现依然略高于历史同期水平，但通信工具价格在10月环比增速大幅下降，家用电器价格环比持平。

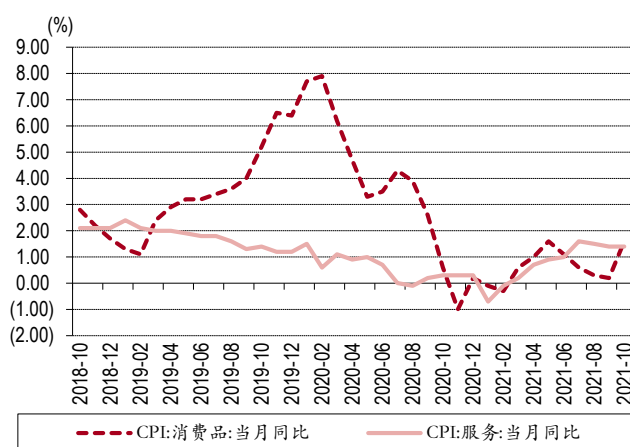
CPI走高短期有季节因素，中期有成本压力。10月CPI同比增速高于预期，主要是受食品项下鲜菜价格走高等因素影响，考虑到鲜菜生产周期相对较短，我们认为受天气扰动造成的冲击因素对CPI的影响相对有限，但向后展望需要关注两个CPI上行因素。一是春节前消费旺季叠加此前猪肉价格大幅下跌、生猪集中出栏，关注春节前后猪肉价格是否环比出现上行幅度超预期，二是10月CPI中水电燃料价格环比上升2个百分点，涨幅为2011年以来历史最高，并且限产限电之后电价浮动比例上升，也会对消费品价格构成一定成本压力。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



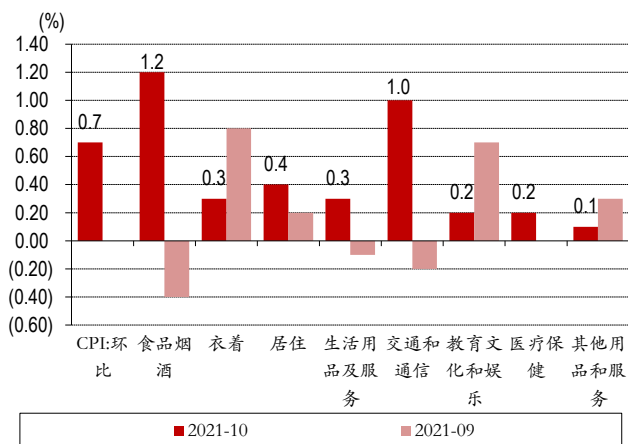
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



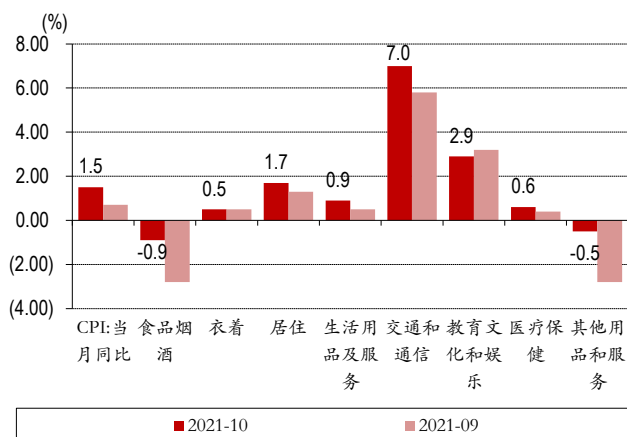
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



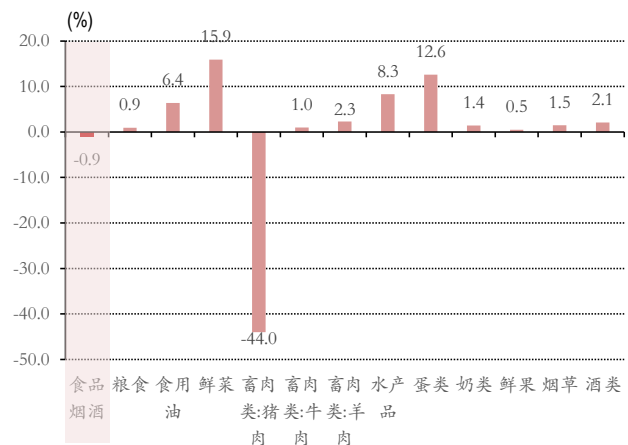
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



