

价格修复路漫漫，关注内外价差分化

——中国通胀系列七

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

11月9日，国家统计局公布10月通胀数据。10月CPI环比下降0.3%，上月持平，同比上涨0.3%，上月为上涨0.4%；扣除食品和能源价格的核心CPI环比持平，上月为上涨0.1%，同比上涨0.2%，上月为上涨0.1%。10月PPI环比下跌0.1%，上月为下跌0.6%，同比下降2.9%，上月为下降2.8%。

核心观点

■ 名义价格仍有压力，核心价格略有企稳

CPI: 10月CPI同比读数连续两个月回落，至+0.3%，主要是食品价格同比继续放缓驱动，服务价格虽然涨幅扩大，但能源价格回落背景下非食品价格依然呈现降幅扩大的特点。主要分项中，随着天气因素恢复正常，鲜菜、水果等食品价格环比回落；服务价格中，其他用品及服务的上涨和交通通讯的下降形成较为明显的反差。

PPI: 10月PPI同比读数相比较9月负增长程度小幅加深，为-2.9%；10月扩大内需等一揽子增量政策落地显效，建筑需求有所改善，钢材、水泥等价格止跌回升。主要分项中，生产资料环比扩张0.9个百分点，生活资料收缩0.3个百分点；10月中游价格开始同比企稳，尽管采掘收缩2.6个百分点，原料收缩0.8个百分点，但加工扩张0.4个百分点；在有效需求等待改善的背景下，10月耐用消费品同比降幅继续扩大至-3.1%。

价格剪刀差: 价格改善任务仍艰巨，关注未来财政增量政策落地对于价格预期的改善。

1) 10月CPI和PPI剪刀差企稳在3.2% (CPI+0.3%，PPI-2.9%，均回落0.1个百分点)，11月人大常委会通过了化债政策——地方政府债务限额提高6万亿，以及连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元进行化债，财政增量政策落地有利于提供地方扩张空间，供给约束减少价格回落压力。2) 10月PPI和PPIRM剪刀差继续回升0.4个百分点至-0.2% (PPI-2.9%，PPIRM-2.7%)，有色价格的上涨(+9.3%)继续支撑原物料价格，但暂不能抵消中游黑色材料(-6.9%)、下游建筑材料(-4.1%)以及燃料(-6.2%)的价格回落压力。10月价差结构CPI/PPI的稳定和PPI/PPIRM的继续恶化显示出，未来地产链的负面影响仍是必要关注点（一方面，CPI中非食品价格增速进入到负增长状态，另一方面，下游消费的放缓影响开始向上游PPI和PPIRM传导）。

未来关注点：1) 外围降息谨慎叠加贸易压力，提升内部政策的扩张，人民币存贬值压力，对应商品内外价差；2) 财政增量政策对于中国内循环商品提供的政策缓释空间。

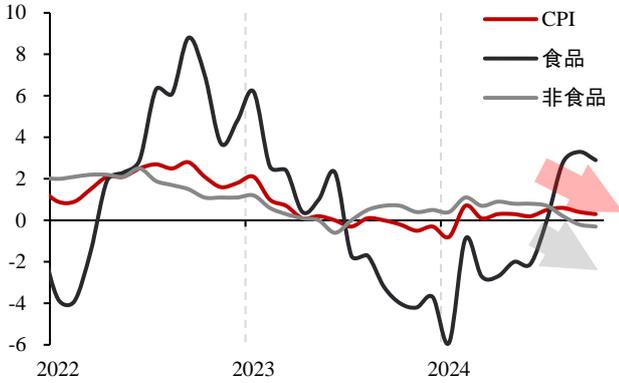
■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

相关图表

图 1: CPI 同比走势 | 单位: %YoY



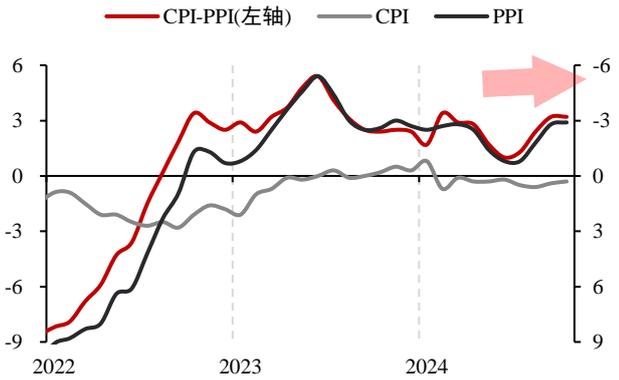
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 2: PPI 同比走势 | 单位: %YoY



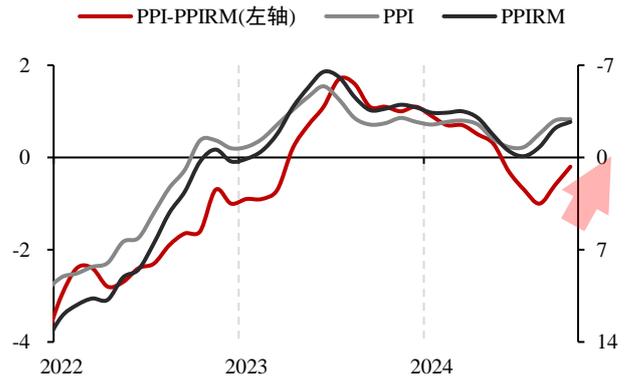
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 3: CPI-PPI 剪刀差扩大略放缓 | 单位: %YoY



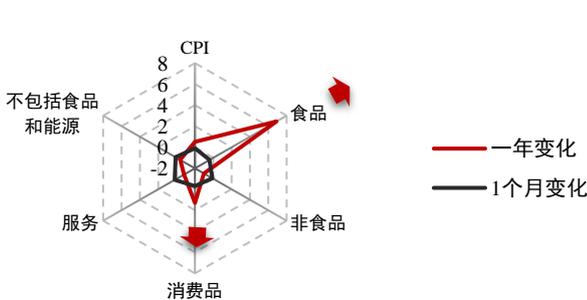
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 4: PPI-PPIRM 剪刀差扩大略放缓 | 单位: %YoY



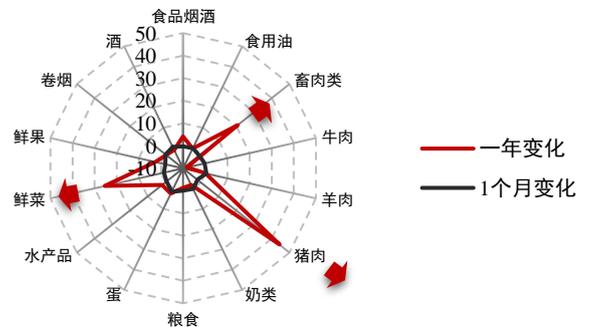
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 5: CPI 和分项同比的变化情况 | 单位: %



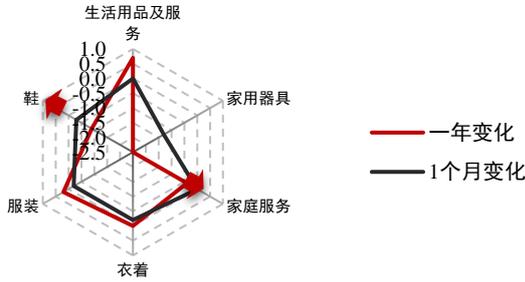
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 6: CPI 食品分项同比的变化情况 | 单位: %



