

谨防“通缩”惯性——9月物价点评

报告日期: 2022-10-15

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_CPI-PPI 见底回升,如何配置资产?——通胀系列之一》2021-12-09
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_价格传导加强,困境反转来了?》2022-02-16
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_猪价周期反转将至,三季度CPI同比可能破3%—4月物价点评》2022-05-11
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_关注CPI涨价,更需关注PPI下行非坦途—5月物价点评》2022-06-12
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如果CPI连续破3%,货币政策还会淡定吗?——兼评6月物价和央行“地量”逆回购》2022-07-09
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_四问利润传导,这次不一样?》2022-08-04
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI何时破3%,CPI-PPI上行利好哪些行业?——7月物价点评》2022-08-10
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_结构性通胀和通缩的“双线”投资逻辑——8月物价点评》2022-09-12

主要观点:

●事件: 9月CPI同比上涨2.8%,预期3.0%,前值2.5%;PPI同比上涨0.9%,预期1.1%,前值2.3%。

●一、CPI数据显示消费偏弱,存在一定的通缩特征,反映在CPI同比不及预期、核心CPI不升反降、服务价格偏弱等方面。食品项环比涨幅扩大,主因蔬菜、猪价提振,后续菜价有望稳定,猪价仍趋上涨;非食品项受交通燃料降幅收窄,衣着、教育服务价格上涨等影响,环比降幅缩窄。不过,房租、教育医疗服务弱于季节性,指向消费就业仍承压。旅游价格环比下降,同比上升,结合国庆旅游消费数据预计10月旅游价格可能承压。

CPI数据显示消费偏弱,存在一定的通缩特征,反映在:1)9月CPI同比增长2.8%,不及市场预期的3%;2)不包括食品和能源的核心CPI同比不升反降,同比增速缩窄0.2个百分点至0.6%,环比持平前值的0%。3)受疫情等因素影响,服务价格偏弱,即9月CPI服务同比较前值下降0.2个百分点至0.5%,环比较前值下降0.1个百分点至-0.1%。

分项看:

1、食品项:食品环比涨幅扩大,不利天气导致鲜菜产量下降、价格上升,供给偏紧叠加需求回暖推动猪价继续上行;后续菜价有望稳定,猪价仍趋上涨。

食品项环比涨幅扩大1.4个百分点至1.9%,其中涨幅较前月扩大的有鲜菜、猪肉、蛋类、鲜果。

蔬菜方面,受北部天气转冷,长江流域干旱等影响,产量下降,价格上涨,9月CPI鲜菜环比涨幅扩大4.8个百分点至6.8%。农业农村部表示10月气象条件总体有利,生产基础较好,秋季蔬菜进入上市旺季,价格将保持平稳运行,截至10月13日的28种重点监测蔬菜平均批发价环比下降4.7%。

猪肉方面,受供给偏紧、中秋十一双节提振需求,加之养殖户压栏惜售等影响,猪价继续上涨,9月CPI猪肉环比涨幅扩大5个百分点至5.4%。往后看,一方面,领先10个月的能繁母猪存栏同比继续低位运行,供应持续偏紧;另一方面,天气转凉后猪肉需求提升,部分养殖户仍存在较多压栏增重现象,猪价仍趋上涨。9月已投放政府猪肉储备20万吨,发改委表示近日国家将投放今年第五批中央猪肉储备,可能一定程度上平抑涨幅。总体看,预计猪肉仍将震荡上涨。截至10月7日,22个省市生猪平均价环比上涨11%至26.07元/千克。

2、非食品项:在衣着上市涨价、交通工具燃料降幅收窄、教育服务价格上涨的支撑下,9月非食品环比降幅缩窄。不过,房租、教育医疗服务弱于季节性,指向消费就业仍承压。比较反常的是,旅游价格环比下降,但好于季节性。结合国庆旅游消费数据预计10月旅游价格可能承压。

9月CPI非食品项同比涨幅缩窄0.2个百分点至1.5%,环比降幅收窄0.3个百分点至0%。分项看,环比降幅收窄主要源于交通工具燃料价格虽继续下降,但环比降幅较上月缩窄。

