

通胀保持低位

——10月CPI数据点评

申港证券
SHENGANG SECURITIES

曹旭特

分析师

2022年11月10日

SAC 执业证书编号: S1660519040001

事件:

10月CPI当月同比2.1%，前值2.8%，我们预测值为2.6%，偏离实际值0.5个百分点，主要原因是食品项与实际差距较大。从分项来看，10月食品项当月同比7%，前值8.8%，我们预测值为8.8%，主要原因是未能将2021年10月异常基数纳入模型；10月非食品项当月同比1.1%，前值1.5%，我们预测值1.2%。在《日中则昃——中美通胀的历史复盘与预测》中，我们指出4季度通胀仍将保持低位，从结果来看，通胀的变动趋势符合我们的判断，10月非食品项CPI增速的预测也较为精准，而由于基数原因，食品项增速的预测相比实际结果存在一定偏离。

观点:

4季度通胀仍将保持低位，“猪油”价格值得关注。10月最新公布的CPI数据支持我们此前对4季度通胀的判断。根据框架，需求强弱与供给松紧决定了通胀的中短期趋势，而CPI分项则会对数据形成局部扰动。最新公布的社零和进出口数据显示，目前经济仍承压运行，整体需求暂未出现显著的回暖信号，但4季度猪肉需求的提振使猪价增速保有上行可能，同时全球原油供给仍存不确定性，我们判断通胀中枢将保持低位，但也无法排除CPI增速结构性走高的可能。

非食品主要分项增速均较上月收窄，符合预测结果。根据我们在《日中则昃——中美通胀的历史复盘与预测》中对非食品项的拆解，左右非食品项CPI增速的核心分项为房租（对应居住CPI）以及汽油价格（对应交通和通信CPI）。同时根据选择的先行指标：全国二手房挂牌价指数、汽油最高零售指导价格，我们判断非食品项CPI当月同比将回落至1.2%。10月数据很好地印证了我们的预测结果，非食品项CPI当月同比实际值为1.1%。从分项来看，居住CPI当月同比-0.2%，前值0.3%，交通和通信CPI当月同比3.1%，前值4.5%，均符合依靠先行指标得出的观察结果，再次证明先行指标体系的使用价值。

鲜菜驱动CPI食品项下行，猪肉CPI增速再创新高。从食品分项来看，鲜菜CPI较上月出现较大幅度的调整，环比下降4.5%，同比下降8.1%，拉动CPI当月同比下行0.2个百分点。猪肉CPI再创新高，环比上涨9.4%，同比上涨51.8%，拉动CPI当月同比0.6个百分点。

高基数导致食品项预测值偏离实际结果。10月底我们预测食品项CPI当月同比8.8%，实际值7%，偏离1.8个百分点，主要原因是2021年10月CPI基数较高。我们基于历史趋势，使用多元线性回归模型对通胀进行预测，预测结果可解释为所有可能结果的均值。在这种情况下，异常的基数将导致实际值偏离模型均值，造成预测偏差。经调整，我们后续将使用CPI和先行指标的绝对值进行回归建模，在预测当期CPI绝对值后，将历史实际基数作为分母计算同比，这种方式可在一定程度上削弱异常基数对预测的干扰。除此之外，我们后续在计算食品项时将加入水产品价格作为新的解释变量，模型精确度将得到进一步提升。

我们预测11月CPI当月同比0.7%，其中食品项当月同比2.9%，非食品项当月同比0.2%。

风险提示：猪瘟、恶劣天气、国际原油供给收紧

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系**申港证券行业评级体系：增持、中性、减持**

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

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_48611

