

经济复苏基础不牢固下，通胀仍然较弱

2022 年 10 月通胀数据点评

报告摘要

10 月 CPI 同比录得+2.1%，涨幅较上月缩小，低于市场预期。排除食品和能源因素后，10 月核心 CPI 同比为+0.6%，与上月持平，依然较弱。11 月和 12 月，猪肉、原油价格对 CPI 同比拉动作用预期均较弱、居民消费持续不振拖累核心 CPI 上行，叠加翘尾因素仍然处于低位，预计 CPI 仍然难以破 3。

10 月 PPI 同比录得-1.3%，下行幅度高于市场预期。翘尾因素处在低位，叠加国际油价的回落以及钢材、水泥等价格的相对疲软，10 月 PPI 年内首次转负。展望 11 月和 12 月，PPI 翘尾因素仍然处在低位，叠加全球经济不景气下原油价格预期走弱和国内地产筑底、制造业景气度边际下行下钢材、水泥价格的预期疲软，预计 PPI 同比将维持负值。

10 月的 CPI 涨幅低于市场预期，PPI 跌幅高于市场预期，继 9 月之后，继续在价格端反映出目前我国工业端和居民消费端的需求依然偏弱、我国经济复苏基础仍不牢固的问题。在经济复苏存在反复，稳增长仍需更大政策力度支撑的情况下，市场对各项经济政策边际变化的敏感性将明显提高。目前市场处于政策博弈期，现有政策出现明显转变或强有力的增量稳增长政策出台将能够对市场提供上行支撑。

10 月 CPI 和 PPI 具体分析如下：

➤ 10 月 CPI 同比涨幅继续低于市场预期，消费不振叠加翘尾因素，预计 11 月 CPI 同比继续下行，年内 CPI 难以破 3

10 月 CPI 环比+0.1%，明显弱于近 5 年历史同期均值的+0.3%。其中食品 CPI 环比+0.1%，低于 5 年均值的+0.6%，主要系鲜菜、水产和鲜果价格环比明显低于 5 年均值。非食品 CPI 环比为 0，低于近 5 年均值的+0.2%，其中，衣着、居住、交通通信和医疗保健价格环比明显低于 5 年均值。扣除食品和能源后，10 月核心 CPI 环比为+0.1%，持平于季节性，较 9 月的明显低于季节性有所恢复，但仍然不算强。

10 月 CPI 同比+2.1%（市场预期+2.4%），较 9 月-0.7PCTS。其中食品 CPI 同比+7.0%，较 9 月-1.8PCTS。虽然 10 月猪肉价格同比录得+51.8%，较 9 月+15.8PCTS，但鲜菜和鲜果大量上市导致鲜菜和鲜果价格同比分别较 9 月下行 20.2PCTS 和 5.2PCTS，最终带动 10 月 CPI 食品项同比较 9 月下行。10 月非食品 CPI 同比+1.1%，较 9 月-0.4PCTS，系连续第 4 个月同比涨幅回落。

往后看，消费不振叠加翘尾因素，预计 11 月 CPI 同比继续下行：1，猪肉价格单边上行接近尾声，叠加去年猪价高基数，对 CPI 同比拉动作用难以变强。2，11 月和 12 月原油价格对 CPI 的拉动作用或略有增强，但有限。3，居民消费依然低迷，核心 CPI 难以明显上行。4，11 月和 12 月 CPI 翘尾因素处在低位。

主要数据

上证指数	3048.1676
沪深 300	3714.2704
深证成指	11055.2909

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC 执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2022-11-07
市场处于政策博弈期 —2022-11-06
美联储货币政策逻辑出现变化，“鸽”影开始显现 —2022-11-04

相关数据

2022 年 11 月 9 日，据统计局公布的数据：
10 月，CPI 环比+0.1%，CPI 同比+2.1%，较上月-0.7PCTS，核心 CPI 同比+0.6%，与上月相同。10 月，PPI 环比+0.1%，同比-1.3%，较上月-2.2PCTS。10 月，PPIRM 环比+0.3%，同比+0.3%，较上月-2.3PCTS。

➤ **10月PPI跌幅高于市场预期，预计年内PPI同比将持续为负**

10月PPI同比-1.3%，下行幅度高于市场预期的-1.1%，较9月-2.2PCTS，环比为+0.2%，较9月+0.3PCTS。10月PPIRM同比+0.3%，较9月-2.3PCTS，环比+0.3%，较9月+0.8PCTS。

同比看：10月各煤种虽然因冬季储煤需求而环比价格上行，但在去年基数抬升下，价格同比普遍下行；10月螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格同比继续下跌，跌幅与9月接近；10月在全球加息和经济走弱下，国际油价继续下行，带动国内汽油、柴油价格同比涨幅均有所回落。行业角度，10月调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有27个，比上月减少3个。上中下游角度，PPI采掘工业同比-PPI加工工业同比的差由9月的-5.4PCTS变为+3.2%，表明在上游出厂价格下行速度快于下游的情况下，制造业企业成本压力同比有所减轻。

展望后市，预计11月和12月PPI同比继续为负：1，目前国际油价因美欧同步紧缩的货币政策和全球经济的走弱而保持弱势，难以对PPI上行起推动作用。2，房地产依然在筑底，10月制造业PMI数据显示制造业复苏步伐有所放缓，钢材、水泥等工业品价格走势依然相对疲软。3，11月和12月PPI翘尾因素继续维持低位，分别为-1.2和0。

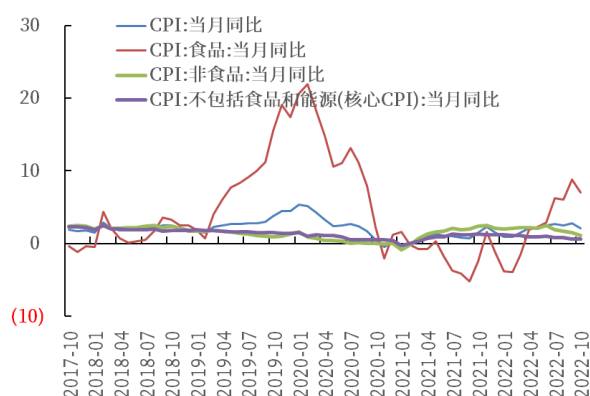
一、10月CPI同比涨幅继续低于市场预期，消费不振叠加翘尾因素，预计11月CPI同比继续下行，年内CPI难以破3

10月CPI环比+0.1%，明显弱于近5年历史同期均值的+0.3%。分食品和非食品看：10月食品CPI环比+0.1%，低于5年均值的+0.6%，主要系鲜菜、水产和鲜果价格环比明显低于5年均值。统计局披露，10月，受生猪生产周期、短期压栏惜售和猪肉消费旺季等因素影响，猪肉价格环比+9.4%，涨幅比上月扩大4.0个百分点。另一方面，10月果蔬及水产品大量上市，加之节后消费需求有所回落，鲜菜、鲜果和水产品价格均由涨转降，分别下降4.5%、1.6%和2.3%。10月非食品CPI环比为0，低于近5年均值的+0.2%，其中，衣着、居住、交通通信和医疗保健价格环比明显低于5年均值。另据统计局披露，10月非食品中的工业消费品价格继续持平。其中，国际油价变动影响国内汽油和柴油价格分别下降1.2%和1.3%。扣除食品和能源后，10月核心CPI环比为+0.1%，持平于近五年均值，较9月的明显低于季节性有所恢复，但仍然不算强。

