

猪肉、鲜菜价格上涨推高 9 月 CPI 涨幅，工业品价格同比涨幅延续大幅回落势头

——2022 年 9 月物价数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2022 年 9 月，CPI 同比上涨 2.8%，涨幅较上月加快 0.3 个百分点；PPI 同比上涨 0.9%，涨幅较上月回落 1.4 个百分点。

基本观点：9 月 CPI 同比上行，主要源于当月猪肉、鲜菜价格较快上涨，抵消了成品油价格下调带来的影响，推高整体 CPI 涨幅；不过，9 月核心 CPI 同比低位下行，显示当前整体物价形势依然稳定。这与欧美高通胀形成鲜明对比，很大程度上解释了为何在美联储持续快速加息过程中，国内货币政策仍能保持稳增长取向、并于 8 月下调政策利率。展望未来，10 月 CPI 同比或小幅降至 2.7% 左右，四季度物价水平有望持续处于控制目标（3.0%）下方。这意味着尽管在高通胀压力下，短期内海外金融环境还会较快收紧，但国内物价形势稳定，货币、财政政策都具备灵活调整空间，这将为四季度经济延续回稳向上势头提供支持性的政策环境。

9 月油价下行引领国际大宗商品价格续跌，国内工业品价格涨跌互现，PPI 环比延续下跌，跌幅明显收敛，但受上年同期基数走高影响，同比涨幅仍较快回落至 0.9%，创下近 20 个月以来最低点，表明前期对宏观经济运行影响较大的上游原材料成本上涨压力已明显缓解。展望未来，10 月 PPI 同比料将转负，预计同比跌幅将在 1.0%-2.0% 之间。我们认为，这不仅将持续缓解企业成本压力，增强经济修复动力，而且也将成为四季度稳定物价大局的一个积极因素。

具体来看：

一、9 月 CPI 同比上行，主要源于当月猪肉、鲜菜价格较快上涨，抵消了成品油价格下调带来的影响，推高整体 CPI 涨幅；不过，9 月核心 CPI 同比低位下行，显示当前整体物价形势依然稳定。

9 月 CPI 同比涨幅上扬 0.3 个百分点，达到 2.8%，创近 29 个月以来最高。具体来看，9 月 CPI 同比涨幅扩大，主要原因有两个：首先是当月猪肉消费需求季节性回升，叠加看涨预期下部分养殖户压栏惜售，猪肉价格环比上涨 5.4%，再加上去年同期猪肉价格基数有所下沉，推动 9 月猪肉价格同比涨幅达到 36.0%，涨幅比上月扩大 13.6 个百分点。根据猪肉价格在 CPI 中约 1.66% 的权重，仅此一项就会拉动 9 月 CPI 同比涨幅加快 0.23 个百分点。其次，受高温少雨天气影响，9 月鲜菜价格上涨较快，同比涨幅达到 12.1%，比

上月扩大6个百分点，推动CPI涨幅加快0.12个百分点。受此影响，9月食品CPI同比涨幅由上月的6.1%扩大至8.8%，成为推高当月CPI涨幅的主要原因。

非食品价格方面，国际油价下行带动下，9月国内成品油价格连续下调，加之上年同期基数较高，前期持续偏高的交通和通信CPI同比涨幅较上月收窄0.4个百分点，至4.5%。这是当月在食品价格涨幅扩大的同时，CPI同比依然处于3.0%控制目标下方的一个主要原因。另外，受暑期结束及疫情散发影响，跨区域出行减少，9月飞机票、宾馆住宿和旅行社收费价格环比分别出现不同程度下降，同比涨幅也在回落，这带动CPI中的服务价格同比涨幅较上月回落0.2个百分点，仅为0.5%。

值得注意的是，9月扣除波动较大的食品和能源价格、更能反映整体物价水平的核心CPI同比为0.6%，较上月收窄0.2个百分点，创近18个月以来新低。背后是当前国内消费修复较缓，各类商品和服务供应充足，市场供需平衡不支持物价大幅上涨；同时，这也体现出近几年国内宏观政策始终未搞大水漫灌，为稳物价提供了较为有利的金融货币环境。

我们认为，尽管受猪周期处于价格上行阶段影响，当前食品价格涨幅较高，但非食品价格、特别是核心CPI同比持续处于低位，这表明，当前国内物价水平整体稳定，与欧美高通胀形成鲜明对比。这一经济基本面差异为国内宏观政策保持独立性、自主性创造了条件，很大程度上解释了为何在美联储持续快速加息过程中，国内货币政策仍能保持稳增长取向、并于8月下调政策利率的原因。

展望10月，尽管猪肉价格或将还有一定上涨趋势，但在中央储备猪肉投放等措施作用下，未来涨势趋缓，预计10月猪肉价格同比涨幅扩大势头会有所回落。与此同时，伴随天气影响因素退去，10月鲜菜价格同比涨幅将显著收窄。我们预计，在食品CPI同比连续7个月快速上行后，10月可能出现拐头向下走势。另外，短期内国际原油价格易下难上，加之上年同期基数大幅抬高，10月成品油价格涨幅还会进一步收窄，这意味着当前仍然偏高的交通和通信CPI同比涨幅还有回落空间，而在消费修复延续温和势头背景下，10月其他工业品和服务价格将大致保持近期的温和走势。综合以上，预计10月CPI同比或小幅放缓至2.7%左右。我们判断，9月很可能就是今年CPI同比涨幅的最高点，四季度物价水平将持续处于控制目标（3.0%）下方。这意味着尽管在高通胀压力下，短期内海外金融环境还会较快收紧，但国内物价形势稳定，货币财政政策都具备灵活调整空间，这将为四季度经济延续回稳向上势头提供支持性的政策环境。