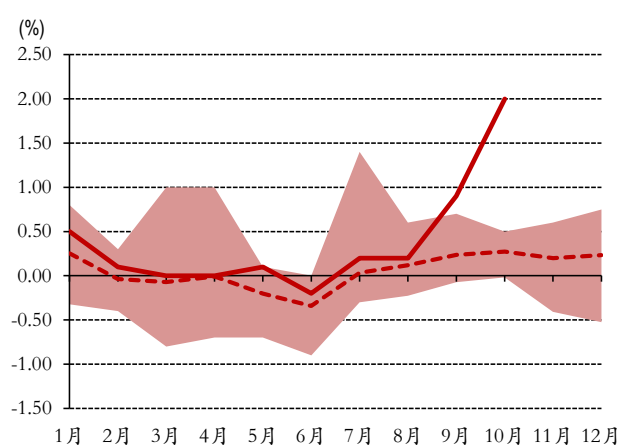
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 食品价格分化



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 水电燃料价格环比走高



资料来源：万得，中银证券

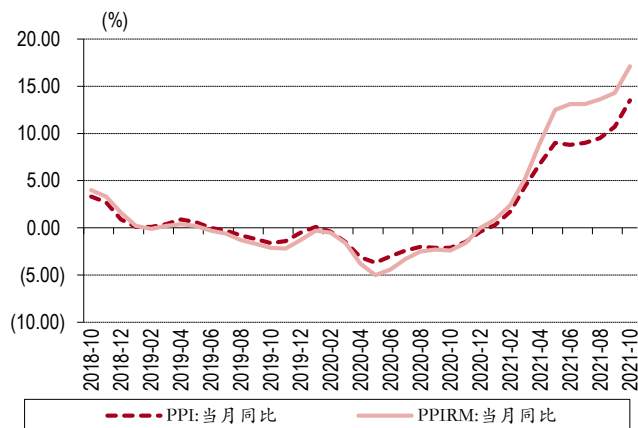
PPI

PPI 同比增速大超预期。10 月 PPI 环比增长 2.5%，其中生产资料环比增长 3.3%，生活资料环比增长 0.1%。10 月 PPI 同比增长 13.5%，较 9 月上升 2.8 个百分点，其中生产资料同比增长 17.9%，较 9 月上升 3.7 个百分点，生活资料同比增长 0.6%，较 9 月上升 0.2 个百分点。PPIRM 同比增长 17.1%，较 9 月上升 2.8 个百分点，从构成来看，10 月同比增速较高的产品分别是燃料动力(40.7%)、有色金属(25.8%)、化工原料(24.9%)、黑色金属(22.6%)，相较 9 月同比增速上升较多的是燃料动力、建筑材料、化工原料和有色金属，分别上升了 10.4 个百分点、5.6 个百分点、4.2 个百分点和 3.2 个百分点，同比增速较 9 月下降的是黑色金属(下降 0.7 个百分点)、农副产品(下降 0.2 个百分点)。

国际能源价格高，国内高耗能产品价格涨。10 月生产资料价格中，采掘业环比 12.1%，原材料业环比 4.4%，加工业环比 1.8%。10 月份，受国际输入性因素叠加国内主要能源和原材料供应偏紧影响，PPI 同比增速上升再次加速。国际原油价格波动上行，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油开采业、化学原料和化学制品制造业、精炼石油产品制造业、化学纤维制造业四个行业合计影响 PPI 环比上涨约 0.76 个百分点；煤炭供应偏紧，煤炭开采和洗选业、煤炭加工业合计影响 PPI 上涨约 0.74 个百分点；部分高耗能行业产品价格上涨，非金属矿物制品业、有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业合计影响 PPI 上涨约 0.81 个百分点。从同比看，调查的 40 个工业行业大类中，价格上涨的有 36 个，与上月相同。主要行业中，煤炭开采、石油天然气、燃料加工、黑色金属、化学原料、有色金属、化学纤维、非金属矿物八个行业合计影响 PPI 上涨约 11.38 个百分点，超过总涨幅的八成。在 10 月份 13.5% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.8 个百分点，与上月相同；新涨价影响约为 11.7 个百分点，比上月增加 2.8 个百分点。

