

## 通胀低预期的背后？

### 事件：

11月9日，统计局公布10月物价数据：CPI同比上涨2.1%，预期2.4%，前值2.8%；PPI同比下降1.3%，预期下降1.1%，前值0.9%。

### ■ CPI同比低预期、主因鲜菜、能源价格拖累等，关注核心CPI的涨价节奏

**CPI同比低预期，主因鲜菜、能源等拖累。**10月，CPI同比涨幅收窄0.7个百分点至2.1%，其中，新涨价贡献2%、翘尾为0.1%；核心CPI同比持平于0.6%；CPI环比收窄0.2个百分点至0.1%。分项中，食品环比收窄1.8个百分点至0.1%，主因鲜菜价格下降等、影响CPI下降约0.19个百分点；非食品环比走平，细分项中交通通信项拖累明显，或缘于原油等大宗商品价格涨幅回落等。

**明年一季度通胀中枢或抬升、但幅度或相对有限，关注核心CPI的涨价节奏。**猪周期重启下，猪价回升对CPI同比影响正在逐步显现，对CPI同比拉动由8月的0.01个百分点扩大至10月的0.16个百分点，但CPI猪肉的同比权重也在下调，或压制猪价回升对CPI影响的弹性。同时，近期疫情防控方面释放了一些积极信号，会否带动核心CPI回升，还需跟踪（详情参见《通胀，潜在的风险点？》）。

### ■ PPI近两年首次转负，主因上游生产资料高基数拖累，生活资料韧性较强

**生产资料高基数拖累PPI同比转负，生活资料韧性较强。**10月，PPI同比由升转降至-1.3%，其中翘尾因素贡献-1.2%、新涨价为-0.1%，环比转正至0.2%、上月为-0.1%。大类同比中，生产资料转负至-2.5%，采掘和加工工业分别为-6.7%和-3.5%，原材料涨幅收窄4.6个百分点；生活资料同比涨幅扩大0.4个百分点至2.2%，食品、耐用消费品贡献较大，较上月分别变动0.5和0.8个百分点。

**分行业来看，上游石油链、黑色链多数回落，中下游制造业涨价延续。**行业环比中，石油相关行业延续回落，石油开采、石油加工分别为-2.2%和-0.6%，与国内稳增长相关行业价格环比虽回落、但降幅多收窄，例如，黑色矿采、黑色冶炼环比分别为-1.4%和-0.4%，降幅较上月收窄1.3个百分点以上；部分中下游行业延续涨价，设备制造、农副食品环比延续上涨、涨幅均扩大0.5个百分点。

**重申观点：成本端涨价压力缓解下，利润分配格局延续改善、尤其是部分中下游行业。**PPI同比转负主因部分上游行业的高基数拖累、与供给端压力缓解等因素有关，部分中下游行业价格环比延续上涨（详情参见《物价变化的两个信号》）。

风险提示：生猪供给加速出清，原材料供给不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007  
majieying@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                               |   |
|-----------------------------------------------|---|
| 1、通胀低预期的背后? .....                             | 3 |
| 1.1、CPI低预期、主因鲜菜、能源价格拖累等，关注核心CPI的涨价节奏..        | 3 |
| 1.2、PPI转负主因基数拖累、与生产资料涨价回落有关，生活资料延续韧性<br>..... | 4 |

## 图表目录

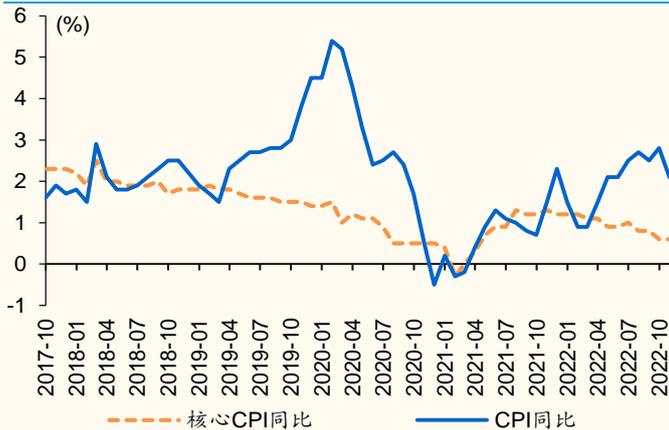
|                                          |   |
|------------------------------------------|---|
| 图表 1: 10月，CPI同比2.1%、核心CPI持平于0.6%.....    | 3 |
| 图表 2: 10月，非食品环比大幅低于往年均值.....             | 3 |
| 图表 3: 食品项中，猪肉涨价明显.....                   | 3 |
| 图表 4: 猪肉同比权重自年初以来持续下调.....               | 3 |
| 图表 5: 原材料涨价传导最快阶段或已过去.....               | 4 |
| 图表 6: 关注服务业的“补偿式”涨价.....                 | 4 |
| 图表 7: 10月，PPI同比转负至-1.3% .....            | 4 |
| 图表 8: 生产资料延续拖累，生活资料价格韧性较强.....           | 4 |
| 图表 9: 行业环比中，上游石油、黑色涨价回落，中下游制造业延续涨价 ..... | 5 |