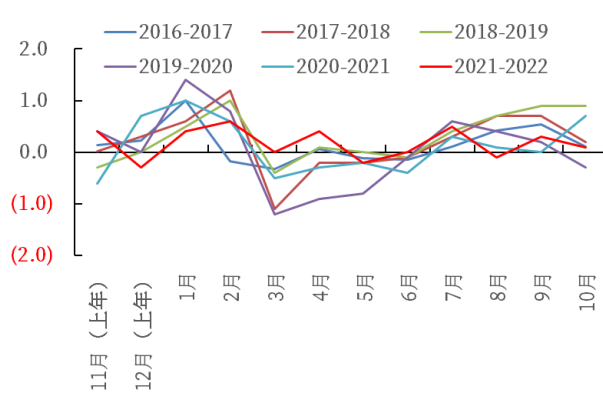
10月CPI同比+2.1%（市场预期+2.4%），较9月-0.7PCTS。分食品和非食品看：10月食品CPI同比+7.0%，较9月-1.8PCTS。从各食品种类对食品CPI同比的带动来看，虽然10月猪肉价格环比上行之下，猪肉价格同比录得+51.8%，较9月+15.8PCTS，但鲜菜和鲜果大量上市下价格环比下行，叠加去年高基数，导致鲜菜和鲜果价格同比分别较9月-20.2PCTS和-5.2PCTS，对冲了猪肉价格同比上行幅度加大对CPI食品项同比的拉动作用，最终带动10月CPI食品项同比上行幅度较9月下行。10月非食品CPI同比+1.1%，较9月-0.4PCTS，系连续第4个月同比涨幅回落。其中：受10月国际油价环比下行以及去年10月油价基数抬升影响，10月汽油、柴油和液化石油气价格同比分别录得+12.5%（上月+19.2%）、+13.5%（上月+21.0%）和+5.6%（上月+16.6%），涨幅均较9月回落。能源价格回落带动下，10月工业消费品价格同比+1.7%，涨幅比上月-0.9PCTS；消费不振的影响下，10月服务价格同比+0.4%，涨幅比上月回落0.1PCTS。

往后看，消费不振叠加翘尾因素处在低位，预计11月CPI同比继续下行：1，猪肉价格单边上行接近尾声，叠加去年猪价高基数，对CPI同比拉动作用难以变强。今年4月底以来猪肉价格持续单边上行，主要系2022年4月之前，能繁母猪存栏环比连续10个月为负下生猪产能的收缩。今年5月至9月，能繁母猪存栏环比已经连续5个月为正，且截止今年9月，能繁母猪存栏已达4362万头，已经较接近去年同期的4459万头。考虑到生猪产能的恢复和中央猪肉储备的投放，今年11月和12月，猪肉价格即使仍有上行动力，涨幅也将大概率趋缓，叠加去年11月和12月猪肉价格

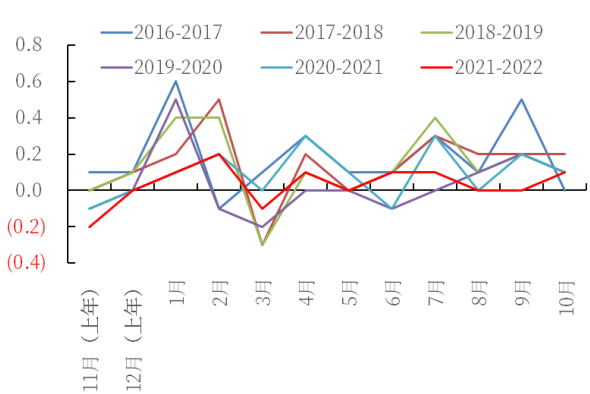
维持高基数，预计年内猪肉价格同比对 CPI 同比的带动作用难以继续明显放大。2，11 月和 12 月原油价格对 CPI 的拉动作用或略有增强，但有限。去年 11 月和 12 月石油价格下行，环比（OPEC 一揽子原油价格）分别为-2.1%和-7.5%。去年油价基数的走低对 11 月和 12 月油价同比有一定支撑，但考虑到美联储加息和全球经济预期走弱影响，目前油价总体趋势是稳中有降，因此，即使 11 月和 12 月油价对 CPI 拉动作用略有增强，也将相对有限。3，居民消费依然低迷，核心 CPI 难以明显上行。PMI 数据看，9 月、10 月服务业 PMI 连续 2 个月位于荣枯线之下。居民出行情况看，城市轨道交通协会公布的 51 个城市 10 月地铁客运量同比-17%，较 9 月的-11.2%进一步下滑。在居民消费受限于消费场景有限而恢复较慢的情况下，11 月和 12 月核心 CPI 同比大概率维持低位。4，11 月和 12 月 CPI 翘尾因素处在低位。今年二季度和三季度各月 CPI 翘尾因素维持在 0.6 到 1.2 之间，但 10 月之后 CPI 翘尾因素明显下行，11 月和 12 月 CPI 翘尾因素分别为-0.3 和 0，缺乏翘尾因素支撑下，11 月和 12 月 CPI 同比上行幅度将受到抑制。

图1 CPI 同比走势 (%)