1)与上月相比,环比涨幅较前月改善的行业是衣着(受换季上市提振,服装和鞋类涨价)、交通工具燃料(环比降幅缩窄3.5个百分点至-1.2%)、教育服务等行业。涨幅较前月下降的行业有房租(就业压力仍大)、旅游(受暑期结束和疫情反复等影响,旅游价格环比降幅扩大)。

2)与环比的季节性规律(指2016-2019年同期均值)相比,明显低于季节性的分项是房租、居住水电燃料、交通工具燃料、教育服务、医疗服务,反映消费、就业偏弱,油价下降的影响。比较反常的是,9月旅游价格环比不及8月,但比季节性好1个百分点,可能的原因是疫情之后旅游波动变小,因此暑期结束,9月回落幅度弱于季节性;需要注意的是,国庆期间旅游人次恢复至2019年同期的6成,但收入恢复至4成,即旅游人次高、收入少,10月旅游CPI同比可能承压。

3、核心CPI:同比涨幅回落,环比涨幅持平前值的0%,可能与疫情对服务业、中小企业的压制有关。

9月剔除食品和能源的核心CPI同比较前值回落0.2个百分点至0.6%,环比0%,核心通胀承压。结合CPI服务环比下降,服务业PMI回落3个百分点至48.9%、中国企业经营状况指数(BCI)环比下降1.1个百分点至45%来看,疫情对服务业、中小企业的压制也制约了核心CPI的增长。

●二、PPI同比延续下行。受海外加息、衰退预期、需求下降、国内地产偏弱等影响,石化、黑色、国际铜价等环比仍下降;但国内基建对金属、水泥等形成支撑,黑色、国内有色、非金属矿降幅收窄。多个复合指标显示,价格传导更趋畅通。

PPI同比延续回落,9月PPI同比涨幅缩窄1.4个百分点至0.9%,环比降幅缩窄1.1个百分点至-0.1%。

1、多重复合指标显示,价格延续传导。

1)CPI-PPI同比剪刀差连续11个月上行,9月较前值大幅提升1.7个百分点至1.9%;PPI生产资料-生活资料同比增速差缩窄2.0个百分点至-1.2%;

PPI-PPIRM同比负缺口继续缩窄0.2个百分点至-1.7%;同时,上游的采掘工业、

原材料工业、加工工业同比涨幅缩窄，但下游的食品、衣着、一般日用品和耐用消费品同比涨幅较前值不变或上升。以上指标均反映了若以同比为衡量基准，下游涨价快于上游，价格延续传导。

2) 根据我们测算的价格传导指数 (CTIC 指数) 来看，中下游行业价格传导能力持续提升。截至 8 月，较为典型的有交通运输设备、电气机械、仪器仪表、金属制品、农副食品加工业、纺织业、皮革制品、木材、家具、印刷、文娱制品、医药制品等行业。持续提示上游成本下降，带来的中下游盈利改善机会。

2、40 个工业行业看：美联储鹰派加息加大衰退风险、需求下降、国内地产低迷等总体对工业品价格形成抑制，石化、黑色等产业链环比仍下降，但国内基建开工、施工需求对金属、水泥等形成支撑。总体看，黑色、国内有色、非金属矿降幅收窄；动力煤供需偏紧，价格环比上涨。

1) 能源方面，国际油价继续下跌，PPI 石化产业链环比下降，但降幅收窄；煤炭价格环比涨幅扩大，动力煤上涨，焦煤下跌。

美联储鹰派加息导致市场对未来衰退预期增加，需求下降拖累国际油价继续下跌，布伦特原油期货价格 9 月环比下降 7.3%，WTI 原油期货环比下降 8.2%，对应 PPI 石油和天然气开采业、石油加工、化学制品、化学纤维等行业价格环比继续下降，但总体降幅收窄。

煤炭价格由负转正。动力煤方面，受供给偏紧，需求稳定等影响环比上涨 16.3%，四季度旺季到来叠加欧洲能源危机发酵，价格有望继续上涨；焦煤受下游钢铁拖累，价格环比下降 4.7%。总体看，PPI 煤炭开采和洗选业环比涨幅扩大 4.8 个百分点至 0.5%。

