

通胀再度走低，政策效果尚待观察 —10月通胀数据点评

2024年11月11日
热点点评

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部
李席丰
lixif@cspengyuan.com



主要内容：

一、数据

10月CPI同比增长0.3%，低于wind市场预期（0.4%），低于前值（0.4%）；

10月PPI同比增长-2.9%，低于wind市场预期（-2.5%），低于前值（-2.8%）。

二、具体分析

（1）食品项高位回落，环比降幅超季节性，非食品中油价回落，叠加假期出行需求和日常商品需求不强，带动CPI同比和环比走低，核心CPI环比弱于季节性。10月CPI同比增速较上月下降0.1pct，环比-0.3%，显著弱于季节性（0.3%），低于前一月环比（0.0%）。分项来看，10月CPI内部分化有所收窄，其中食品项同比2.9%，较上月下降0.4pct，非食品项同比-0.3%，较上月下降0.1pct。核心CPI同比上涨0.2%，较上月上升0.1pct，处在近3年偏低水平；环比0.0%，弱于季节性（0.1%），高于前一月环比（-0.1%）。食品项季节性回归带动CPI环比转负，出行和服务消费需求不强。

（2）PPI环比降幅收窄，同比重回年内最低点，主要受到工业品市场需求不足、部分国际大宗商品价格下行等因素的影响。10月PPI价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响-0.5和-2.4个百分点，较上月分别持平、下降0.1pct，新涨价因素是PPI同比下降的主要原因。国际定价的原油价格回落，有色金属继续走强，政策发力下黑色金属板块由跌转涨，煤炭、非金属等主要工业品也出现上涨。

三、展望

（1）10月CPI和PPI均弱于预期，预计后续CPI将低位震荡，PPI在阶段底部后小幅抬升。对于CPI，在总需求没有明显改善的背景下，后续CPI同比预计主要在0-1%的区间震荡反复。对于PPI，国际定价的原油、有色金属等主要受到全球需求、地缘冲突等因素的影响，国内房地产仍在下行周期，但是9月底宏观政策发生积极转变，黑色商品价格上涨的持续性待观察。PPI同比可

能目前是阶段底部，但是环比上涨动能有限下，同比年内估计在-2%附近波动。

(2) 10月CPI和PPI同比再次回落，可以看出：(1) 10月通胀延续三季度走势，实体有效需求偏弱。10月食品项中鲜菜鲜果、蛋类等分项季节性回落，猪肉价格在供应宽松下价格也回落；非食品项中服务项受到国庆7天假期的提振效果有限，核心商品主要在以价换量，价格震荡下降。核心CPI反映实体有效需求偏弱，9月底刺激政策的效果目前在价格端还未体现。**(2) 年内CPI和PPI的翘尾因素整体走强，对通胀回升构成有利支撑。****(3) 政策推动下基本面局部企稳，但是价格端未见起色，亟待相关政策推动再通胀。**经济虽有局部企稳，但是通胀数据再度反映经济修复的基础还不牢固。当前通胀形势不容乐观，亟待相关政策来推动再通胀。

1. 数据

10月CPI同比增长0.3%，低于wind市场预期（0.4%），低于前值（0.4%）；

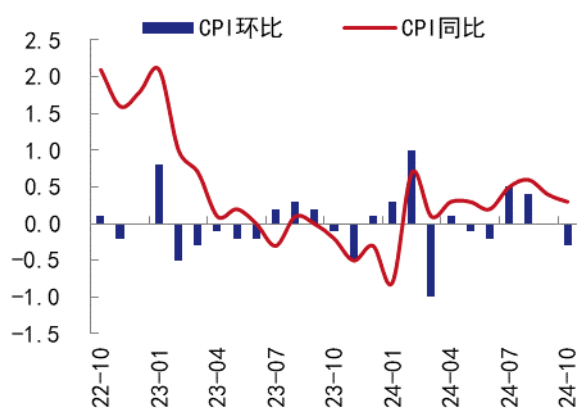
10月PPI同比增长-2.9%，低于wind市场预期（-2.5%），低于前值（-2.8%）。