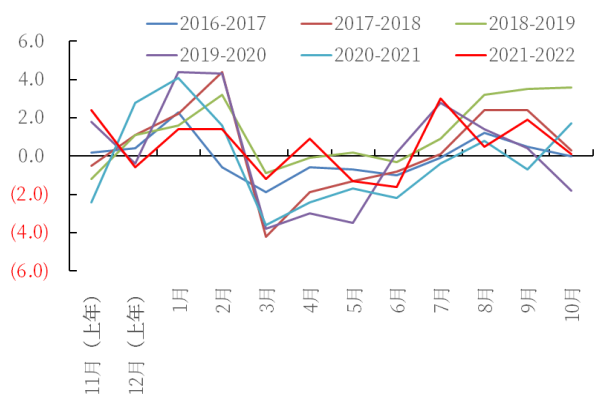
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 CPI 环比走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 核心 CPI 环比走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 食品 CPI 环比走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 CPI分项目同比和环比情况(%)

	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10
CPI:当月同比	2.10	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50
CPI:食品烟酒:当月同比	5.20	6.30	4.50	4.70	2.50	2.10	1.90	-0.30	-1.80	-1.80	-0.10	1.70	-0.90
CPI:衣着:当月同比	0.50	0.50	0.60	0.70	0.60	0.50	0.50	0.60	0.60	0.40	0.60	0.50	0.50
CPI:居住:当月同比	-0.20	0.30	0.60	0.70	0.80	1.00	1.20	1.30	1.40	1.40	1.60	1.70	1.70
CPI:生活用品及服务:当月同比	1.40	1.40	1.30	1.40	1.50	1.40	1.20	0.90	0.60	0.40	0.80	0.50	0.90
CPI:交通和通信:当月同比	3.10	4.50	4.90	6.10	8.50	6.20	6.50	5.80	5.50	5.20	5.00	7.60	7.00
CPI:教育文化和娱乐:当月同比	1.20	1.20	1.60	1.50	2.10	1.80	2.00	2.60	2.50	2.90	3.10	3.00	2.90
CPI:医疗保健:当月同比	0.50	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60	0.60	0.70	0.60	0.60
CPI:其他用品和服务:当月同比	1.90	1.60	2.20	0.90	1.70	1.80	1.70	2.10	0.30	-0.10	-0.50	-0.60	-0.50
CPI:环比	0.10	0.30	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60	0.40	-0.30	0.40	0.70
CPI:食品烟酒:环比	0.20	1.30	0.40	1.90	-1.00	-0.90	0.70	-0.90	1.20	1.10	-0.30	1.60	1.20
CPI:衣着:环比	0.30	0.80	-0.20	-0.40	-0.10	0.40	-0.20	0.40	-0.30	-0.50	0.10	0.30	0.30
CPI:居住:环比	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00	0.40
CPI:生活用品及服务:环比	0.30	0.00	0.00	0.30	-0.20	0.20	0.60	0.20	0.20	-0.10	0.30	-0.40	0.30
CPI:交通和通信:环比	-0.40	-0.60	-1.70	-0.70	2.20	0.10	1.10	1.60	1.40	1.10	-1.30	0.30	1.00
CPI:教育文化和娱乐:环比	0.20	0.40	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	-0.30	0.40	0.20	0.00	-0.50	0.20
CPI:医疗保健:环比	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00	0.20
CPI:其他用品和服务:环比	0.40	-0.30	0.30	-0.70	0.10	0.60	0.00	1.00	0.10	0.90	-0.10	-0.50	0.10

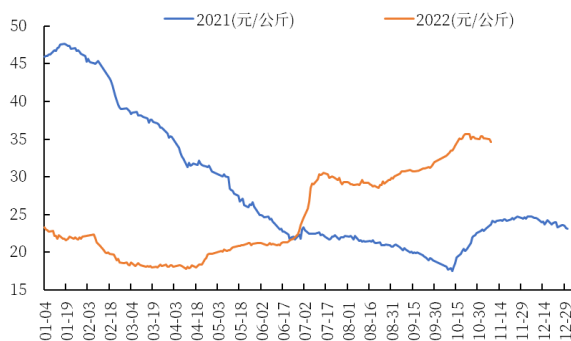
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 CPI分项目环比季节性情况(%)