2) 金属方面，地产拖累钢铁需求，美联储加息和全球衰退风险抑制铜价，但国内基建开工、施工需求对金属、水泥等形成支撑。总体看，黑色链价格继续下降，但降幅收窄；国际铜价下跌，但国内有色链价格环比基本转正；基建需求支撑非金属矿价格。

黑色方面，地产景气度持续低迷，对螺纹钢需求拖累较大；基建开工、施工有所好转，但用钢需求占比较低，难以对冲地产拖累。黑色产业链价格偏弱，9 月螺纹钢月均期货价环比下降 7.8%，PPI 黑色金属矿采选业环比降幅收窄 3.8 个百分点至 -3%，黑色金属冶炼及压延加工业降幅收窄 2.4 个百分点至 -1.7%。

有色方面，美联储鹰派加息加大衰退风险，国际铜价回落；国内稳增长扩投资政策生效维持需求韧性，同时库存低位、供给偏紧，对铜价形成一定支撑。LME3 个月铜月均期货价环比下跌 4%，国内 PPI 有色金属矿采选业环比由负转正至 0.4%，有色金属冶炼及压延加工业环比降幅收窄 1.9 个百分点至 -0.1%。

非金属矿方面，受基建开工、施工拉动，9 月水泥价格上行，带动 PPI 非金属矿物制品业环比降幅收窄 0.6 个百分点至 -0.4%。

● **三、后续通胀预测：CPI 高点已现，PPI 进入通缩。从全球来看，美国通胀依然坚挺，国内通胀从结构上看已显疲弱，这一分化年内将持续存在。投资上，推荐猪价上涨的结构性行情，以及上游成本回落利好的部分中游设备制造业。**

1、CPI 预测

高频数据看，截至 10 月 13 日食品价格较上月总体下降，特别是蔬菜水果降幅较大，猪肉价格环比继续上涨 3%；疫情等因素可能继续压制消费恢复，非食品暂按略低于季节性假设，初步预测 10 月 CPI 同比将下行至 2.1% 左右。再往后，虽然猪价仍趋上行，油价高位震荡，但疫情、消费等压制下，核心通胀承压，非食品通胀表现可能不及季节性，因此年内高点应已经出现，四季度 CPI 同比预计先下后上，整体在 1.5%-2.5% 之间波动，全年累计同比在 2.0% 左右。

2、PPI 预测

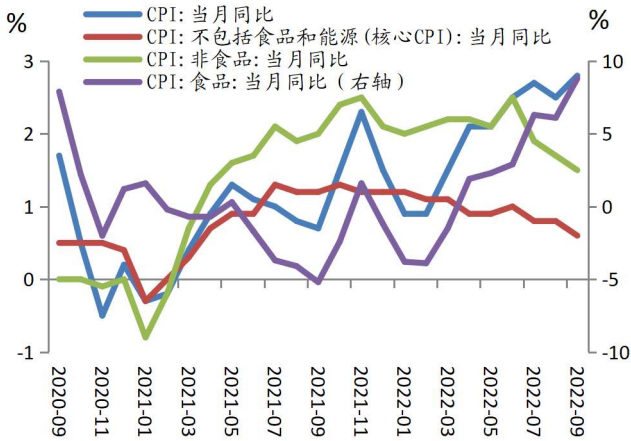
高频数据看，10 月上旬大宗商品价格涨跌互现，截至 10 月 14 日的南华工业品指数环比上涨 2.1%，CRB 工业原料现货指数环比下降 2.5%，以此推断 10 月 PPI 环比可能在零附近波动，初步判断 PPI 同比可能继续下行至 -1.5% 左右。往后看，受高基数影响，四季度 PPI 同比可能整体处于通缩区间。不过，当前国际油价仍高位震荡，因此 PPI 通缩幅度预计不大，全年同比预计在 4% 左右。

