

# 年内 CPI 破 3 窗口大概率已过，PPI 或将转负

## 2022 年 9 月通胀数据点评

### 报告摘要

9 月 CPI 同比录得+2.8%，涨幅较上月扩大，但低于市场预期。排除猪肉、鲜菜等扰动因素后，9 月 CPI 并未破 3 的核心原因在于居民消费低迷拖累核心 CPI 涨幅下行。展望四季度，在猪肉、原油价格对 CPI 同比拉动作用预期走弱，同时居民消费恢复进度存在不确定性的情况下，叠加翘尾因素明显走低，四季度 CPI 同比预计将有所回落，年内 CPI 破 3 窗口大概率已过。

9 月 PPI 同比录得+0.9%，涨幅较上月回落且回落程度超市场预期。翘尾因素的走低是 9 月 PPI 同比涨幅继续下行的主因，但全球经济走弱下油价的回落以及国内地产持续筑底、制造业景气度修复较慢之下，钢材、水泥等价格的疲软对 PPI 同比涨幅放缓亦有影响。展望四季度，10 月至年末 PPI 翘尾因素继续快速下行，叠加原油价格预期走弱和钢材价格持续同比下行，PPI 同比预计将继续相对快速下行，预计最快在 10 月 PPI 同比将转负。

9 月的 CPI 和 PPI 数据同比涨幅均低于市场预期，综合反映了目前我国工业端和居民消费端的需求依然偏弱，是我国经济复苏基础仍不牢固在价格领域的体现。四季度，CPI 和 PPI 同比预计将同步走弱，我国目前相对宽松的货币政策面临的潜在制约不在通胀而在汇率。虽然面临外部紧缩的压力，出于稳增长考虑，预计四季度国内货币政策仍将维持稳健宽松的基调。

#### ➢ 9 月 CPI 同比涨幅低于市场预期，年内 CPI 破 3 窗口大概率已过

9 月 CPI 环比+0.3%，明显弱于近 5 年历史同期均值的+0.5%。9 月食品 CPI 环比+1.9%，高于 5 年均值的+1.2%，主要系鲜菜、猪肉、水产和蛋类环比价格上涨的拉动。9 月非食品 CPI 环比为 0，低于近 5 年均值的+0.3%。9 月核心 CPI 环比为 0，弱于季节性（近 5 年均值+0.26%），体现了居民消费的相对低迷。

9 月 CPI 同比+2.8%（市场预期+3.0%），较 8 月+0.3PCTS。分食品和非食品看：9 月食品 CPI 较 8 月+2.7PCTS。高温少雨天气下，9 月鲜菜、水果价格同比涨幅较 8 月+6.1PCTS 和+1.5PCTS。此外，9 月猪肉价格同比涨幅较 8 月+13.6PCTS，对 CPI 同比带动作用明显增强，主要系前期猪肉产能收缩，叠加近期猪肉消费回暖和养殖户惜售。9 月非食品 CPI 同比+1.5%，较 8 月-0.2PCTS。受 9 月国际油价环比下行以及去年 9 月油价基数抬升影响，9 月汽油、柴油和液化石油气价格涨幅均较 8 月回落，带动 9 月交通通信项 CPI 涨幅较 8 月下行。除交通通信项外，在居民出行重新受限、消费相对低迷的影响下，9 月除生活用品及服务类和医疗保健类外，其余非食品项 CPI 同比涨幅均回落。在居民消费总体低迷的影响下，扣除食品和能源后，9 月核心 CPI 录得+0.6%，较 8 月-0.2PCTS。

### 主要数据

上证指数	3016.3561
沪深 300	3752.6729
深证成指	10817.6679

### 主要指数走势图



### 作者

符旸 分析师  
SAC 执业证书: S0640514070001  
联系电话: 010-59562469  
邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师  
SAC 执业证书: S0640520030001  
联系电话: 010-59219572  
邮箱: liuqd@avicsec.com