2. 具体分析

10月CPI同比主要受到食品项拖累，环比弱于季节性，核心CPI同比偏低，环比同样弱于季节性。10月CPI同比增速较上月下降0.1pct，低于wind市场预期（0.4%）；CPI环比-0.3%，弱于季节性（0.3%），低于前一月环比（0.0%）。分项来看，10月CPI内部分化有所收窄，其中食品项同比2.9%，较上月下降0.4pct，非食品项同比-0.3%，较上月下降0.1pct，食品项和非食品项同比差距减小。剔除食品和能源后，10月核心CPI同比上涨0.2%，较上月上升0.1pct，处在近3年偏低水平；环比0.0%，弱于季节性（0.1%），高于前一月环比（-0.1%）。

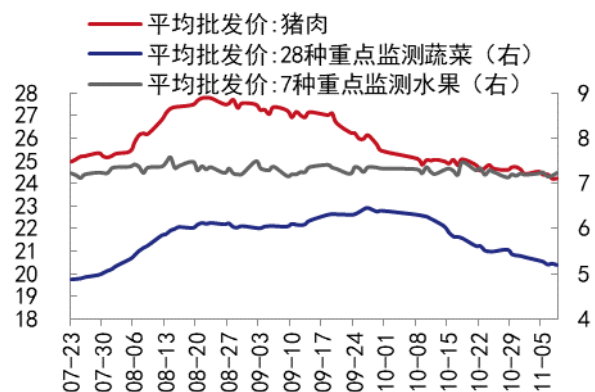
食品项高位回落，降幅超季节性，带动CPI环比转负，出行和服务消费需求不强。（1）食品分项，CPI食品环比-1.2%，弱于季节性（0.6%），较前一月环比下降2.0pct，是带动CPI环比转负的主要原因。食品中鲜菜鲜果、畜肉、蛋类和水产品价格环比跌幅靠前，且环比均弱于季节性，食品分项中只有奶类和酒类强于季节性。具体来看，受天气晴好利于鲜活食品生产储运，叠加前期受极端天气等影响价格上涨较多，猪肉、鲜菜、水产品 and 鲜果本月价格分别下降3.7%、3.0%、2.0%和1.0%，合计影响CPI环比下降约0.20个百分点，占CPI总降幅七成左右。（2）非食品分项，CPI非食品价格环比0.0%，弱于季节性（0.1%），较前一月上升0.2pct。具体来看，受国际油价波动影响，国内汽油全月均价仍较上月下降1.5%，影响CPI环比下降约0.05个百分点，占CPI总降幅两成左右；国庆期间出游需求增加，宾馆住宿和旅游价格分别上涨4.1%和1.3%，但受燃油附加费下调和节后出行快速减少影响，飞机票价格下降5.6%，对应CPI交通通信、教育文化娱乐环比分别下跌0.7%、上涨0.2%，均弱于季节性。

图1 10月CPI环比和同比



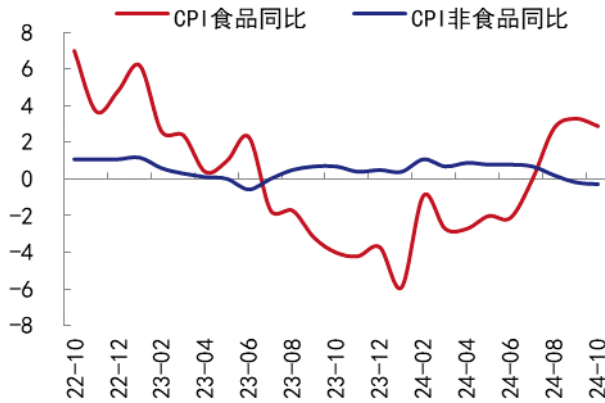
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 CPI重点分项相关价格近期走势



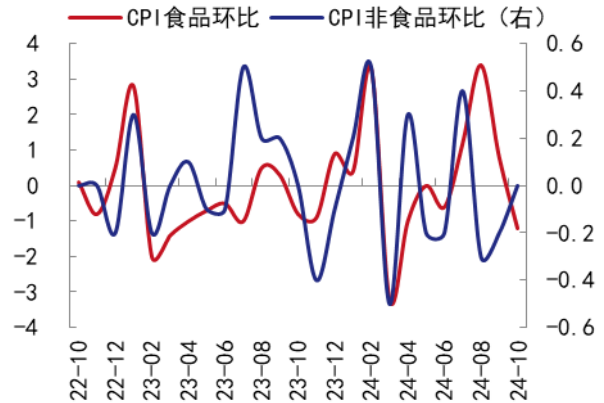
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 10月CPI分项同比



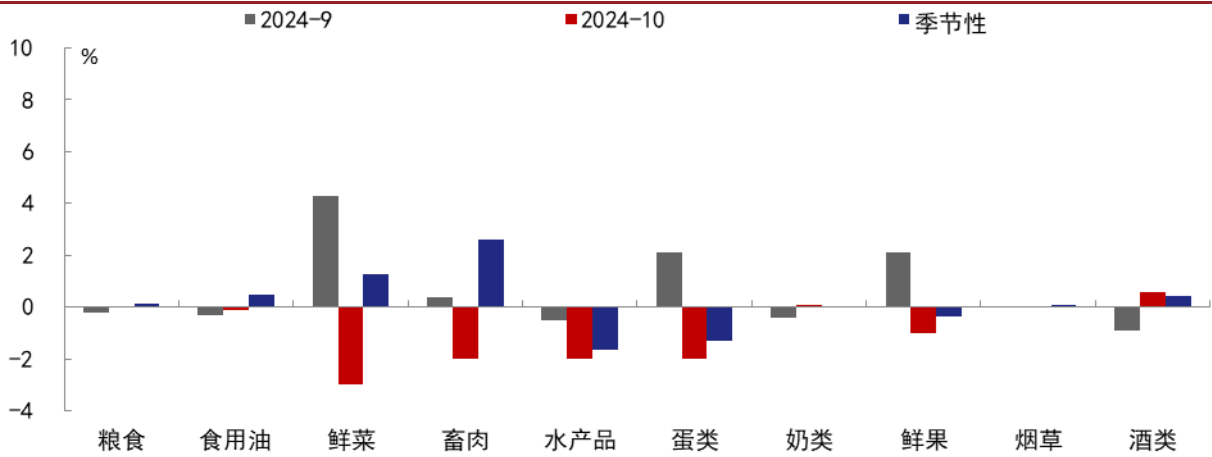
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图4 10月CPI分项环比



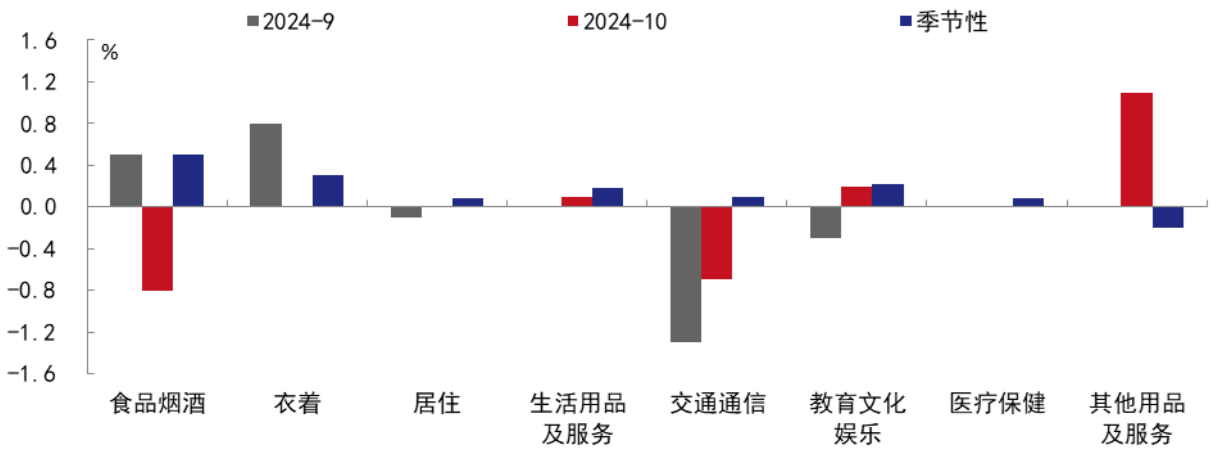
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图5 10月CPI食品分项环比与季节性