## 1、通胀低预期的背后？

### 1.1、CPI低预期、主因鲜菜、能源价格拖累等，关注核心CPI的涨价节奏

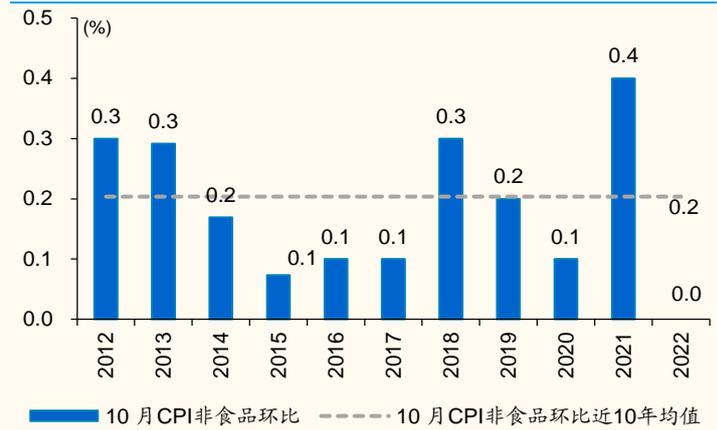
CPI同比低预期，主因鲜菜、能源等拖累。0月，CPI同比涨幅收窄0.7个百分点至2.1%，其中，新涨价贡献2%、翘尾为0.1%；核心CPI同比持平于0.6%；CPI环比收窄0.2个百分点至0.1%。分项中，食品环比收窄1.8个百分点至0.1%，主因鲜菜价格下降等、影响CPI下降约0.19个百分点；非食品环比走平，细分项中交通通信项拖累明显，或缘于原油等商品价格涨幅回落等。

图表 1：10月，CPI同比2.1%、核心CPI持平于0.6%



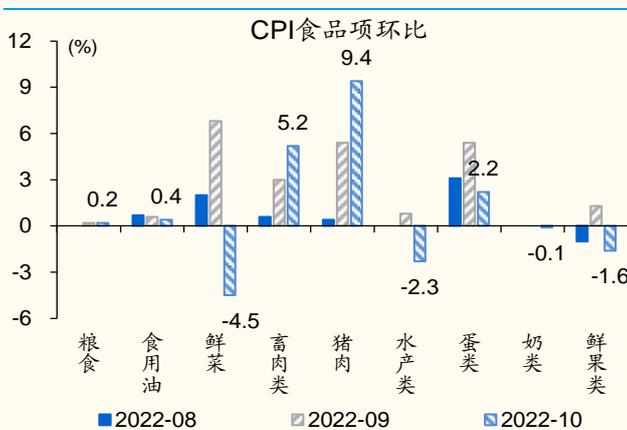
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：10月，非食品环比大幅低于往年均值



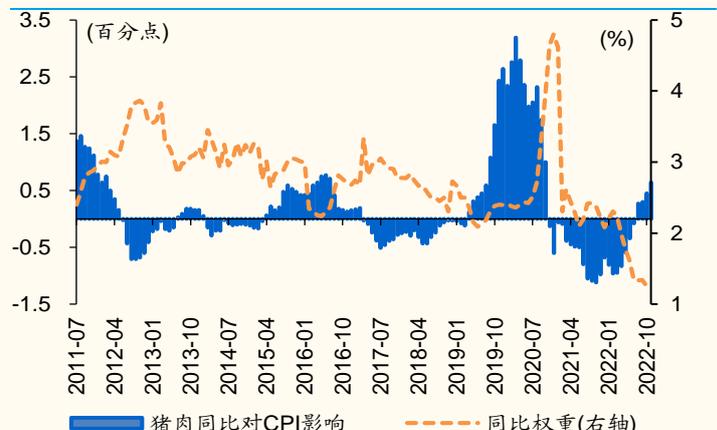
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：食品项中，猪肉涨价明显