### 相关数据

2022 年 10 月 14 日，据统计局公布的数据：

9 月，CPI 环比+0.3%，CPI 同比+2.8%，较上月+0.3PCTS，核心 CPI 同比+0.6%，较上月-0.2PCTS。

9 月，PPI 环比-0.1%，同比+0.9%，较上月-1.4PCTS。9 月，PPIRM 环比-0.5%，同比+2.6%，较上月-1.6PCTS。

往后看，年内 CPI 破 3 窗口大概率已经过去，9 月或为年内 CPI 同比涨幅高点：

1，去年 10 月开始猪肉价格基数抬升，今年 10 月之后猪肉对 CPI 拉动作用大概率会减小；2，全球经济走弱下原油价格仍有下行空间，原油价格对 CPI 的拉动作用或将逐渐减弱；3，当前居民消费低迷，核心 CPI 预计较难出现快速上行的情况；4，10 月之后 CPI 翘尾因素明显走低。

➤ **9 月 PPI 同比继续回落，PPI 同比最快 10 月将转负**

9 月 PPI 同比+0.9%，较 8 月-1.4PCTS，环比为-0.1%，较 8 月-1.1PCTS。9 月 PPIRM 同比+2.6%，较 8 月-1.6PCTS，环比-0.5%，较 8 月+0.6PCTS。

9 月 1/3 焦煤虽然环比价格上行，但去年基数抬升下，价格同比录得-43.2%，同比跌幅较 8 月扩大。9 月无烟煤和普通混煤价格同比录得+16.4%和+13.9%，继续延续同比价格上行态势；9 月螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格同比跌幅普遍较 8 月加深，同比录得-18.9%到-27.7%不等；9 月因全球经济走弱，国际油价继续下行。

总体上，从 8 月到 9 月，主要工业原材料成本同比涨幅有所回落。行业角度，调查的 40 个工业行业大类中，价格同比上涨的有 30 个，比上月减少 2 个。分上中下游看，9 月，中上游的采掘工业和原材料工业 PPI 同比涨幅下降，加工工业 PPI 同比下行幅度加大。PPI 采掘工业同比-PPI 加工工业同比的差由 8 月的-10.8PCTS 缩窄为 9 月的-5.4PCTS，中下游制造业企业成本压力有所减轻。

展望后市，预计 10 月后 PPI 同比将继续下行，最快 10 月 PPI 将转负：1，目前国际油价因美欧同步紧缩的货币政策和全球经济的走弱而持续下行。2，房地产持续不景气和制造业复苏步伐放缓之下，钢材、水泥等工业品价格走势相对疲软。3，10 月至年末 PPI 翘尾因素继续快速下行，10 月、11 月 PPI 翘尾因素甚至为负，对 PPI 将持续形成下行压力。

## 一、9月CPI同比涨幅低于市场预期，年内CPI破3窗口大概率已过

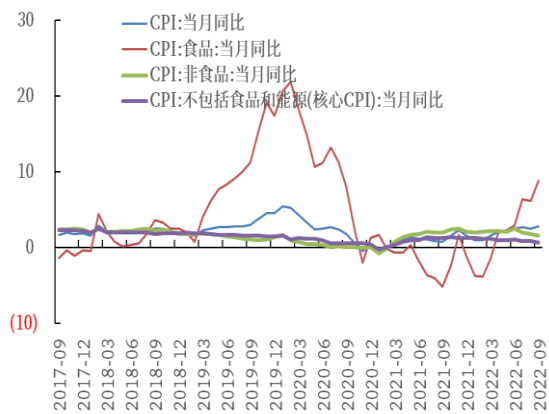
9月CPI环比+0.3%，明显弱于近5年历史同期均值的+0.5%。分食品和非食品看：9月食品CPI环比+1.9%，高于近5年均值的+1.2%。其中，鲜菜、猪肉、水产和蛋类价格环比明显高于近5年均值。鲜菜价格涨幅强于季节性，影响CPI上涨约0.14个百分点，占CPI环比总涨幅四成多，主要系受高温少雨天气影响。猪肉价格环比继续上行，主要系消费需求季节性回升以及看涨预期下部分养殖户压栏惜售。水产和蛋类价格环比涨幅上行，主要受节日期间消费需求增加影响。9月非食品CPI环比为0，低于近5年均值的+0.3%。分类别看，衣着、生活用品及服务类价格环比与近5年均值相差不大，但居住、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务等五项价格环比全面低于近5年均值至少0.2PCTS以上。受国际油价下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降1.2%和1.3%。受暑期结束及疫情散发影响，跨区域出行减少，飞机票、宾馆住宿和旅行社收费价格分别下降9.9%、2.9%和1.3%。扣除食品和能源后，9月核心CPI环比为0，弱于季节性（近5年均值+0.26%），体现了居民消费的相对低迷。

9月CPI同比+2.8%（市场预期+3.0%），较8月+0.3PCTS。分食品和非食品看：9月食品CPI同比+8.8%，较8月+2.7PCTS。高温少雨天气下，9月鲜菜、水果价格同比涨幅分别录得+12.1%和17.8%，较8月+6.1PCTS和+1.5PCTS。此外，9月猪肉价格同比涨幅为+36.0%，较8月+13.6PCTS，对CPI同比带动作用明显增强，主要系前期猪肉产能收缩，叠加近期猪肉消费回暖和养殖户惜售。9月非食品CPI同比+1.5%，较8月-0.2PCTS，系连续第三个月同比涨幅回落。其中：受9月国际油价环比下行以及去年9月油价基数抬升影响，9月汽油、柴油和液化石油气价格分别录得+19.2%、+21.0%和+16.6%，涨幅均较8月回落，带动9月交通通信项CPI涨幅较上月-0.4PCTS。除交通通信项外，在居民出行重新受限、消费相对低迷的影响下，9月除生活用品及服务类CPI同比涨幅较8月+0.1PCTS以及医疗保健类CPI同比涨幅与上月持平外，其余非食品项CPI同比涨幅均回落。在居民消费总体低迷的影响下，扣除食品和能源后，9月核心CPI录得+0.6%，较8月-0.2PCTS。

往后看，年内CPI破3窗口大概率已经过去，9月或为年内CPI同比涨幅高点：1，10月之后猪肉对CPI拉动作用可能会减小。2022年4月之前，能繁母猪存栏变化率环比连续10个月为负，且截止今年8月，能繁母猪存栏仍较去年同期低180万头左右。预计今年年底之前生猪出栏量仍将受存栏量较低的能繁母猪量拖累，猪肉价格不存在快速下行基础。另一方面，产能的收缩虽然推动猪肉价格持续上行，但单独看9月猪肉价格同比，除今年9月猪肉价格环比上行外，还受到去年9月猪肉价格下行的支撑。去年10月之后，猪肉价格基数抬升，对今年10月之后猪肉价格同比涨幅

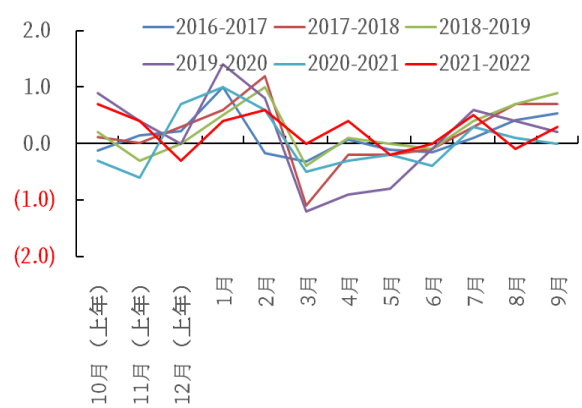
的支撑力度将减弱。2, 原油价格对 CPI 的拉动作用或将逐渐减弱。受美联储加息和全球经济预期走弱影响, 6 月中旬至今国际油价持续下跌, 叠加去年同期价格基数的持续抬升, 6 月至 9 月原油价格同比涨幅逐月递减, 6 月到 9 月 OPEC 一揽子原油价格月同比分别为+63.8%、+47.5%、+44.9%和+29.0%。往后看, 考虑到全球经济走弱趋势的延续, 以及去年同期油价基数的相对平稳, 预计油价对 CPI 的拉动作用或将逐渐走弱。3, 居民消费低迷, 核心 CPI 预计较难出现快速上行的情况。9 月服务业 PMI 录得荣枯线之下、居民出行重新受限, 金融数据显示的居民贷款数据也表现较弱, 在居民消费恢复较慢的情况下, 四季度核心 CPI 同比大概率维持低位。4, 10 月之后 CPI 翘尾因素明显走低。今年二季度和三季度各月 CPI 翘尾因素维持在 0.6 到 1.2 之间, 但 10 月之后 CPI 翘尾因素明显下行, 其中, 11 月 CPI 翘尾因素甚至转负, 缺乏翘尾因素支撑下, 四季度 CPI 同比上行幅度将受到抑制。

图1 CPI 同比走势 (%)



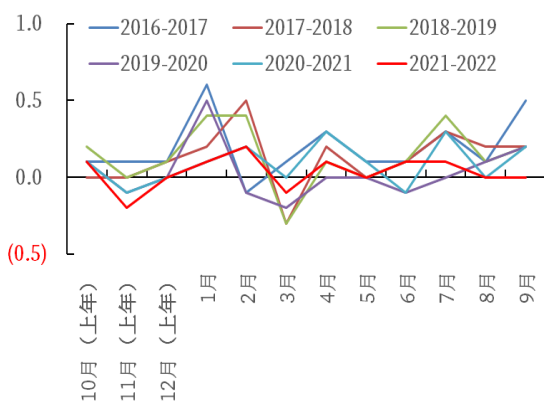
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 CPI 环比走势 (%)



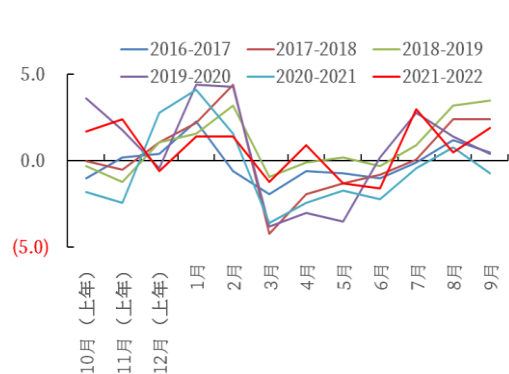
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 核心 CPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 食品 CPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 CPI分项目同比和环比情况(%)

	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09
CPI: 当月同比	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70
CPI: 食品烟酒: 当月同比	6.30	4.50	4.70	2.50	2.10	1.90	-0.30	-1.80	-1.80	-0.10	1.70	-0.90	-2.80
CPI: 衣着: 当月同比	0.50	0.60	0.70	0.60	0.50	0.50	0.60	0.60	0.40	0.60	0.50	0.50	0.50
CPI: 居住: 当月同比	0.30	0.60	0.70	0.80	1.00	1.20	1.30	1.40	1.40	1.60	1.70	1.70	1.30
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	1.40	1.30	1.40	1.50	1.40	1.20	0.90	0.60	0.40	0.80	0.50	0.90	0.50
CPI: 交通和通信: 当月同比	4.50	4.90	6.10	8.50	6.20	6.50	5.80	5.50	5.20	5.00	7.60	7.00	5.80
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	1.20	1.60	1.50	2.10	1.80	2.00	2.60	2.50	2.90	3.10	3.00	2.90	3.20
CPI: 医疗保健: 当月同比	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60	0.60	0.70	0.60	0.60	0.40
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	1.60	2.20	0.90	1.70	1.80	1.70	2.10	0.30	-0.10	-0.50	-0.60	-0.50	-2.80
CPI: 环比	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60	0.40	-0.30	0.40	0.70	0.00	0.10
CPI: 食品烟酒: 环比	0.40	1.90	-1.00	-0.90	0.70	-0.90	1.20	1.10	-0.30	1.60	1.20	-0.40	0.50
CPI: 衣着: 环比	-0.20	-0.40	-0.10	0.40	-0.20	0.40	-0.30	-0.50	0.10	0.30	0.30	0.80	-0.10
CPI: 居住: 环比	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00	0.40	0.20	0.10
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.00	0.30	-0.20	0.20	0.60	0.20	0.20	-0.10	0.30	-0.40	0.30	-0.10	0.10
CPI: 交通和通信: 环比	-1.70	-0.70	2.20	0.10	1.10	1.60	1.40	1.10	-1.30	0.30	1.00	-0.20	-0.60
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	-0.30	0.40	0.20	0.00	-0.50	0.20	0.70	0.00
CPI: 医疗保健: 环比	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00
CPI: 其他用品和服务: 环比	0.30	-0.70	0.10	0.60	0.00	1.00	0.10	0.90	-0.10	-0.50	0.10	0.30	-0.90

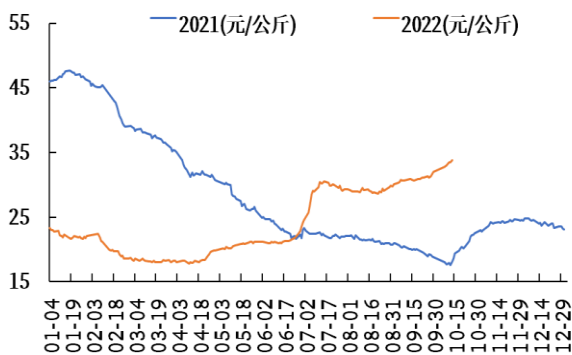
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 CPI分项目环比季节性情况(%)

	近五年均值	2022-09	2021-09	2020-09	2019-09	2018-09	2017-09
CPI: 环比	0.47	0.30	0.00	0.20	0.90	0.70	0.54
CPI: 食品烟酒: 环比	0.88	1.30	-0.40	0.31	2.60	1.50	0.37
CPI: 衣着: 环比	0.81	0.80	0.80	0.85	0.80	0.70	0.88
CPI: 居住: 环比	0.22	-0.10	0.20	0.04	0.10	0.40	0.34
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.01	0.00	-0.10	-0.04	0.00	0.10	0.07
CPI: 交通和通信: 环比	-0.05	-0.60	-0.20	-0.07	-0.40	0.30	0.13
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.62	0.40	0.70	0.83	0.10	0.50	0.95
CPI: 医疗保健: 环比	0.42	0.00	0.00	0.03	0.10	0.20	1.79
CPI: 其他用品和服务: 环比	0.07	-0.30	0.30	-0.90	0.90	-0.20	0.22

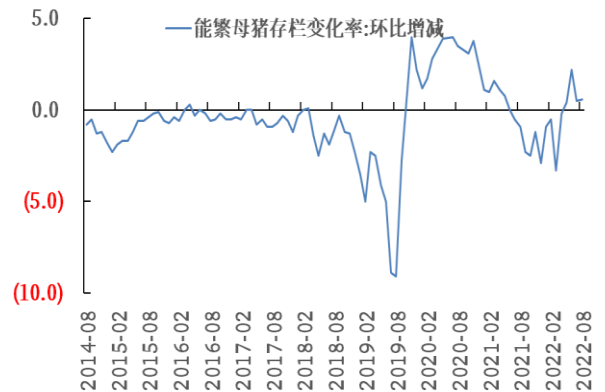
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 平均猪肉批发价走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 能繁母猪存栏变化率走势(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所



## 二、9月PPI同比继续回落，PPI同比最快10月将转负

9月PPI同比+0.9%，较8月-1.4PCTS，环比为-0.1%，较8月-1.1PCTS。9月PIRM同比+2.6%，较8月-1.6PCTS，环比-0.5%，较8月+0.6PCTS。