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

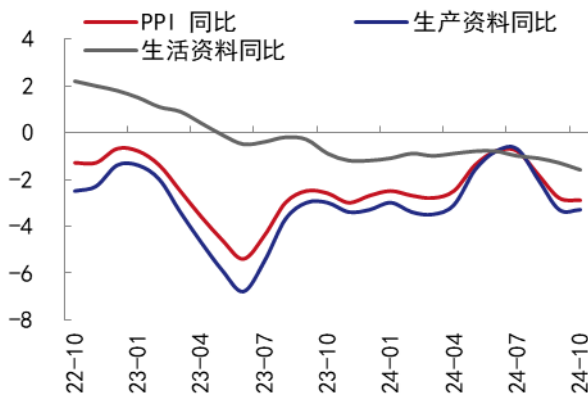
图6 10月CPI大类分项环比与季节性



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

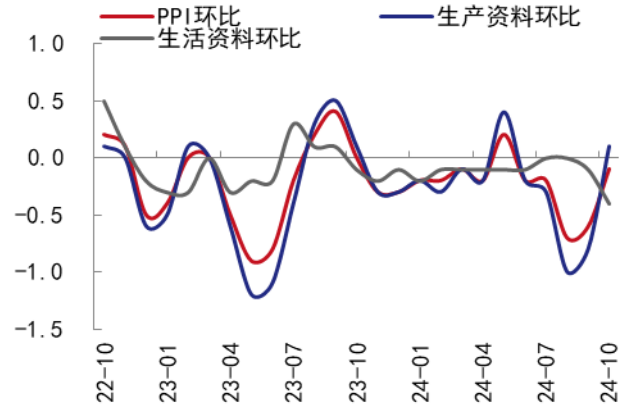
PPI 环比降幅收窄，同比重回年内最低点，主要受到工业品市场需求不足、部分国际大宗商品价格下行等因素的影响。10月，PPI 同比-2.9%，低于 wind 预期 (-2.5%)，较前值下降 1.0pct；PPI 环比-0.1%，较上月上升 0.5pct，略弱于季节性 (0.6%)。从同比价格组成因素看，10月 PPI 价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响-0.5 和-2.4 个百分点，较上月分别持平、下降 0.1pct，新涨价因素是 PPI 同比下降的主要原因。从结构上看，生产资料价格同比-3.3%，和上月持平；生活资料价格同比-1.6%，较上月下降 0.3pct。

图 7 10 月 PPI 及分项同比



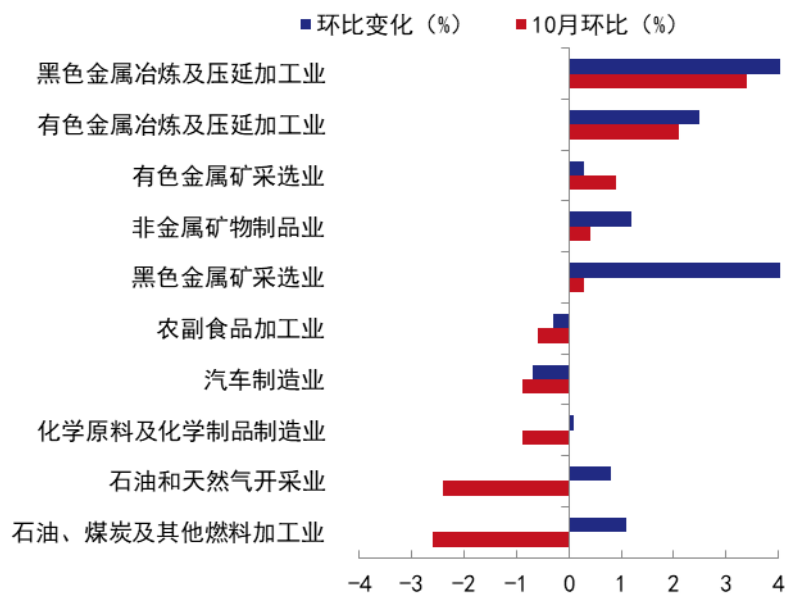
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 10 月 PPI 及分项环比



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 10 月 PPI 分行业环比增速前五位、后五位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

国际定价的原油价格回落，有色金属继续走强，政策发力下黑色金属板块由跌转涨，煤炭、非金属等主要工业品也出现上涨。分行业看，受地缘政治、“特朗普交易”等因素影响，国际原油价格 7 月到 9 月连