来源：Wind、国金证券研究所

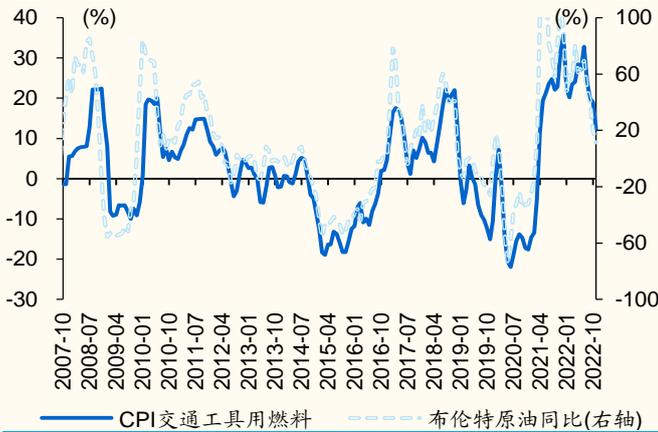
图表 4：猪肉同比权重自年初以来持续下调



来源：Wind、国金证券研究所

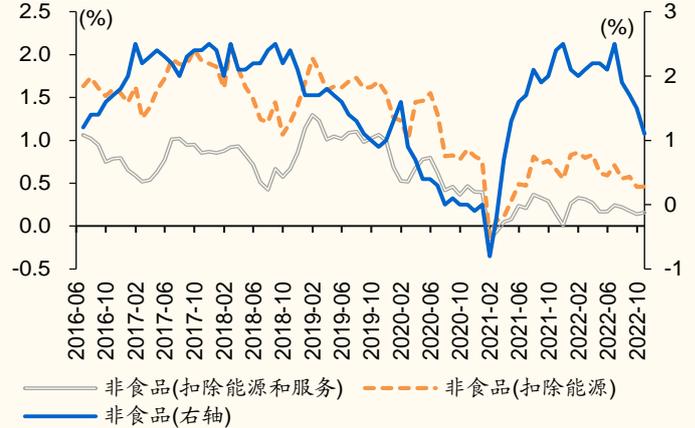
明年一季度通胀中枢或抬升、但幅度或相对有限，关注核心CPI的涨价节奏。猪周期重启下，猪价回升对CPI同比影响正在逐步显现，对CPI同比拉动由8月的0.01个百分点扩大至10月的0.16个百分点，但CPI猪肉的同比权重也在下调，或压制猪价回升对CPI影响的弹性。同时，近期疫情防控方面释放了一些积极信号，会否带动核心CPI回升，还需跟踪。

图表 5: 原材料涨价传导最快阶段或已过去



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 关注服务业的“补偿式”涨价

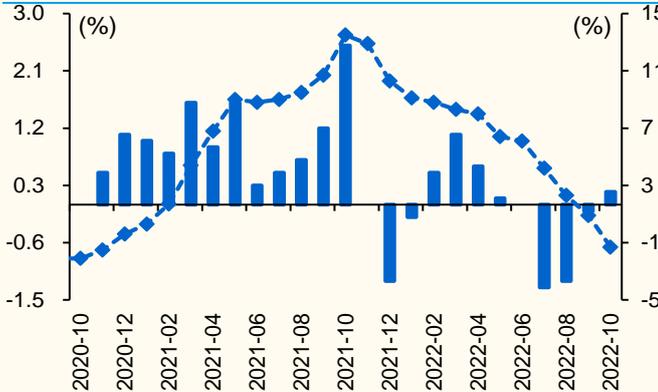


来源: Wind、国金证券研究所

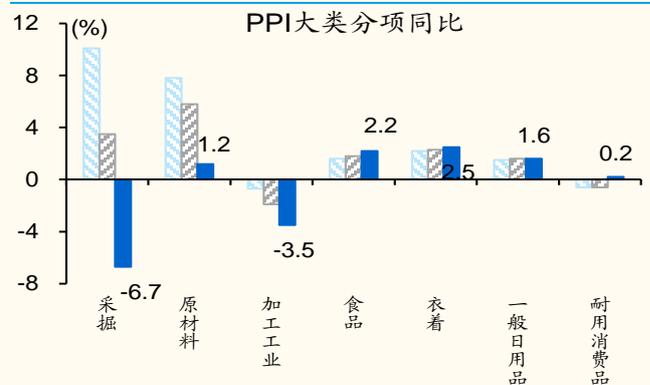
### 1.2、PPI 转负主因基数拖累、与生产资料涨价回落有关，生活资料延续韧性

生产资料高基数拖累 PPI 同比转负，生活资料韧性较强。10 月，PPI 同比由升转降至-1.3%，其中翘尾因素贡献-1.2%、新涨价为-0.1%，环比转正至 0.2%、上月为-0.1%。大类同比中，生产资料转负至-2.5%，采掘和加工工业分别为-6.7%和-3.5%，原材料涨幅收窄 4.6 个百分点；生活资料同比涨幅扩大 0.4 个百分点，食品、耐用消费品贡献较大，较上月分别变动 0.5 和 0.8 个百分点。

图表 7: 10 月，PPI 同比转负至-1.3%



图表 8: 生产资料延续拖累，生活资料价格韧性较强



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\\_48640](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48640)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn