

2022年10月14日

PPI 低位运行并不意味生产偏弱

固定收益研究团队

——2022年9月通胀数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

● 价格稳定对稳增长有支撑

1. 核心 CPI 偏弱，稳内需、稳增长“时不我待”。我国9月CPI同比涨幅扩大，录得2022年来最高值。除了受2021年低基数效应影响外，与假期对食品囤货等消费需求上升有关。除了食品和能源的核心CPI涨幅收窄，非食品项中的多数分项同比也均出现收窄，证明内需仍有上行空间，实体经济恢复还有待进一步巩固和加强。尤其进入四季度后，稳经济大盘工作推进会议强调，四季度经济在全年分量最重，多项扩投资促消费、调动市场主体积极性的政策或将在四季度见效。

2. 2020年后，PPI与生产出现分化。PPI和工增在2017年到2019年期间有较为相似的运行趋势，直到疫情之后出现分化。这或许是由于在2019年前的PPI主要受内部影响，与国内生产走势较为一致。在2020年之后，PPI主要受外部影响，如原油、供应成本等影响。2022年9月PPI受高基数、原油价格回落读数较低，但由于PPI与工增分化，并不意味着生产较差，反而从高频来看，多项指标回暖，如高炉开工率、钢材产量等。

3. 较低的PPI可以持续中国出口的价格优势。受高基数和原油等能源类行业价格回落影响，我国PPI涨幅继续收窄。相对于其他国家，如美国9月PPI高位运行，我国9月PPI仍处低位，相对于其他国家仍有较大的价格优势。出口增速或将在海外需求和高基数下降并降低并形成新平衡，但我国的全球出口份额占比或将在价格优势下占优。

4. 工业品价格低有助于形成更多实物工作量。PPI涨幅持续收窄，在经历7月和8月的高温、疫情影响后，环比下降也有企稳现象，但PPI进入低位。如果PPI低位运行，工业品价格较低，那这之后形成的实物工作量就会越多，从而促进如基建等投资增，整体的经济增速也会上升。

5. 对于债市而言，随着稳增长措施进一步加码，叠加PPI较低形成更多实物工作量，有助于带动经济上行，需警惕债市调整风险，看好与内需相关的转债。

● 9月CPI受食品项拉动涨幅扩大

9月，我国CPI同比+2.8%（前值+2.5%，下同），同比涨幅扩大。**分项来看**，食品项同比+8.8%（+6.1%），对CPI拉动最为明显。其中，猪肉价格同比+36%（+22.4%），涨幅扩大，猪肉需求季节性回升叠加部分压栏惜售行为，导致猪肉价格上涨，成为同比增速最高项。

9月，我国PPI同比+0.9%（+2.3%），受高基数和原油价格回落影响，同比涨幅大幅回落。**分项来看**，生产资料价格涨幅收窄，同比+0.6%（+2.4%）。其中，采掘工业同比降幅最大，同比+3.5%（+10.1%）。行业来看，超半数行业涨幅出现收窄或降幅扩大。煤炭开采同比-2.7%（+8.6%），出现较大回落。受油价下降影响，石油和天然气开采价格同比涨幅收窄。黑色系、有色系从采选到加工同比均呈现下跌。电力供应同比+10.1%（+9.2%），同比涨幅扩大，或由于开工回升对电力需求旺盛导致。