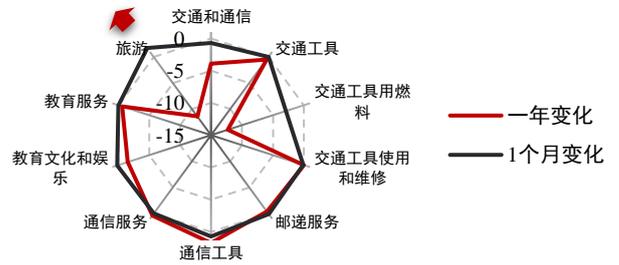
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 7: CPI 生活分项同比的变化情况 | 单位: %



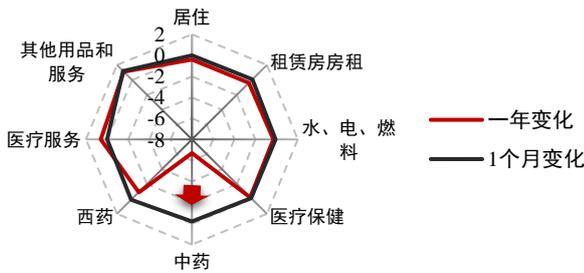
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 8: CPI 教育、通讯分项同比的变化情况 | 单位: %



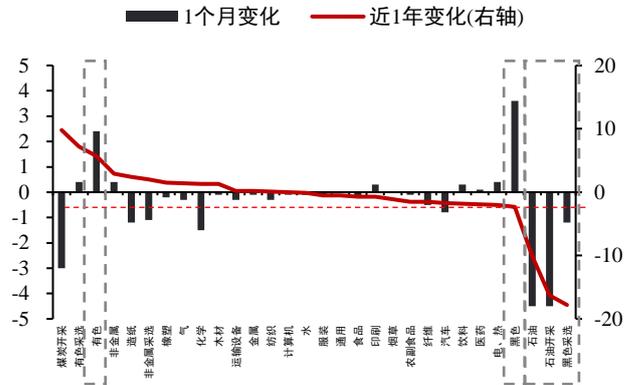
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 9: CPI 居住、医疗分项同比的变化情况 | 单位: %



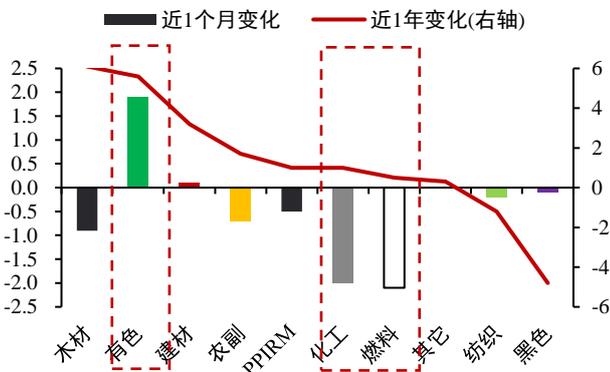
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 10: PPI 分项同比的变化情况 | 单位: %



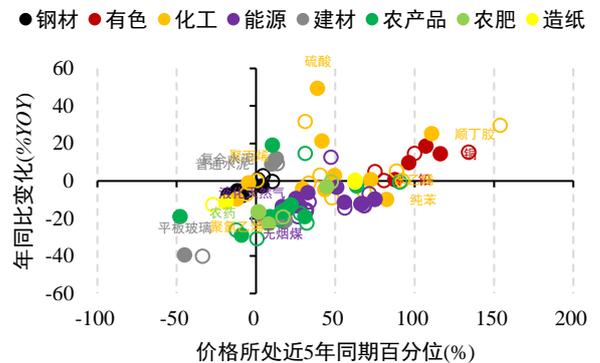
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 11: PPIRM 分项同比的变化情况 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 12: 生产资料同比变化分布 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

附录 1：2024 年 10 月份工业生产者出厂价格环比降幅收窄¹

2024 年 10 月份，全国工业生产者出厂价格同比**下降 2.9%**（9 月下降 2.8%），工业生产者购进价格同比**下降 2.7%**（9 月下降 2.2%）。工业生产者出厂价格环比**下降 0.1%**（9 月下降 0.6%），工业生产者购进价格环比**下降 0.3%**（9 月下降 0.8%），降幅均比上月收窄 0.5 个百分点。1-10 月平均，工业生产者出厂价格和购进价格均比上年同期**下降 2.1%**（1-9 月分别下降 2.0%和 2.1%）。

一、10 月份工业生产者价格同比变动情况

工业生产者出厂价格中，生产资料价格**下降 3.3%**（9 月下降 3.3%），影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.45 个百分点。其中，采掘工业价格**下降 5.1%**（9 月下降 2.5%），原材料工业价格**下降 4.0%**（9 月下降 3.2%），加工工业价格**下降 2.9%**（9 月下降 3.3%）。生活资料价格**下降 1.6%**（9 月下降 1.3%），影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.41 个百分点。其中，食品价格**下降 1.6%**（9 月下降 1.6%），衣着价格**下降 0.4%**（9 月下降 0.3%），一般日用品价格**上涨 0.1%**（9 月下降 0.3%），耐用消费品价格**下降 3.1%**（9 月下降 2.1%）。

工业生产者购进价格中，黑色金属材料类价格**下降 6.9%**（9 月下降 6.8%），燃料动力类价格**下降 6.2%**（9 月下降 4.1%），化工原料类价格**下降 5.3%**（9 月下降 3.3%），农副产品类价格**下降 4.5%**（9 月下降 3.8%），建筑材料及非金属类价格**下降 4.1%**（9 月下降 4.2%），纺织原料类价格**下降 1.9%**（9 月下降 1.7%）；有色金属材料及电线类价格**上涨 9.3%**（9 月上涨 7.4%）。

二、10 月份工业生产者价格环比变动情况

工业生产者出厂价格中，生产资料价格**上涨 0.1%**（9 月下降 0.8%），影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.04 个百分点。其中，采掘工业价格**下降 0.3%**（9 月下降 1.6%），原材料工业价格**下降 0.4%**（9 月下降 1.2%），加工工业价格**上涨 0.3%**（9 月下降 0.6%）。生活资料价格**下降 0.4%**（9 月下降 0.1%），影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.09 个百分点。其中食品价格**下降 0.3%**（9 月下降 0.2%），衣着价格**持平**（9 月**上涨 0.2%**），一般日用品价格**上涨 0.3%**（9 月下降 0.2%），耐用消费品价格**下降 1.1%**（9 月下降 0.2%）。

工业生产者购进价格中，农副产品类价格**下降 1.4%**（9 月下降 0.4%），化工原料类价格

¹ 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202411/t20241109_1957352.html

下降 1.1% (9月下降 1.1%)，燃料动力类价格下降 0.8% (9月下降 1.4%)，建筑材料及非金属类价格下降 0.2% (9月下降 0.8%)，纺织原料类价格下降 0.1% (9月下降 0.5%)；有色金属材料及电线类价格上涨 1.5% (9月下降 0.6%)，黑色金属材料类价格上涨 0.1% (9月下降 2.4%)。

附录 2：2024 年 10 月份居民消费价格同比上涨 0.3%²

2024 年 10 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.3% (9月上漲 0.4%)。其中，城市上涨 0.2% (9月上漲 0.4%)，农村上涨 0.3% (9月上漲 0.6%)；食品价格上涨 2.9% (9月上漲 3.3%)，非食品价格下降 0.3% (9月下降 0.2%)；消费品价格上涨 0.2% (9月上漲 0.5%)，服务价格上涨 0.4% (9月上漲 0.2%)。1-10 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.3% (1-9月上漲 0.3%)。

10 月份，全国居民消费价格环比下降 0.3% (9月持平)。其中，城市下降 0.3% (9月下降 0.1%)，农村下降 0.3% (9月上漲 0.1%)；食品价格下降 1.2% (9月上漲 0.8%)，非食品价格持平 (9月下降 0.2%)；消费品价格下降 0.4% (9月上漲 0.2%)，服务价格持平 (9月下降 0.3%)。

一、各类商品及服务价格同比变动情况

10 月份，食品烟酒类价格同比上涨 2.0% (9月上漲 2.3%)，影响 CPI (居民消费价格指数) 上涨约 0.56 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 21.6% (9月上漲 22.9%)，影响 CPI 上涨约 0.44 个百分点；鲜果价格上涨 4.7% (9月上漲 6.7%)，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点；畜肉类价格上涨 2.8% (9月上漲 3.8%)，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点，其中猪肉价格上涨 14.2% (9月上漲 16.2%)，影响 CPI 上涨约 0.18 个百分点；水产品价格上涨 1.4% (9月上漲 2.0%)，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；蛋类价格下降 2.5% (9月下降 4.1%)，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；粮食价格下降 0.7% (9月下降 0.7%)，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。

其他七大类价格同比五涨两降 (9月五涨两降)。其中，其他用品及服务、衣着、医疗保健价格分别上涨 4.7% (9月上漲 3.5%)、1.1% (9月上漲 1.3%) 和 1.1% (9月上漲 1.2%)，教育文化娱乐、生活用品及服务价格分别上涨 0.8% (9月上漲 0.6%) 和 0.1% (9月上漲 0.1%)；交通通信、居住价格分别下降 4.8% (9月下降 4.1%) 和 0.1% (9月下降 0.1%)。

² 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202411/t20241109_1957353.html

二、各类商品及服务价格环比变动情况

10 月份，食品烟酒类价格环比**下降 0.8%**（9 月**上涨 0.5%**），影响 CPI 下降约 0.22 个百分点。食品中，鲜菜价格**下降 3.0%**（9 月**上涨 4.3%**），影响 CPI 下降约 0.08 个百分点；畜肉类价格**下降 2.0%**（9 月**上涨 0.4%**），影响 CPI 下降约 0.06 个百分点，其中猪肉价格**下降 3.7%**（9 月**上涨 0.4%**），影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；水产品价格**下降 2.0%**（9 月**下降 0.5%**），影响 CPI 下降约 0.04 个百分点；蛋类价格**下降 2.0%**（9 月**上涨 2.1%**），影响 CPI 下降约 0.01 个百分点；鲜果价格**下降 1.0%**（9 月**上涨 2.1%**），影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。

其他七大类价格环比**三涨三平一降**（9 月**一涨三平三降**）。其中，其他用品及服务、教育文化娱乐、生活用品及服务价格分别**上涨 1.1%**（9 月**持平**）、**0.2%**（9 月**下降 0.3%**）和 **0.1%**（9 月**持平**）；衣着、居住、医疗保健价格均**持平**（9 月分别**上涨 0.8%**、**下降 0.1%**、**持平**）；交通通信价格**下降 0.7%**（9 月**下降 1.3%**）。

附录 3：2024 年 10 月份 CPI 同比涨幅略有回落 PPI 环比降幅明显收窄——国家统计局城市司首席统计师董莉娟解读 2024 年 10 月份 CPI 和 PPI 数据³

国家统计局今天发布了 2024 年 10 月份全国 CPI（居民消费价格指数）和 PPI（工业生产者出厂价格指数）数据。对此，国家统计局城市司首席统计师董莉娟进行了解读。

一、CPI 环比下降，同比涨幅略有回落

10 月份，消费市场运行总体平稳，食品价格高位回落，加之汽油价格下行，CPI 环比下降 0.3%，同比上涨 0.3%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 略有回升，同比上涨 0.2%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。

从环比看，CPI 下降 0.3%，上月为持平。其中，食品价格由上月上涨 0.8% 转为下降 1.2%，低于近十年同期平均水平，是影响 CPI 环比下降的主要因素。食品中，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。非食品价格由上月下降 0.2% 转为持平。非食品中，受国际油价波动影响，本月国内汽油价格两次上调，但幅度较小，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；受国际金价上行影响，国内金饰品价格上涨 4.2%；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%。

从同比看，CPI 上涨 0.3%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中，食品价格上涨 2.9%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点。食品中，鲜菜、猪肉和鲜果价格分别上涨 21.6%、14.2% 和 4.7%，涨幅均有回落；牛肉、羊肉、食用油和鸡蛋价格降幅在 2.7%-13.4% 之间。非食品价格下降 0.3%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。非食品中，能源价格下降 5.1%，降幅比上月扩大 1.6 个百分点，其中汽油价格下降 10.7%。扣除能源的工业消费品价格下降 0.2%，降幅与上月相同，其中新能源小汽车、燃油小汽车价格分别下降 6.6% 和 6.1%。服务价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，其中交通工具租赁费价格上涨 3.2%，旅游价格降幅收窄至 0.4%；医疗服务、教育服务价格分别上涨 1.8% 和 1.2%。

据测算，在 10 月份 0.3% 的 CPI 同比变动中，翘尾影响约为 -0.4 个百分点，今年价格变动的新影响约为 0.7 个百分点。

³ 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202411/t20241109_1957351.html

二、PPI 环比降幅明显收窄，同比降幅微扩

10 月份，国际大宗商品价格总体波动下行，但在一揽子增量政策落地显效等因素带动下，国内部分工业品需求恢复，PPI 环比降幅明显收窄，同比降幅微扩。未来随着政策效果的持续显现，价格有望进一步趋稳。

从环比看，PPI 下降 0.1%，降幅比上月收窄 0.5 个百分点，**连续两个月收窄**。其中，生产资料价格由上月下降 0.8% 转为上涨 0.1%；生活资料价格下降 0.4%，降幅扩大 0.3 个百分点。扩大内需等一揽子增量政策落地显效，建筑需求有所改善，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下降 1.3% 转为上涨 0.1%。国际有色金属价格上行，带动国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.1%。受地缘政治等因素影响，国际原油价格波动下行，影响我国石油相关行业价格下降，其中石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 2.6%，石油和天然气开采业价格下降 2.4%。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下降 0.3%，家用制冷电器具制造价格下降 0.2%，电视机制造价格下降 0.2%，智能消费设备制造价格下降 0.1%。汽车制造业价格下降 0.9%，其中汽柴油车整车制造价格下降 1.9%，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%。消费品制造业价格有涨有降，其中文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 1.1%；农副食品加工业价格下降 0.6%。

从同比看，PPI 下降 2.9%，**降幅比上月扩大 0.1 个百分点**。其中，生产资料价格下降 3.3%，降幅与上月相同；生活资料价格下降 1.6%，**降幅扩大 0.3 个百分点**。调查的主要行业中，价格降幅扩大的有：石油和天然气开采业下降 14.6%，扩大 4.5 个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业下降 13.9%，扩大 4.5 个百分点；煤炭开采和洗选业下降 5.6%，扩大 3.0 个百分点；化学原料和化学制品制造业下降 5.6%，扩大 1.5 个百分点；农副食品加工业下降 5.0%，扩大 0.1 个百分点；汽车制造业下降 3.1%，扩大 0.8 个百分点。价格降幅收窄的有：黑色金属冶炼和压延加工业下降 7.5%，收窄 3.6 个百分点；非金属矿物制品业下降 4.7%，收窄 0.4 个百分点；电气机械和器材制造业下降 2.7%，收窄 0.4 个百分点。上述 9 个行业合计影响 PPI 同比下降约 2.43 个百分点，超过总降幅的八成，对 PPI 的下拉作用比上月扩大 0.21 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 8.3%，文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 5.8%，涨幅比上月分别扩大 2.4 和 1.2 个百分点。

据测算，在 10 月份-2.9% 的 PPI 同比变动中，翘尾影响约为-0.5 个百分点，今年价格变动的新影响约为-2.4 个百分点。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com