总体看，猪价上行幅度连续 3 个月维持稳定，俄乌冲突持续发酵、OPEC+ 大幅减产，国际油价高位震荡，但随着海外持续加息、全球需求回落，输入性通胀对 PPI 的影响逐渐钝化。在结构性通胀、输入性通胀等因素之外，9 月数据突出反映的是全球衰退预期升温，国内消费、地产偏弱对物价的拖累，即存在一定的通缩特征，例如核心 CPI 不升反降、服务价格偏弱，PPI 石化、黑色等环比仍下降。需要关注的是，当欧美衰退真正到来，国内消费、地产没有明显改善，这种核心 CPI 和 PPI 的通缩趋势是否会形成惯性。从全球来看，美国通胀依然坚挺，国内通胀从结构上看已显疲弱，我们判断这一分化年内将持续存在。投资方面维持此前观点，即持续看好猪价上涨的结构性行情，但后续猪价涨幅总体可能受限。对于 PPI 通缩，我们推荐上游成本下行，CPI-PPI 上行带来的中下游盈利改善机会，以及上游成本回落利好的部分中游设备制造业。

● 风险提示

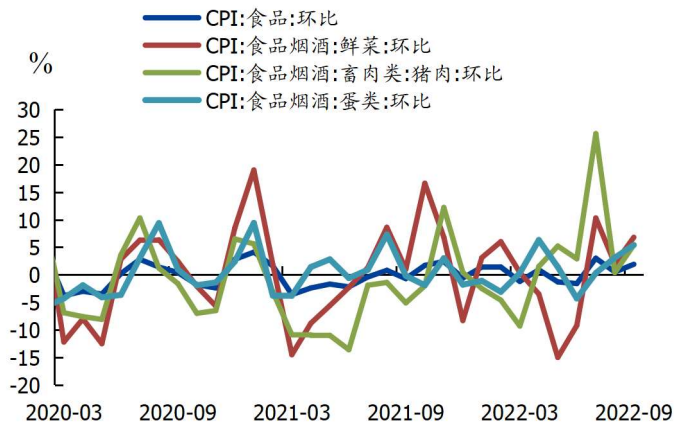
俄乌冲突超预期恶化，国内经济超预期下行。

图表 1 核心 CPI 和非食品 CPI 同比下行



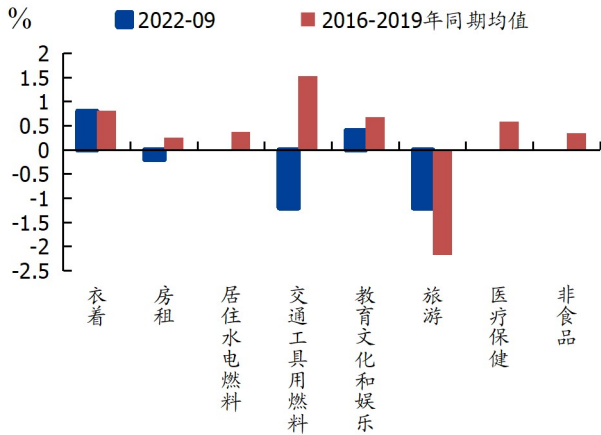
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 9 月食品价格环比上涨



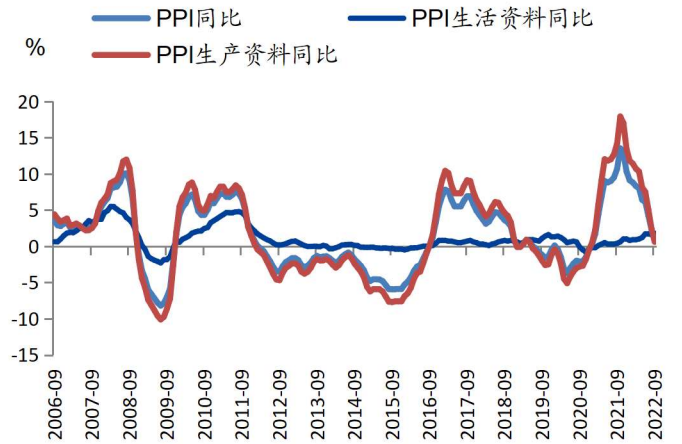
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 9 月 CPI 非食品环比较季节性表现



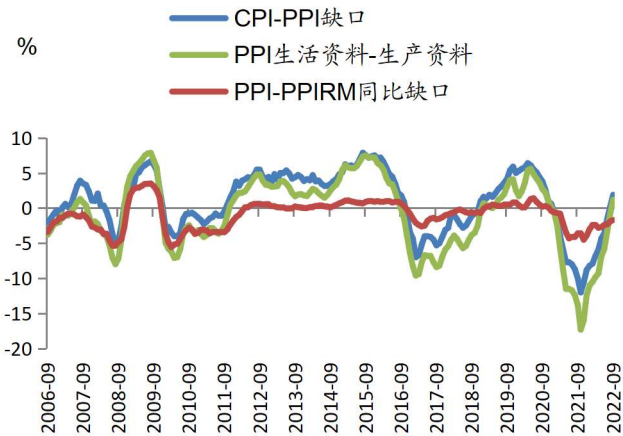
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 PPI 同比延续下行



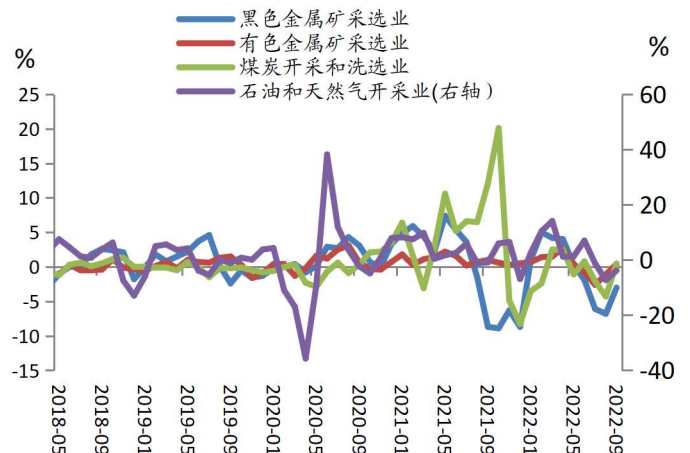
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 PPI 上下游传导更趋通畅



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 PPI 重点工业品分项环比降幅收窄



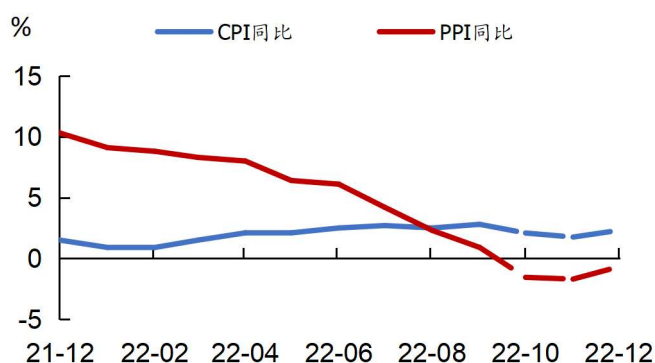
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 截至2022年8月行业细项CTIC在历史上的分位数

各行业k值较自身历史分位数(2003年以来)		2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08
上游	煤炭开采和洗选产品	68.60%	65.80%	73.20%	74.60%	72.20%	70.60%	73.30%	76.70%
	石油和天然气开采产品	71.30%	74.40%	81.40%	81.90%	84.10%	87.20%	88.50%	92.40%
	黑色金属矿采选产品	8.00%	7.90%	7.80%	12.30%	1.50%	1.40%	94.10%	88.40%
	有色金属矿采选产品	50.00%	52.30%	54.60%	55.30%	54.50%	44.70%	42.60%	42.00%
	非金属矿采选产品	46.00%	46.30%	45.20%	43.30%	46.10%	48.00%	57.60%	67.00%
	石油、煤炭及其他燃料加工业	64.70%	56.70%	53.40%	70.80%	60.20%	51.40%	53.80%	48.50%
	化学原料及化学制品制造业	61.20%	53.90%	28.10%	21.50%	24.20%	25.30%	22.00%	7.20%
	化学纤维制品	12.90%	9.50%	4.60%	4.60%	10.60%	11.90%	11.70%	8.60%
	非金属矿物制品业	61.70%	60.60%	57.70%	48.40%	44.00%	34.80%	36.40%	35.40%
	黑色金属冶炼及压延加工业	53.20%	44.40%	29.60%	24.60%	15.10%	5.90%	95.50%	91.30%
	有色金属冶炼及压延加工业	48.30%	49.20%	40.60%	24.60%	16.60%	14.90%	10.20%	4.30%
	废弃资源和废旧材料回收加工业	51.90%	51.60%	51.40%	50.20%	48.00%	47.30%	0.40%	95.30%
	电力、热力生产和供应	66.90%	72.70%	69.30%	70.80%	81.60%	84.20%	86.40%	93.60%
	燃气生产和供应	64.70%	64.00%	73.20%	78.90%	79.40%	77.80%	80.50%	82.20%
水的生产和供应	35.60%	33.70%	35.30%	35.60%	35.00%	32.70%	34.70%	38.80%	
中游	金属制品	91.30%	90.00%	91.80%	92.20%	94.80%	95.70%	3.30%	16.00%
	通用设备制造业	72.90%	72.30%	70.90%	67.20%	81.70%	83.40%	96.00%	11.60%
	专用设备制造业	79.50%	75.60%	78.20%	80.00%	82.50%	88.10%	96.00%	13.90%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	78.20%	84.40%	88.30%	89.20%	94.80%	96.10%	97.40%	98.70%
	电气机械及器材制造业	72.60%	74.00%	76.20%	76.80%	79.00%	80.40%	86.80%	97.80%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	25.20%	25.90%	23.70%	21.80%	23.50%	25.10%	20.30%	5.00%
	仪器仪表	75.60%	74.40%	68.10%	75.10%	82.90%	88.00%	90.20%	94.00%
	其他制造产品	41.20%	43.90%	49.00%	46.80%	50.40%	57.30%	61.70%	88.70%
下游	金属制品、机械和设备修理服务	33.60%	30.80%	32.20%	29.60%	66.60%	77.90%	91.40%	95.30%
	农副食品加工业	14.50%	12.60%	21.80%	40.00%	45.40%	53.70%	57.30%	60.80%
	食品制造业	88.70%	93.60%	87.50%	61.50%	56.00%	50.70%	45.50%	43.40%
	酒、饮料和精制茶制造业	17.70%	14.20%	20.30%	24.60%	24.20%	23.80%	17.60%	39.10%
	烟草制品	66.10%	66.60%	67.10%	67.60%	65.10%	61.10%	64.70%	71.00%
	纺织业	69.10%	70.50%	76.70%	76.30%	71.30%	68.00%	70.70%	72.50%
	纺织服装服饰	27.40%	26.90%	20.30%	23.00%	36.30%	70.10%	76.40%	89.80%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	41.90%	41.20%	35.90%	26.10%	31.80%	47.70%	50.00%	68.10%
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	58.00%	57.10%	64.00%	64.60%	66.60%	64.10%	63.20%	78.20%
	家具	48.30%	52.30%	50.00%	50.70%	72.70%	82.00%	83.80%	86.90%
	造纸和纸制品	17.70%	9.50%	7.80%	9.20%	7.50%	8.90%	14.70%	20.20%
	印刷和记录媒介复制业	77.40%	79.30%	82.80%	81.50%	66.60%	79.10%	79.40%	86.90%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	72.50%	77.70%	87.50%	86.10%	87.80%	92.50%	92.60%	95.60%
	医药制品	40.30%	46.00%	46.80%	46.10%	45.40%	49.20%	50.00%	49.20%
	橡胶和塑料制品业	38.70%	38.00%	34.30%	29.20%	28.70%	25.30%	20.50%	11.50%
	汽车制造	50.00%	57.10%	62.50%	63.00%	63.60%	58.20%	70.50%	33.30%

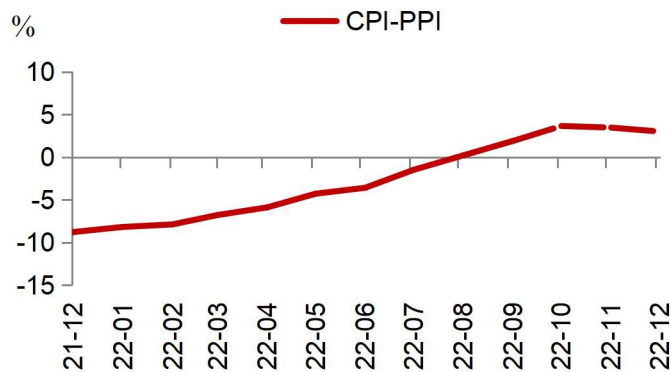
资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表8 CPI和PPI预测



资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

图表9 CPI-PPI预测



资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

分析师与研究助理简介

分析师: 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。