

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

通胀不是流动性宽松的掣肘

2022年11月10日

- **高猪价和不及预期的通胀。**继9月CPI不及市场预期后,10月CPI涨幅再次弱于市场预期。核心CPI与上月持平,显示出10月涨幅不及预期主要和食品、能源相关。在生猪生产周期、短期压栏惜售和猪肉消费旺季等因素影响下,猪肉价格继续上升,带动畜肉类CPI分项上涨,却没能继续拉动食品烟酒项和总体CPI涨幅继续回升。原因有二:一是果蔬价格回落,对冲了猪价上涨的影响。10月鲜果、鲜菜价格下降,再加上鲜果鲜菜权重之和高于畜肉项权重,因此果蔬价格回落对冲了猪肉价格上涨的影响。二是国际油价同比涨幅仍在继续回落。油价同比涨幅回落拖累了与交通项相关的CPI分项表现。总体来看,消费品和服务CPI同步走弱。10月消费品和服务的CPI同步走弱,显示出10月疫情散发对消费品和服务消费产生制约。
- **PPI环比上行受储煤、基建等因素驱动。**受高基数影响,10月PPI同比由涨转降,部分行业需求边际改善带动PPI环比小幅上涨。PPI环比上行,一是储煤需求支撑上游采掘业价格。10月多地密集部署迎峰度冬能源保供工作,储煤需求支撑煤炭价格,带动上游煤炭开采和洗选业价格环比上涨。此外,天然气价格有所回落,因而石油和天然气开采业价格环比下降。二是基建落地带动非金属矿物制品价格上升。稳增长政策推动下,基建高位运行,建筑业PMI仍然位于较高景气水平,10月水泥价格指数环比上涨,带动非金属矿物制品业价格环比上涨。三是假日消费带动生活资料普遍提价。在十一假期及月末消费狂欢节的带动下,生活资料类价格环比普遍上涨,显示出消费品的提价现象。其中,食品和衣着类出厂价格环比涨幅增加,一般日用品类和耐用消费品类出厂价格由9月的环比持平转为上涨。
- **温和通胀不会给宽松的政策形成压力。**首先,我们在《出口增速负风险不会轻易消散》中指出,10月出口增速超预期走弱,OECD综合领先指标继续下滑,若欧美拖累持续,叠加基数影响后,出口同比增速很可能继续维持负增长。而出口越弱或意味着政策越积极,显示出后续政策发力存在必要性。其次,回顾历史通胀,9月通胀无忧,流动性继续保持宽松,10月CPI同比增速大幅回落,当前温和的通胀不会给宽松的政策形成压力,我国国内货币、财政政策继续保持宽松和积极的条件已经具备。展望未来,四季度出口下行压力加大,而物价有望保持稳定,温和通胀不会给宽松的政策形成压力,稳增长政策继续发力的空间宽阔。
- **风险因素:**国内疫情形势超预期,国际油价变化超预期等。