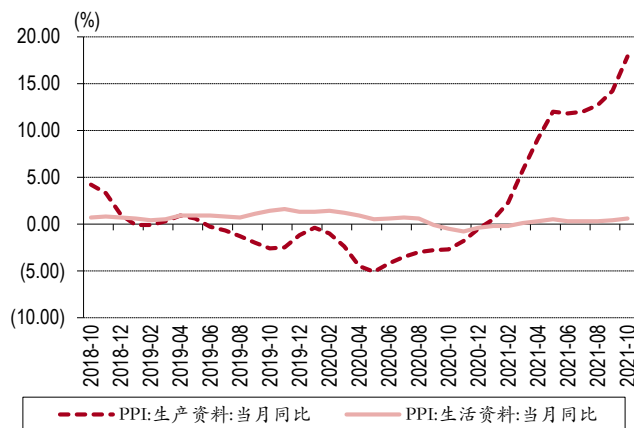
PPI 与 CPI 剪刀差继续拉大。10 月 PPI 同比增速继续超预期，除了国际输入性因素的影响，还有国内限产限电影响了工业原材料，特别是高耗能产品的供需结构，造成对价格的推升。受 PPI 同比大幅走高影响，虽然 10 月 CPI 增速也有上行，但 PPI 与 CPI 剪刀差继续拉大。从高频数据看，10 月下旬煤炭、钢铁、有色、化学原料的价格已经出现环比回落，非金属建材价格环比增速也大幅下行，预计 PPI 同比加速上行的趋势有望遏制。另外需要关注一般日用品的提价趋势。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



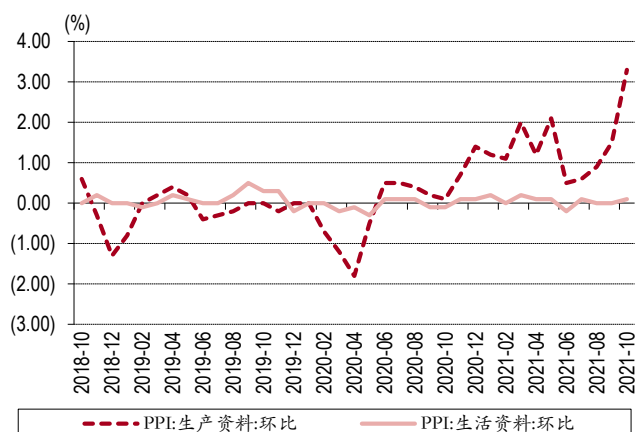
资料来源：万得，中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



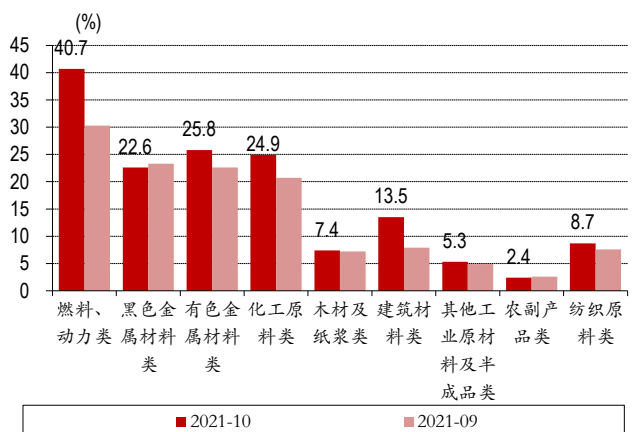
资料来源：万得，中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



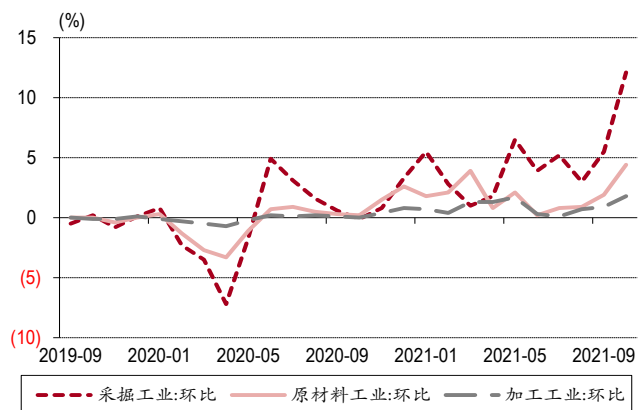
资料来源：万得，中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



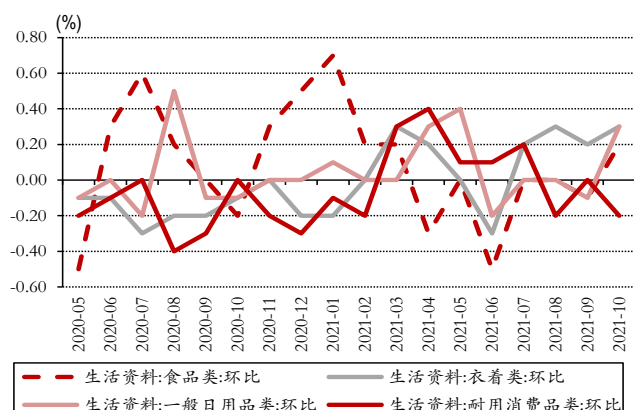
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 生产资料价格环比回升



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 一般日用品出现提价趋势



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29243