	近五年均值	2022-10	2021-10	2020-10	2019-10	2018-10	2017-10
CPI:环比	0.32	0.10	0.70	-0.30	0.90	0.20	0.11
CPI:食品烟酒:环比	0.52	0.20	1.20	-1.20	2.70	-0.10	0.02
CPI:衣着:环比	0.47	0.30	0.30	0.40	0.30	0.80	0.54
CPI:居住:环比	0.19	-0.10	0.40	0.10	0.00	0.20	0.24
CPI:生活用品及服务:环比	0.16	0.30	0.30	0.10	0.10	0.10	0.18
CPI:交通和通信:环比	0.35	-0.40	1.00	-0.20	0.10	0.60	0.24
CPI:教育文化和娱乐:环比	0.11	0.20	0.20	0.60	0.10	0.00	-0.35
CPI:医疗保健:环比	0.17	0.00	0.20	0.10	0.10	0.20	0.24
CPI:其他用品和服务:环比	-0.29	0.40	0.10	-1.70	0.10	0.30	-0.23

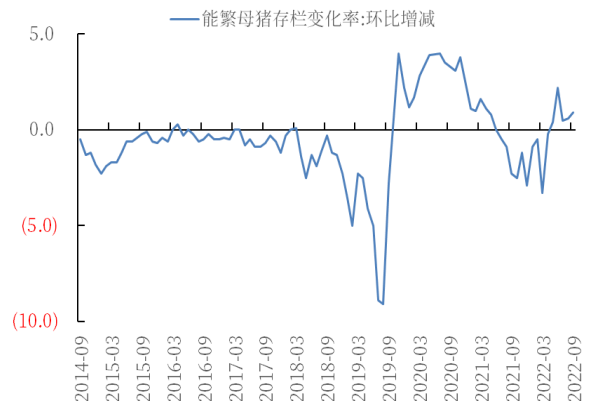
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 平均猪肉批发价走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 能繁母猪存栏变化率走势(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

二、10月PPI同比下行幅度高于市场预期，预计年内PPI同比将持续为负

10月PPI同比-1.3%，下行幅度高于市场预期的-1.1%，较9月-2.2PCTS，环比为+0.2%，较9月+0.3PCTS。10月PPIRM同比+0.3%，较9月-2.3PCTS，环比+0.3%，较9月+0.8PCTS。

环比看：10月，普通混煤、山西大混、山西优混和1/3焦煤等煤种价格普遍环比上行10%左右，主要系冬季储煤需求提升的影响。此外，10月螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格与上月相比普遍比较平稳、变化较小，油价环比略降，OPEC一揽子原油价格环比-1.83%。煤炭价格上行是10月PPI上行的重要支撑。细分行业看：10月石油相关行业价格继续下降，其中石油和天然气开采业、化学纤维制造业和石油煤炭及其他燃料加工业价格环比分别为-2.2%、-0.7%和-0.6%；煤炭开采和洗选业价格环比+3.0%，较上月+2.5PCTS；受水泥价格上涨影响，非金属矿物制品业价格环比由上月的-0.4%转为+0.6%；黑色金属冶炼和压延加工业价格环比-0.4%，较上月+1.3PCTS；农副食品加工业价格环比+1.4%，计算机通信和其他电子设备制造业价格环比+0.9%，涨幅均有所扩大。

同比看：10月各煤种虽然因冬季储煤需求而环比价格上行，但在去年基数抬升下，同比价格普遍下行，其中，无烟煤、普通混煤、山西大混、山西优混和1/3焦煤价格同比分别为-18.7%、-13.6%、-12.6%、-4.1%和-40.0%；10月螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格同比继续下跌，跌幅与9月接近，同比录得-22.2%到-29.4%不等；10月在全球加息和经济走弱下，国际油价继续下行，带动国内汽油、柴油价格同比涨幅均有所回落。行业角度，10月调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有27个，比上月减少3个。分上中下游看：10月，上游的采掘工业PPI同比由上月的上行转为下行，录得-6.7%；中游原材料工业PPI同比上行，录得+1.2%，但上行幅度较9月减小4.6PCTS；下游的加工工业PPI同比继上月后继续为负，录得-2.5%。

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_48523