目 录

一、高猪价与不及预期的 CPI 涨幅	3
二、PPI 环比上行受储煤、基建等因素驱动	6
三、通胀不会给宽松的政策形成压力	8
风险因素	8

图 目 录

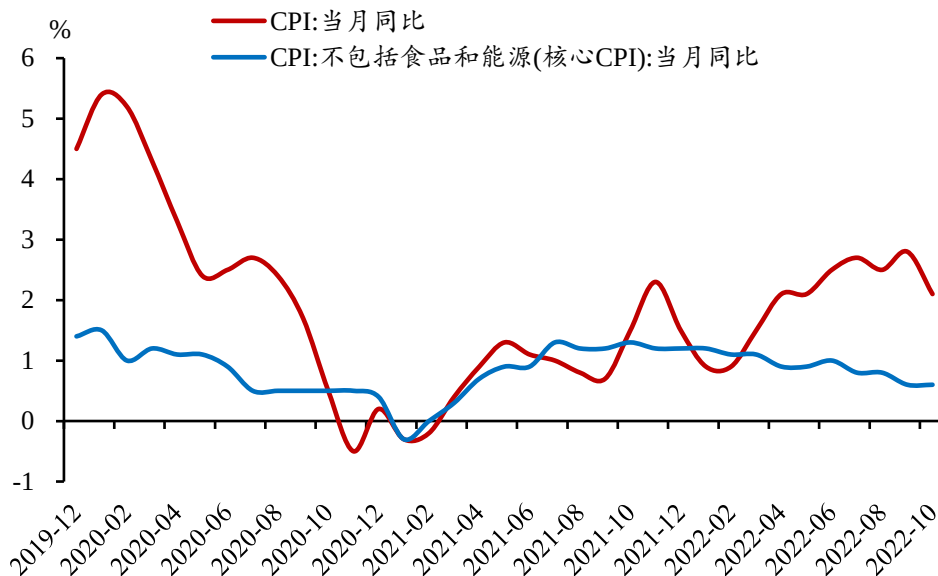
图 1: 10 月 CPI 同比涨幅回落至 2.1%	3
图 2: 10 月猪肉价格继续上升	3
图 3: 10 月 CPI 涨幅回落主要受食品烟酒项、交通和通信项的影响	4
图 4: 10 月鲜果、鲜菜类贡献下滑, 对冲畜肉类贡献的上升	4
图 5: 国内汽油、柴油、液化石油气同比涨幅回落	5
图 6: 10 月 CPI 分项表现普遍不及季节性	5
图 7: 10 月消费品和服务 CPI 增速同步走弱	6
图 8: 10 月生活资料和生产资料 PPI 同比增速继续分化	7
图 9: 10 月 PPI 环比分项中仅原材料工业环比下滑	7
图 10: 10 月非金属矿物制品业价格环比上涨	8

一、高猪价与不及预期的 CPI 涨幅

继 9 月 CPI 不及市场预期后，10 月 CPI 涨幅再次弱于市场预期，具体而言，CPI 同比上涨 2.10%，不及市场预期的 2.41%。不含食品和能源项的核心 CPI 涨幅与上月持平（均为 0.6%），显示出 10 月 CPI 涨幅不及预期主要和食品、能源相关。

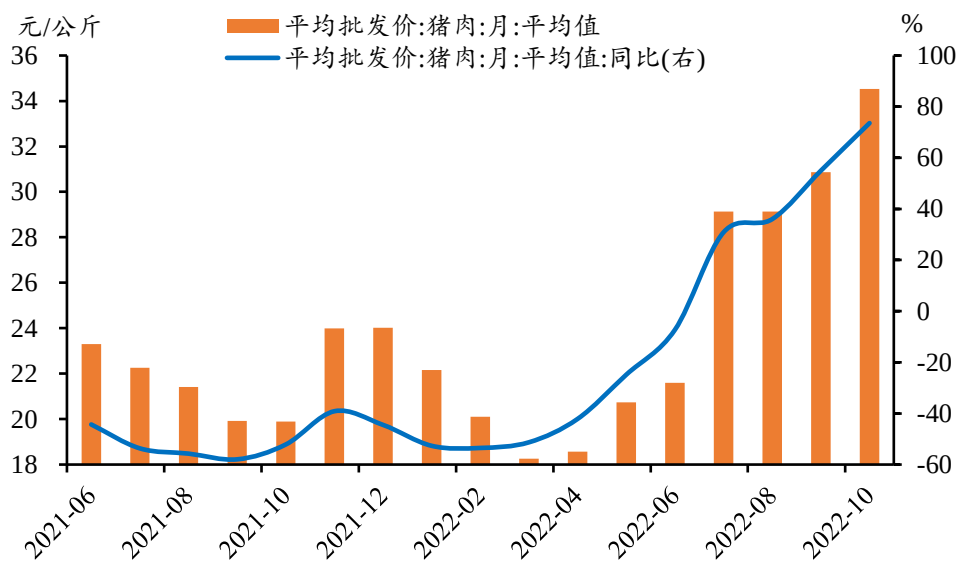
在生猪生产周期、短期压栏惜售和猪肉消费旺季等因素影响下，猪肉价格继续上升。当前猪肉价格继续走高，10 月批发猪肉价格的月均值为 34.54 元/公斤，同比上涨了 73.55%，22 个省市猪肉的平均价也同比上涨了 82.37%。猪肉价格继续走高主要受三方面因素影响，一是生猪生产周期，二是生猪市场短期内存在压栏惜售的现象，三是猪肉消费旺季。10 月猪价继续上涨，带动畜肉类 CPI 分项同比上涨了 23.6%。