二、9月油价下行引领国际大宗商品价格续跌，国内工业品价格涨跌互现，PPI环比延续下跌，跌幅明显收敛；但受上年同期基数走高影响，同比涨幅仍较快回落。9月PPI环比下跌0.1%，跌幅较上月的1.2%有所收敛，同比上涨0.9%，涨幅较上月大幅回落1.4个百分点，为连续3个月较快回落，略超预期。从新涨价和翘尾因素来看，由于环比延续下跌，9月PPI新涨价因素较上月下滑0.2个百分点至-0.4%，同

时翘尾因素下滑 1.2 个百分点至 1.3%。可见，9 月 PPI 同比涨幅收敛，既受新涨价动能削弱影响，也与基数抬高有关，其中后者为主要下拉力量。具体来看：

首先，欧美货币政策收紧、俄乌战争等因素影响下，全球经济下行压力明显加大，加之近期美元明显走强，共同压制国际大宗商品价格。9 月 RJ-CRB 商品价格指数月均值环比下跌 4.3%，同比涨幅较 8 月回落约 10.1 个百分点。其中，国际油价继续下行，布油现货价一度跌至 85 美元/桶左右，月均值降至 90 美元/桶附近，较上月下降 10.0%（前值-11.2%），再加上上年同期基数走高，10 月油价均值同比涨幅从上月的 41.2%加速放缓至 20.5%。受此影响，9 月石油开采、加工以及化工等原油相关行业 PPI 呈现环比续跌、同比涨幅明显回落的态势。这意味着此前支撑 PPI 同比较快上涨的一个主要动力正在显著弱化。

其次，9 月基建投资继续加力，“保交楼”政策推进，叠加传统施工旺季，工业品需求有所提振。但因地产投资总体仍羸弱，需求端对工业品价格的推升作用仍难言强劲。9 月国内工业品价格涨跌互现，环比走势好于上月，其中，煤炭、水泥价格有所上涨，螺纹钢价格小幅下行，铜、铝等有色金属价格总体平稳。不过，由于去年同期基数普遍走高，9 月主要工业品价格同比表现普遍转弱且多数下跌。

在上述内外部因素综合影响下，9 月生产资料 PPI 环比下跌 0.2%，尽管跌幅较上月收敛 1.4 个百分点，但在上年同期高基数作用下，同比涨幅仍较上月回落显著 1.8 个百分点至 0.6%。9 月生产资料各分项 PPI 环比跌幅均有所收窄，其中采掘工业 PPI 继续领跌，原材料工业 PPI 环比转正至 0.1%，但各分项 PPI 同比均延续涨幅回落或跌幅扩大势头。

最后，9 月生活资料 PPI 环比上涨 0.1%，表现好于上月的下跌 0.1%。这主要受食用农产品价格上涨带动食品类 PPI 环比涨势加快，以及耐用消费品价格环比止跌带动。同比来看，9 月生活资料 PPI 同比上涨 1.8%，涨幅较上月加快 0.2 个百分点，食品类 PPI 同比上涨 4.1%（前值 3.7%）是主要拉动，同时衣着和一般日用品类 PPI 同比涨幅也有小幅加快。整体上看，由于终端消费需求恢复缓慢，下游商品价格涨势持续偏弱，对整体 PPI 的正向拉动作用较为有限。

我们关注到，近期伴随生产资料 PPI 涨势快速回落，生活资料 PPI 涨幅已反超生产资料，这有利于从成本端改善中下游企业利润空间。不过，当前生活资料 PPI 涨势仍然低迷，表明下游商品价格涨势持续偏弱。这也意味着，当前中下游企业经营压力已经从成本端转向需求端，保市场主体的政策重心也已从留抵退税、财政补贴等转向加大力度提振宏观经济总需求。

展望未来，10 月 PPI 同比料将转负。一方面，尽管 OPEC+ 决定 10 月减产 10 万桶/天，但由于减产体量不大，加之美欧经济衰退预期渐强，需求预期收缩更甚，国际油价还将继续承压。另一方面，国内稳

增长政策持续发力，基建投资提速将给国内工业品价格带来回升动力，但考虑到短期内地产投资难见明显回暖，叠加保供稳价政策持续发力，工业品价格料难现快速上涨。更为重要的是，随去年同期基数上扬，10月PPI翘尾因素加速回落至-1.2%。由此，尽管10月PPI环比涨幅存在小幅回正的可能，但同比大概率将降至负值，预计同比跌幅将在1.0%-2.0%之间。我们认为，这不仅将持续缓解企业成本压力，增强经济修复动力，而且也将成为四季度稳定物价大局的一个积极因素。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。