续下跌，国内成品油价格跟随调整，10月国内石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比继续下跌，跌幅分别为2.4%和2.6%；国际有色金属价格上行，带动国内有色金属板块表现较好，其中上游的有色金属矿采选业继续相对强势，连续八个月环比上涨，环比涨幅0.9%，涨幅较上月回升0.3pct，有色金属冶炼和压延加工业价格环比由上月下跌0.4%转为上涨2.1%；在9月底以来稳经济的政策组合拳下，建筑需求有所回升，钢材、水泥等价格止跌回升，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比连续下降4个月后转为上涨3.4%，非金属矿物制品业价格环比连续下降3个月后转为上涨0.4%。部分非电行业用煤及北方地区供暖用煤需求增加，煤炭开采和洗选业价格由上月环比下降1.3%转为上涨0.1%。受国际经济环境及国内企业促销活动等因素影响，部分装备制造业价格下降，其中计算机制造价格环比下降0.3%，家用制冷电器具制造价格环比下降0.2%，电视机制造价格环比下降0.2%，智能消费设备制造价格环比下降0.1%。汽车制造业价格下降0.9%，其中新能源车整车制造价格环比连续下降12个月后转为上涨0.6%。

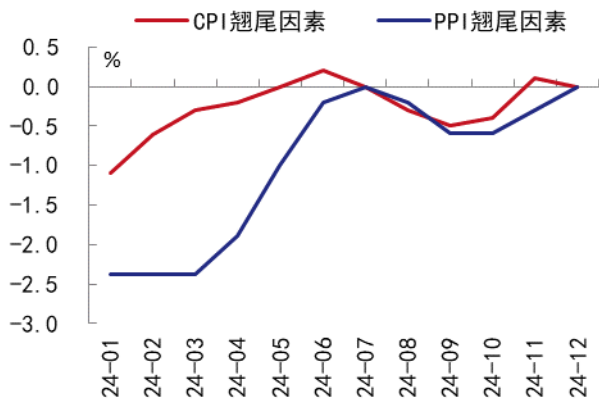
3. 展望

10月CPI和PPI均弱于预期，预计后续CPI将低位震荡，PPI在阶段底部后小幅抬升。对于CPI，食品项重点分类中，猪肉供应充足下价格延续回落，重要拉动项鲜菜鲜果价格预计季节性回落，受天气波动影响较大；非食品项中，原油价格震荡下跌，汽车、房地产等降价促销力度不减，出行类服务需求不强，非食品项整体偏弱。在总需求没有明显改善的背景下，后续CPI同比预计主要在0-1%的区间震荡反复，短期上涨动能偏弱。对于PPI，国际定价的原油、有色金属等主要受到全球需求、地缘冲突等因素的影响，其中特朗普当选以意味着更低的地缘风险溢价和更高的原油增产预期，对油价整体偏利空，可能带动国内相关行业价格继续下降；有色金属板块边际再度回暖，对国内相关板块偏利好；国内房地产仍在下行周期，但9月底宏观政策发生积极转变，黑色商品价格上涨的持续性待观察。从基数来看，年内PPI基数回落，对PPI同比是有利支撑，目前可能是阶段底部，但是环比上涨动能有限下，PPI同比年内估计在-2%附近波动。

10月CPI和PPI同比再次回落，可以看出：（1）10月通胀延续三季度走势，实体有效需求偏弱。三季度CPI同比先升后降，每月支撑项均来自食品分项，10月食品项中鲜菜鲜果、蛋类等分项超季节性回落，猪肉价格在供应充足下价格也回落，带动CPI环比转负；非食品项中服务项受到国庆7天假期的提振效果有限，核心商品主要在以价换量，价格震荡下降。核心CPI更能反映宏观经济运行情况，从年内高点1.2%逐步下降到接近零值水平，10月小幅回升至0.2%，反映实体有效需求偏弱，9月底刺激政策的效果目前在价格端还未体现。**（2）CPI和PPI同比年内有支撑。**在环比动能整体偏弱的背景下，基数效应将成为影响CPI和PPI同比的重要因素。年内CPI和PPI的翘尾因素整体走强，对通胀回升构成有利支撑。**（3）政策推动下基本面局部企稳，但是价格端未见起色，亟待相关政策推动再通胀。**虽然制造业PMI、出口等数据显示经济局部企稳，但是通胀数据再度反映经济修复的基础还不牢固。在基本面未明显改善的情况下，债市震

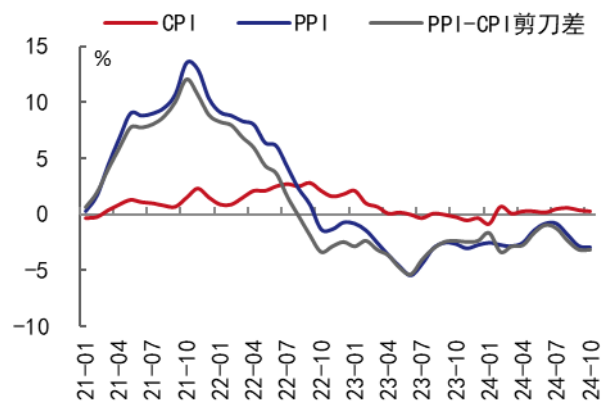
荡偏强的趋势仍在，调整是较好的配置机会。目前政策端发生积极变化，市场聚焦的增量财政政策集中在化债领域，整体力度较大，有利于降低经济的尾部风险，但是并未涉及民生和消费领域，略低于市场预期。当前通胀形势不容乐观，亟待相关政策来推动再通胀。

图 10 2024 年 CPI 和 PPI 翘尾因素



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 PPI-CPI 剪刀差



资料来源：Wind，中证鹏元整理

附表 1: 通胀月度数据

单位: %	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2023-10
CPI 同比	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	-0.2
CPI 食品:同比	2.9	3.3	2.8	0.0	-2.1	-2.0	-4.0
CPI 非食品:同比	-0.3	-0.2	0.2	0.7	0.8	0.8	0.7
核心 CPI:同比	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6
服务 CPI:同比	0.4	0.2	0.5	0.6	0.7	0.8	1.2
CPI:环比	-0.3	0.0	0.4	0.5	-0.2	-0.1	-0.1
CPI 食品:环比	-1.2	0.8	3.4	1.2	-0.6	0.0	-0.8
CPI 非食品:环比	0.0	-0.2	-0.3	0.4	-0.2	-0.2	0.0
核心 CPI:环比	0.0	-0.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.2	0.0
服务 CPI:环比	0.0	-0.3	-0.1	0.6	0.0	-0.1	-0.1
PPI:同比	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4	-2.6
PPI 生产资料:同比	-3.3	-3.3	-2.0	-0.7	-0.8	-1.6	-3.0
采掘工业:同比	-5.1	-2.5	0.9	3.5	2.7	-1.2	-6.2
原材料工业:同比	-4.0	-3.2	-0.8	1.8	1.6	0.5	-2.3
加工工业:同比	-2.9	-3.3	-2.7	-2.1	-2.0	-2.6	-3.0
PPI 生活资料:同比	-1.6	-1.3	-1.1	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9
食品类:同比	-1.6	-1.6	-1.3	-0.7	-0.2	-0.7	-1.2
衣着类:同比	-0.4	-0.3	-0.4	-0.5	0.0	0.4	0.4
一般日用品类:同比	0.1	-0.3	0.0	-0.3	-0.1	0.0	0.4
耐用消费品类:同比	-3.1	-2.1	-1.9	-2.0	-2.1	-1.8	-2.0
PPI:环比	-0.1	-0.6	-0.7	-0.2	-0.2	0.2	0.0
PPI 生产资料:环比	0.1	-0.8	-1.0	-0.3	-0.2	0.4	0.1
采掘工业:环比	-0.3	-1.6	-1.6	0.7	0.3	0.2	2.4
原材料工业:环比	-0.4	-1.2	-1.2	-0.2	-0.5	0.9	0.4
加工工业:环比	0.3	-0.6	-0.9	-0.4	-0.1	0.1	-0.2
PPI:生活资料:环比	-0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
食品类:环比	-0.3	-0.2	0.0	-0.2	0.3	-0.2	-0.3
衣着类:环比	0.0	0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.1
一般日用品类:环比	0.3	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
耐用消费品类:环比	-1.1	-0.2	0.0	0.2	-0.7	-0.3	-0.1

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140