图 1：10 月 CPI 同比涨幅回落至 2.1%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：10 月猪肉价格继续上升

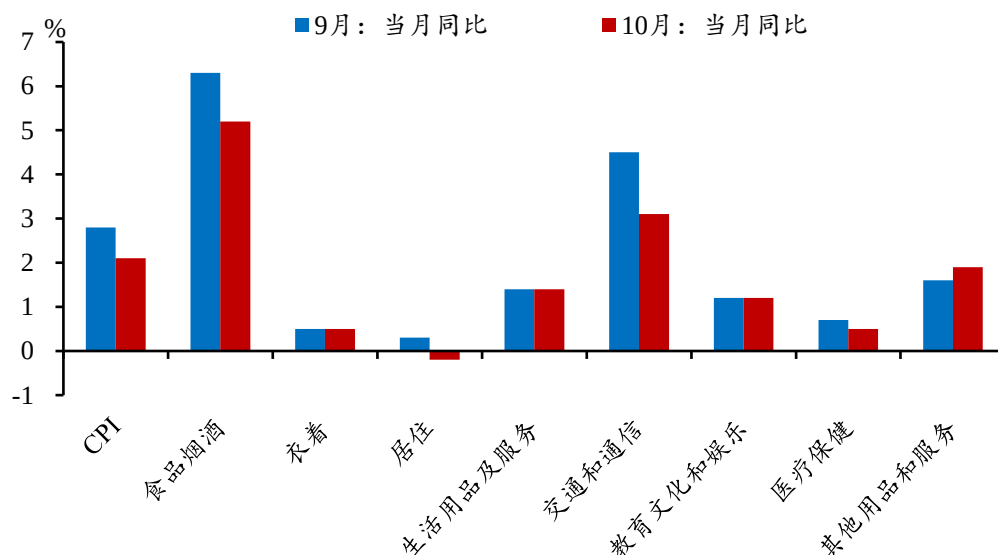


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

为什么猪价上涨没能继续拉动食品烟酒项和总体 CPI 同比涨幅继续回升？

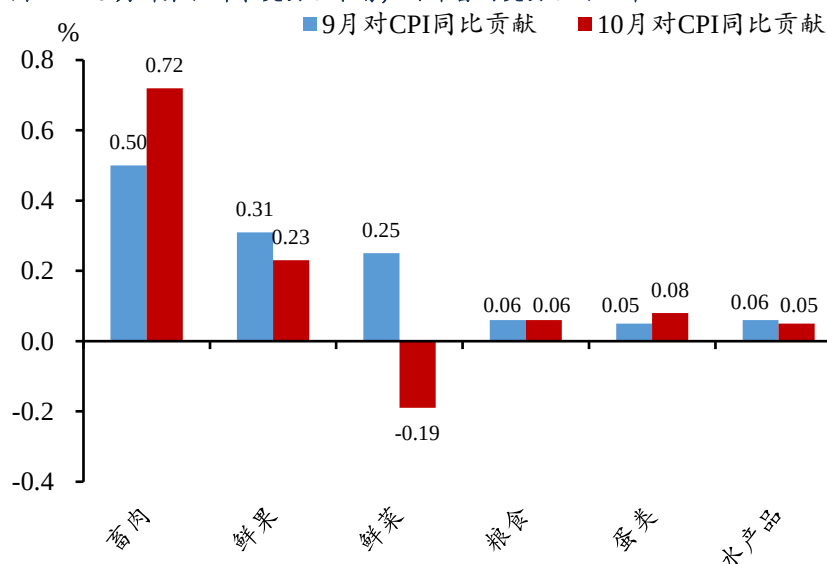
拖累一：果蔬价格回落，对冲了猪价上涨的影响。10 月 CPI 同比回落主要是食品价格带来的，这看似和高猪价有矛盾。实际上，10 月食品烟酒项涨幅回落，主要是受到果蔬项价格的拖累。一方面，10 月果蔬大量上市，再加上节后消费需求有所回落，鲜果、鲜菜价格下降。另一方面，畜肉项权重有所下调，猪肉涨价影响有限。2022 年，鲜果鲜菜权重之和高于畜肉项权重。在猪价上行背景下，畜肉类对 CPI 同比贡献了 0.72%，比 9 月贡献高出 0.22 个百分点，而鲜果和鲜菜分别比 9 月贡献低 0.08 和 0.44 个百分点，已对冲掉猪肉价格上涨的影响，因而 10 月食品烟酒项涨幅有所回落。

图 3：10 月 CPI 涨幅回落主要受食品烟酒项、交通和通信项的影响



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：10 月鲜果、鲜菜类贡献下滑，对冲畜肉类贡献的上升

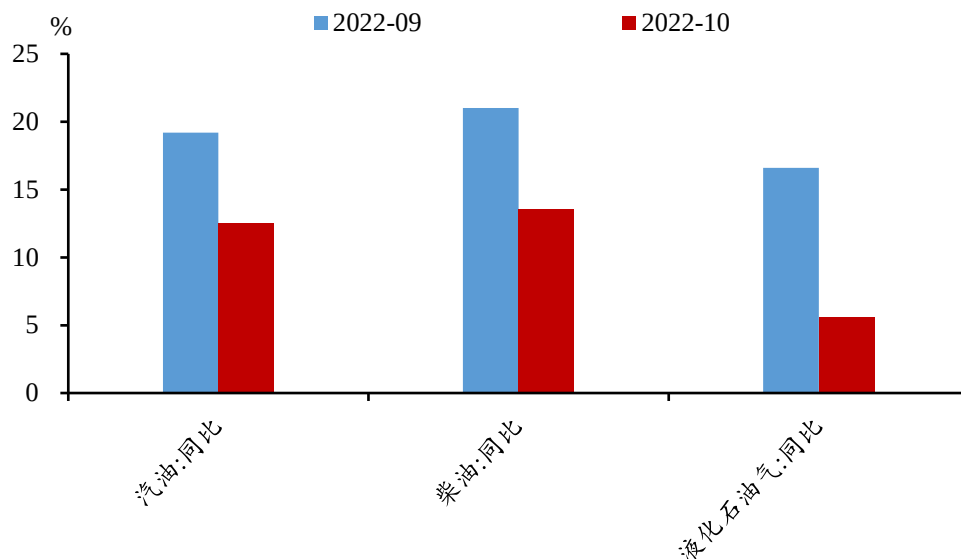


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

拖累二：国际油价有所回升，但同比涨幅仍在继续回落。10 月布伦特原油价格中枢较上月有所上升，为 93.48 美元/桶，但 10 月同比涨幅仍进一步下滑至 11.55%。受国际油价同比涨幅回落的影响，10 月国内汽油、柴油和液化石油气价格同比涨幅分别为 12.5%、13.5%和 5.6%，与 9 月相比，同比表现均走弱。油价同比涨幅回落拖累了

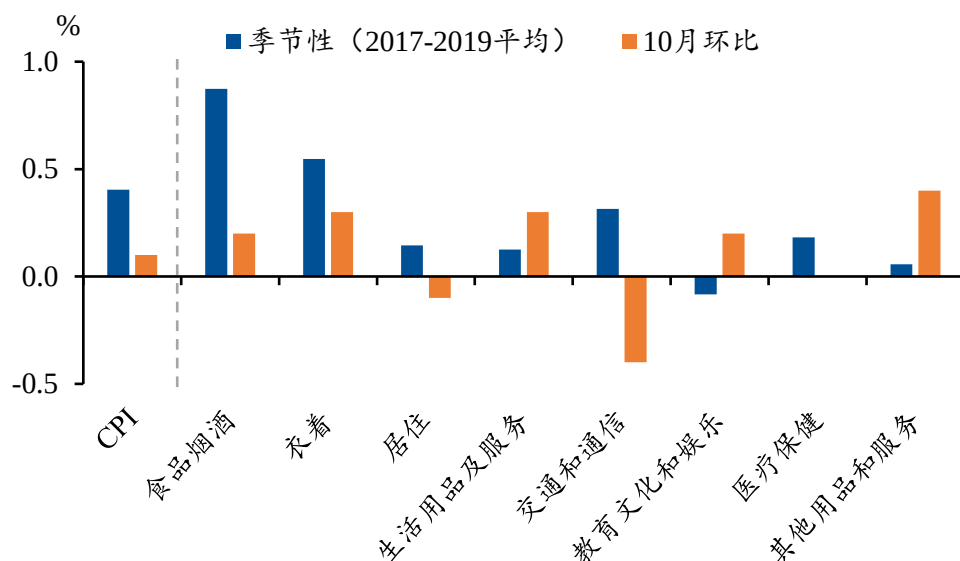
与交通项相关的 CPI 分项表现，10 月交通和通信项 CPI 同比增速为 3.10%，较 9 月下降了 1.4 pct（图 3），从环比上看，交通和通信项 CPI 表现也远不及季节性（图 6）。

图 5：国内汽油、柴油、液化石油气同比涨幅回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

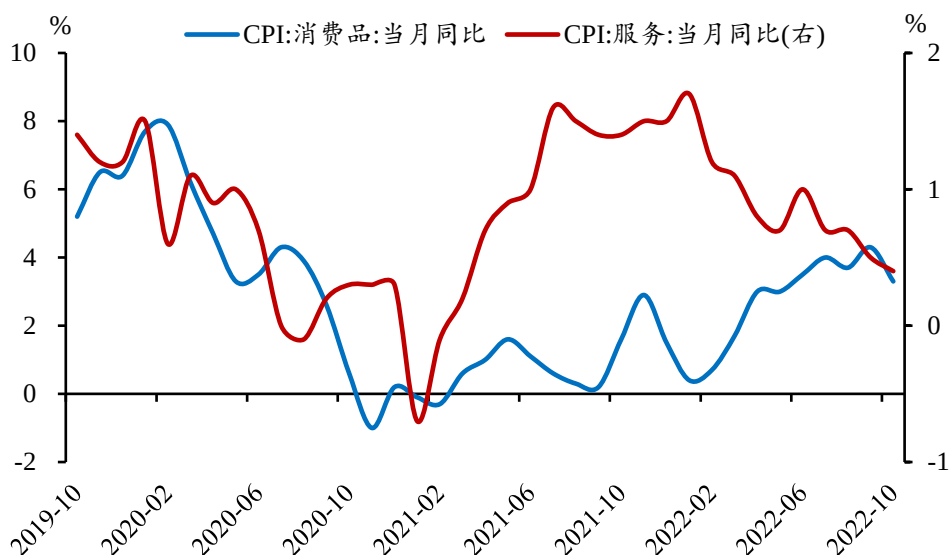
图 6：10 月 CPI 分项表现普遍不及季节性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总体来看，消费品和服务 CPI 同步走弱。10 月消费品和服务的 CPI 同步走弱，消费品 CPI 同比涨幅由 9 月的 4.3% 回落至 10 月的 3.3%，而服务 CPI 同比涨幅则由 9 月的 0.5% 进一步回落至 10 月的 0.4%，这背后显示出 10 月疫情散发对消费品和服务消费的制约。

图 7：10 月消费品和服务 CPI 增速同步走弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、PPI 环比上行受储煤、基建等因素驱动

受高基数影响，10 月 PPI 同比由涨转降，部分行业需求边际改善带动 PPI 环比小幅上涨。10 月 PPI 同比由 9 月 0.9% 转为 -1.3%，生产资料和生活资料表现进一步分化。其中，生产资料 PPI 同比增速由涨转降，生活资料 PPI 同比涨幅继续上扬。从环比上看，PPI 环比增幅由前值的 -0.1% 回升至于 10 月的 0.2%，生产资料 PPI 环比也由前值的 -0.2% 转为 0.1%，生活资料价格环比则上涨至 0.5%。

PPI 环比上行，一是储煤需求支撑上游采掘业价格，二是基建落地推动非金属矿物制品价格上升，三是假日消费带动生活资料类普遍提价。

1) 储煤需求对上游采掘业有支撑，采掘工业价格环比由降转升。10 月多地密集部署迎峰度冬能源保供工作，储煤需求支撑煤炭价格，带动上游煤炭开采和洗选业价格环比上涨 3%。此外，10 月天然气价格有所回落，石油和天然气开采业价格环比下降 2.2%，而整个采掘工业 PPI 环比上涨 1%。

2) 建筑业高景气支撑水泥价格上行，带动非金属矿物制品业价格环比上涨。稳增长政策推动下，基建高位运行，建筑业 PMI 仍然位于较高景气水平，10 月水泥价格指数环比上涨 4.73%，带动非金属矿物制品业价格环比上涨 0.6%。

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_48527