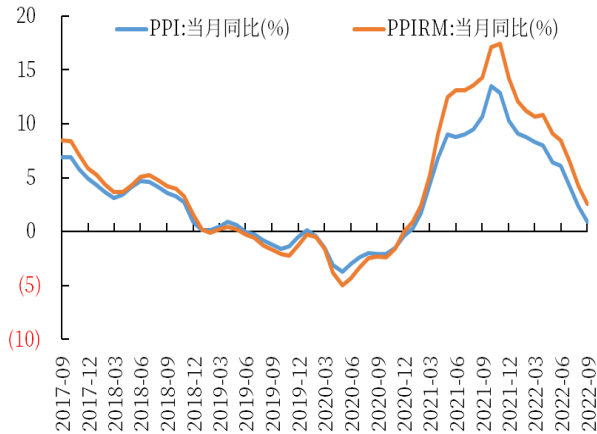
环比看：9月原油价格继续下行，OPEC一揽子原油价格环比为-6.5%；9月水泥价格略微上行，但受房地产行业不景气拖累，螺纹钢、线材、普通中板等钢材价格环比继续下行；9月受采暖季来临、储煤需求提升影响，煤炭价格环比上行，1/3焦煤、普通混煤和无烟煤等煤种价格环比上行7.8%到24.6%不等。细分行业看，在9月原油价格环比下行带动下，石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业和石油煤炭及其他燃料加工业价格环比分别为-3.8%、-1.5%、-0.4%和-0.1%。受房地产行业持续筑底和制造业景气度有待进一步恢复影响，9月黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业和非金属矿物制品业价格环比分别录得-1.7%、-0.1%和-0.4%，较8月+2.4PCTS、+1.9PCTS和+0.6PCTS。受煤价回升影响，9月煤炭开采和洗选业价格环比由8月的-4.3%转为+0.5%。

同比看：9月1/3焦煤虽然环比价格上行，但去年基数抬升下，价格同比录得-43.2%，同比跌幅较8月扩大。9月无烟煤和普通混煤价格同比分别录得+16.4%和+13.9%，继续延续同比价格上行态势；9月螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格同比跌幅普遍较8月加深，同比录得-18.9%到-27.7%不等；9月因全球经济走弱，国际油价继续下行，带动国内汽油、柴油价格同比涨幅均有所回落。总体上，从8月到9月，主要工业原材料成本同比涨幅有所回落。

行业角度，9月调查的40个工业行业大类中，同比价格上涨的有30个，比上月减少2个。分上中下游看，9月，中上游的采掘工业和原材料工业PPI同比涨幅下降，分别录得+3.5%和+5.8%，较8月-6.6PCTS和-2.0PCTS。9月，加工工业PPI同比下行幅度加大，录得-1.9%，较8月-1.2PCTS。PPI采掘工业同比-PPI加工工业同比的差由8月的-10.8PCTS缩窄为9月的-5.4PCTS，中下游制造业企业成本压力有所减轻。

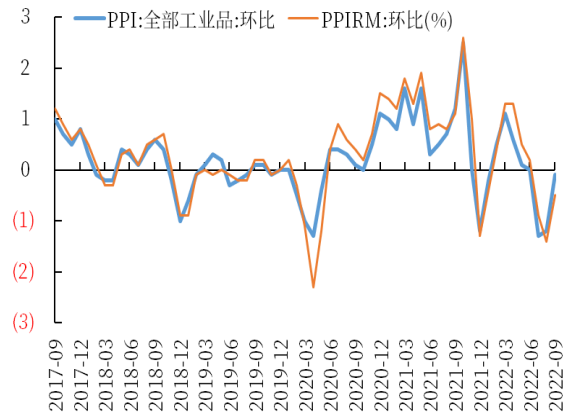
展望后市，预计10月后PPI同比将继续下行，最快10月PPI将转负：1，目前国际油价因美欧同步紧缩的货币政策和全球经济的走弱仍有下行空间。2，房地产持续不景气和制造业复苏步伐放缓之下，目前钢材、水泥等工业品价格走势相对疲软。3，10月至年末PPI翘尾因素继续快速下行，10月、11月PPI翘尾因素甚至为负，对PPI同比将持续形成下行压力。

图9 PPI 和 PPIRM 同比走势



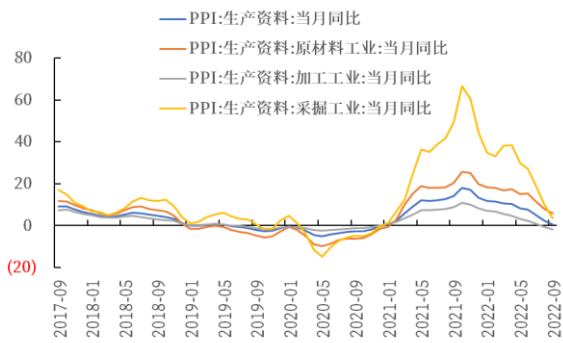
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 PPI 和 PPIRM 环比走势



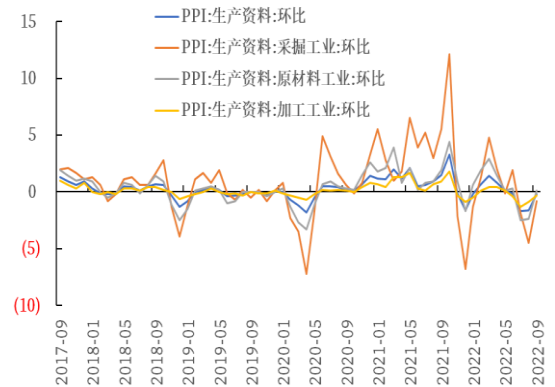
资料来源: wind, 中航证券研究所

图11 上中下游 PPI 同比走势 (%)



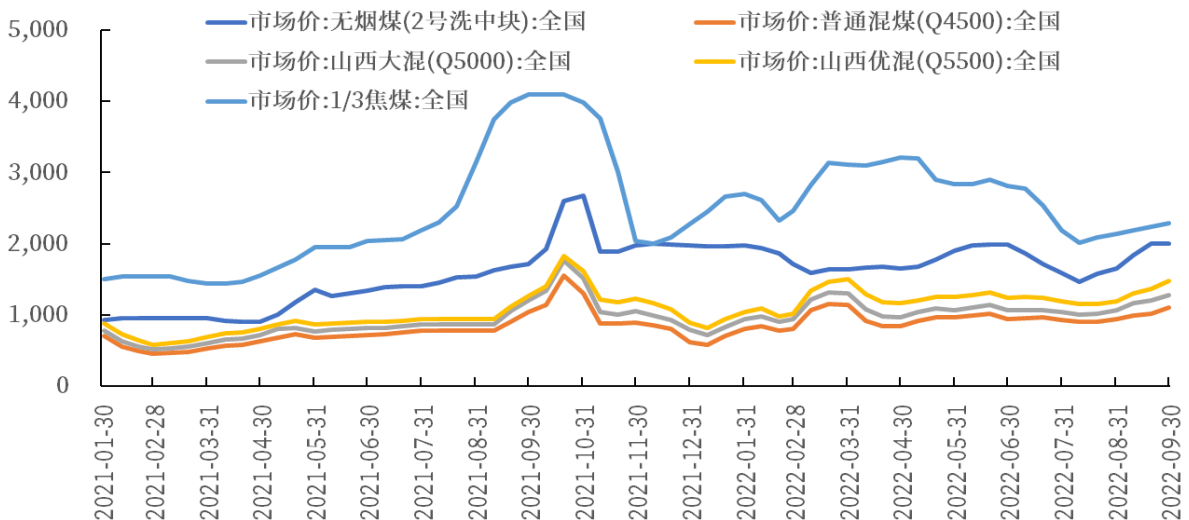
资料来源: wind, 中航证券研究所

图12 上中下游 PPI 环比走势 (%)



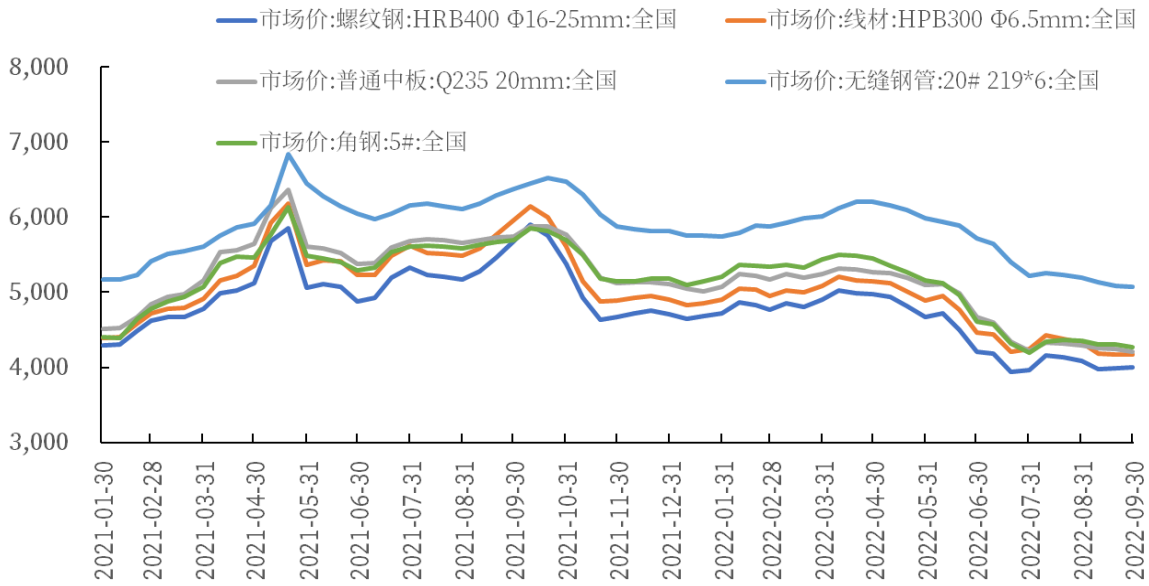
资料来源: wind, 中航证券研究所

图13 煤炭价格走势 (元/吨)



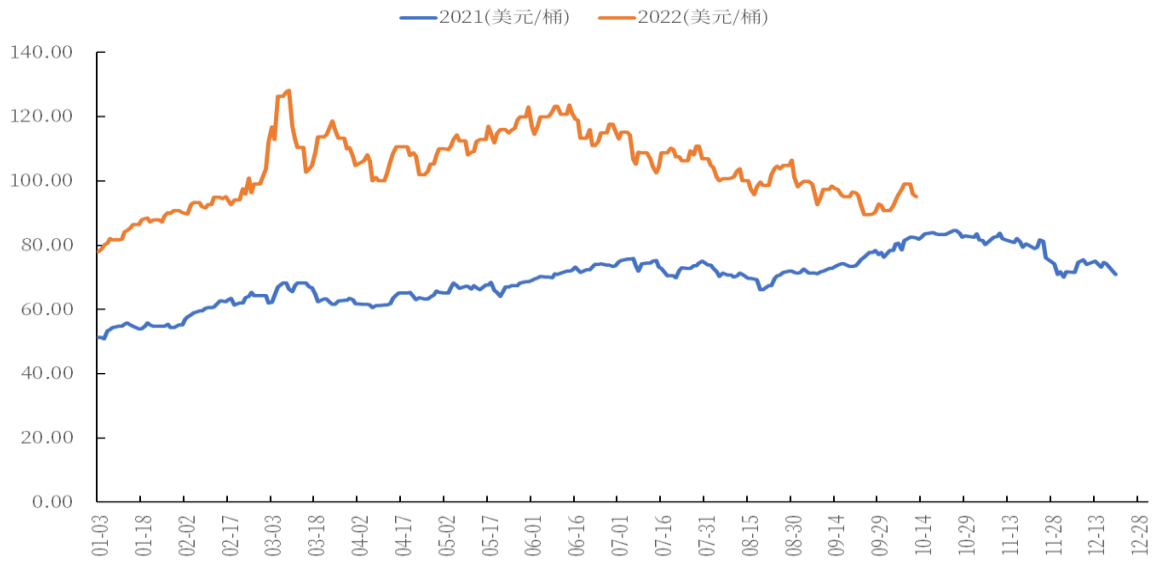
资料来源: wind, 中航证券研究所

图14 钢材价格走势（元/吨）



资料来源：wind，中航证券研究所

图15 OPEC一揽子原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind，中航证券研究所



### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637