● **风险提示：**政策变化超预期；价格变化超预期；疫情变化超预期。

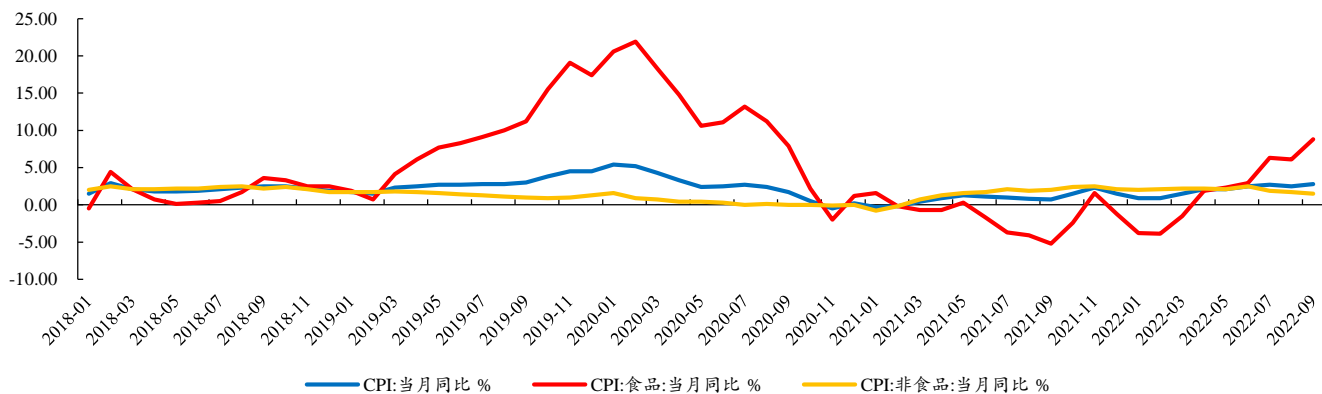
相关研究报告

《稳地产和物量形成情况是影响后续宽信用的关键—2022年9月金融数据点评》-2022.10.12

《房企拿地回升，部分更新高频指标回升—经济高频周报》-2022.10.9

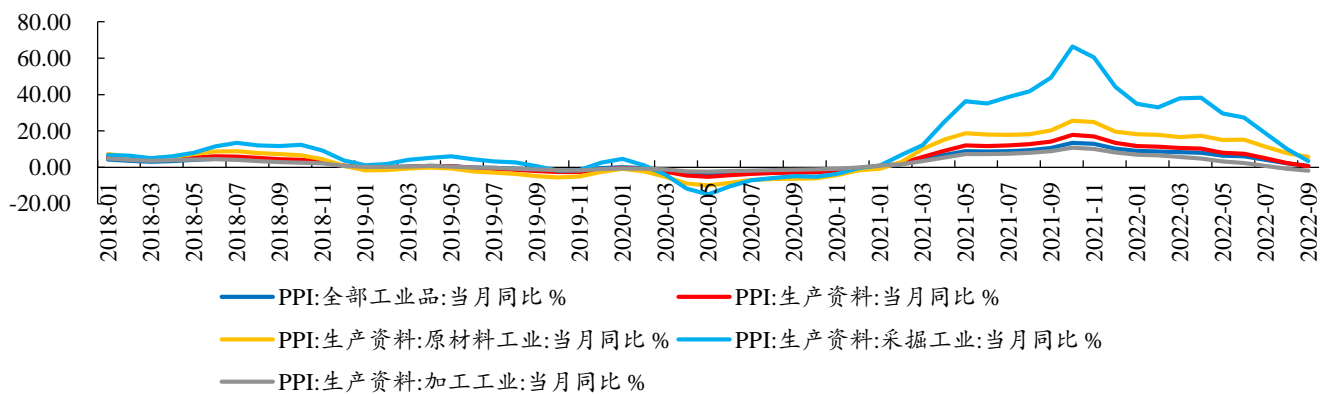
《稳楼市政策接连发布，美国政策利率进入限制性区间—利率债周报》-2022.10.9

附图 1：2022 年 9 月 CPI 同比涨幅扩大



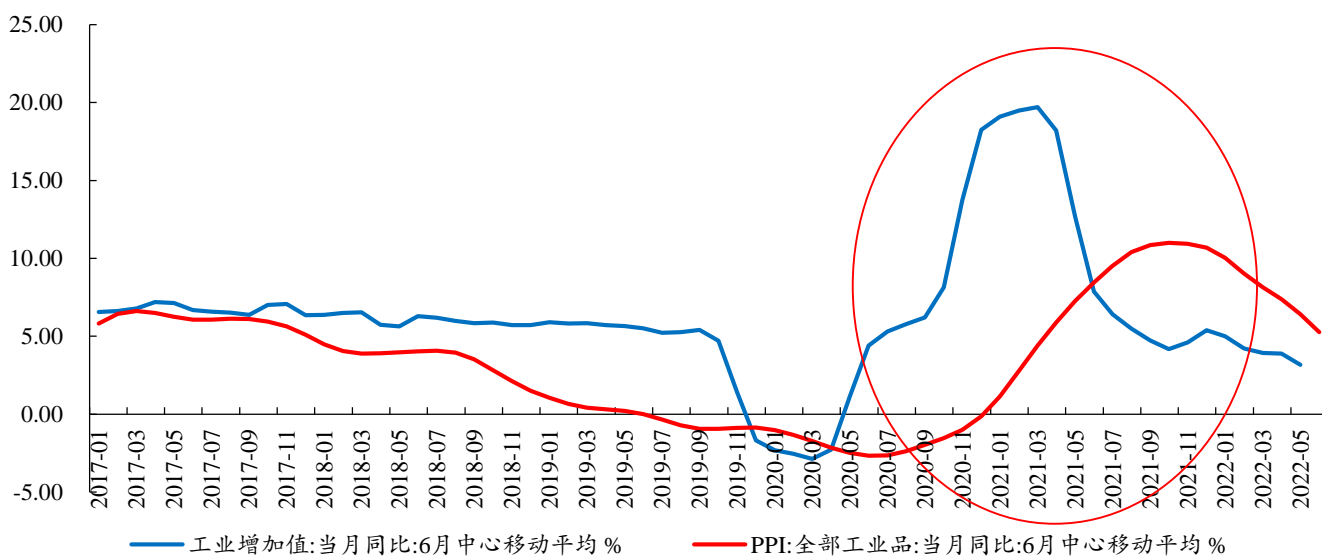
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：2022 年 9 月 PPI 同比涨幅继续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：2020 年后工增和 PPI 出现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn