

## 中国 CPI 高点已经过去

## ——9 月通胀数据点评

## 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**CPI 同比涨幅不及预期。**9 月 CPI 同比上涨 2.8%，低于市场 3% 的预期。由于基数因素的作用，9 月份 CPI 同比大概率是全年最高点，这意味着年内 CPI 难以到达 3% 的警戒线。几个月以来，市场一致认为年内 CPI 会突破 3%，甚至央行也预计会有部分月份超过 3%，但我们自 3 月份发布报告《中国会有高通胀压力吗》以来坚持认为今年 CPI 难破 3%。而今通胀压力最大的时期已过，市场利率也随之下行，我们的结论得到初步验证。9 月 CPI 的上行力量来自于食品项的拉动。一方面，猪肉价格同比、环比均呈上行，主要受供需两侧及基数因素的影响。同比涨幅由 22.4% 扩张至 36%，环比则上涨 5.4%。不过这一涨幅并不算大，加之猪肉在 CPI 中的权重较去年降低，所以对 CPI 拉动有限。另一方面，鲜菜价格拉动作用明显增强。9 月高温及干旱等天气因素影响蔬菜供给从而推升鲜菜价格。CPI 的拖累因素主要有两方面。第一，国际油价下行带动国内成品油价下调，这也削弱了交通通信和居住的拉动作用。第二，消费不振导致核心 CPI 持续疲软。

**PPI 延续下行趋势。**9 月 PPI 同比涨幅继续回落至 0.9%，下行的因素主要有两点。首先是基数因素，去年下半年在能耗双控的影响下，9 月 PPI 同比实现 10.7% 的两位数高增，基数的抬高大幅削弱了本月 PPI 同比涨幅。其次，在全球经济走弱的预期之下，国际大宗商品价格也受到压制，相关行业 PPI 涨幅收窄。原材料工业 PPI 环比转正至 0.1%，或因政策拉动和季节性影响之下国内基建投资加快，项目落地提速增加相关原材料需求，但地产需求依旧相对偏弱，因此原材料的环比改善也较为有限。此外，本月生活资料 PPI 同比涨幅首次高于生产资料，表明中下游企业成本端压力有所减轻。9 月食品类生活资料同比上拉 4.1%，农副食品加工业同比涨幅为 7.4 个百分点，环比上涨 0.8%。这其中猪肉价格上涨对相关行业价格上升的贡献很大。

**CPI 高点已过，对货币政策制约进一步减小。**从 10 月开始，CPI 翘尾因素大幅走低，在核心 CPI 持续低迷的情况下，除非猪肉价格出现类似 2019 年“超级猪周期”中的表现，否则四季度 CPI 能再创新高可能性很低。我们预计 9 月 CPI 同比 2.8% 的涨幅即为年内的高点。近期高频数据显示 10 月份猪价再次出现一定程度的上涨，但我们认为未来猪价对 CPI 向上的拉动还是有限，一是猪价涨幅处于可控范围之内，

二是猪肉整体权重有所下调，叠加天气对鲜菜供应的短期扰动减弱、油价易跌难涨，我们预计 10 月 CPI 同比涨幅为 2.4%。物价形势稳定的背景下货币政策所受制约进一步减少。10 月 13 日央行行长易纲表示中国物价水平基本稳定，将加大稳健货币政策实施力度。这与上半年央行持续提示通胀压力的表态出现了根本性的转变，也意味着货币政策将继续保持宽松的取向。

**风险提示：**猪周期出现快速上行。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. CPI 同比涨幅不及预期 .....	5
3. PPI 延续下行趋势 .....	6
4. CPI 高点已过，对货币政策制约进一步减小 .....	8

## 图表目录

图表 1: 9 月 CPI 上行但低于预期.....	5
图表 2: 9 月猪价涨势重回升势.....	6
图表 3: 9 月鲜菜价格有所上行.....	6
图表 4: 9 月 PPI 同比涨幅持续下行.....	7
图表 5: 9 月生活资料 PPI 首超生产资料.....	8

## 1. 数据

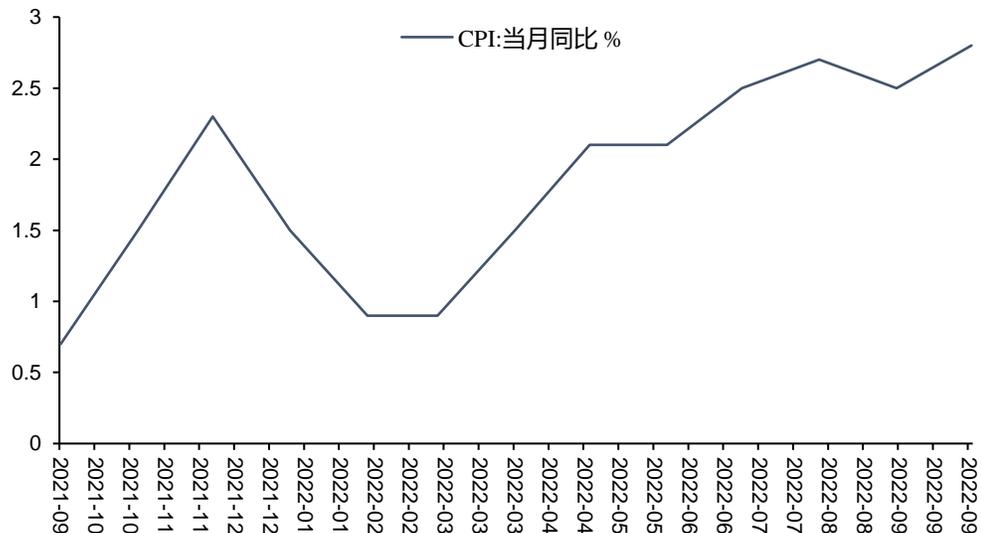
中国 9 月 CPI 同比上涨 2.8%，市场预期（Wind）上涨 3.0%，前值 2.5%。

中国 9 月 PPI 同比上涨 0.9%，市场预期（Wind）上涨 1.1%，前值 2.3%。

## 2. CPI 同比涨幅不及预期

9 月 CPI 同比上涨 2.8%，低于市场 3% 的预期。由于基数因素的作用，9 月份 CPI 同比大概率是全年最高点，这意味着年内 CPI 难以到达 3% 的警戒线。几个月以来，市场一致认为年内 CPI 会突破 3%，甚至央行也预计会有部分月份超过 3%，但我们自 3 月份发布报告《中国会有高通胀压力吗》以来坚持认为今年 CPI 难破 3%。而今通胀压力最大的时期已过，市场利率也随之下行，我们的结论得到初步验证。

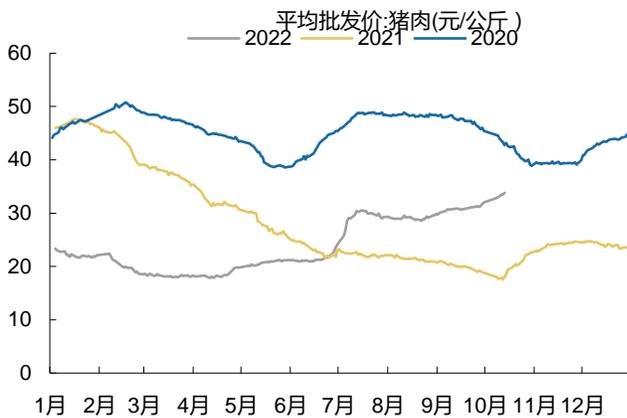
图表 1：9 月 CPI 上行但低于预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

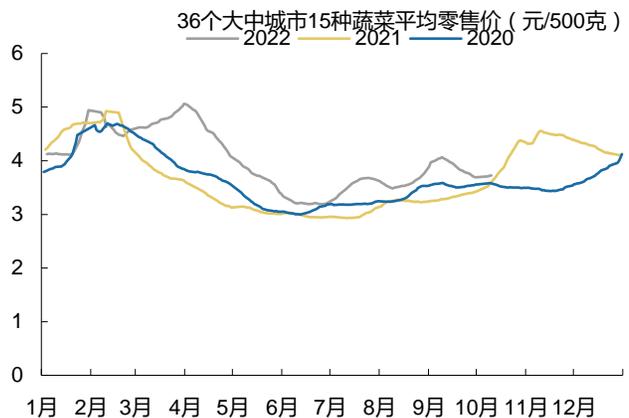
9 月 CPI 的上行力量来自于食品项的拉动。一方面，猪肉价格同比、环比均呈上行，主要受供需两侧及基数因素的影响。需求端国庆假期及高温天气缓解拉动居民猪肉消费意愿；供给端养殖户受看涨预期的驱动压栏惜售情绪有所加重，此外去年 9 月猪价处于下降区间，低基数推动本月猪价实现同比上扬，其同比涨幅由 22.4% 扩张至 36%，环比则上涨 5.4%。不过这一涨幅并不算大，加之猪肉在 CPI 中的权重较去年降低，所以对 CPI 拉动有限。另一方面，鲜菜价格拉动作用明显增强。9 月高温及干旱等天气因素影响蔬菜供给从而推升鲜菜价格，高频数据显示 36 个大中城市 15 种蔬菜平均零售价在 9 月初期呈上行趋势，就 CPI 指数而言，9 月鲜菜消费价格环比上涨 6.8%，同比增加 12.1%，对 CPI 同比的拉动也增至 0.25 个百分点（8 月为 0.12 个百分点）。

图表 2: 9 月猪价涨势重回升势



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 9 月鲜菜价格有所上行



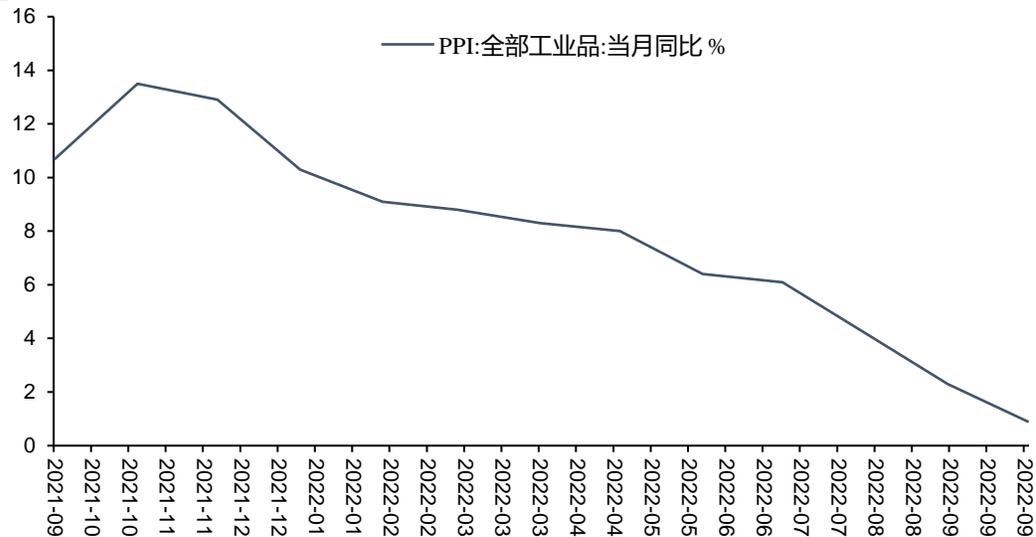
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

CPI 的拖累因素主要有两方面。第一，国际油价下行带动国内成品油价下调，这也削弱了交通通信和居住的拉动作用。9 月工业消费品价格涨幅相比 8 月回落 0.4 个百分点，汽油、柴油及液化石油气虽实现两位数的同比涨幅，但涨势均不及前期强劲，涨幅普遍回落。与之关联密切的交通通信消费价格同比涨幅降低 0.4 个百分点达 4.5%。居住分项的同比涨幅也收窄至 0.3%，两者对 CPI 同比的贡献均呈边际减弱。第二，消费不振导致核心 CPI 持续疲软。9 月核心 CPI 同比降至 0.6%，为年内新低，这反映出居民的实际消费能力对通胀的拉动非常弱，因此我们认为中国的环境是“假通胀、真通缩”。

### 3. PPI 延续下行趋势

9 月 PPI 同比涨幅继续回落至 0.9%，其中翘尾影响约 1.3 个百分点，新涨价则影响-0.4 个百分点。本月 PPI 同比涨幅较上月收缩 1.4 个百分点，环比降幅则由 1.2% 收窄至 0.1%。PPI 同比的涨幅的收窄一方面来自高基数效应，另一方面，油价下行和地产需求偏弱继续影响生产资料 PPI 表现，本月生产资料对整体 PPI 同比涨幅的贡献也由 1.87 个百分点缩减至 0.49 个百分点。

图表 4：9 月 PPI 同比涨幅持续下行

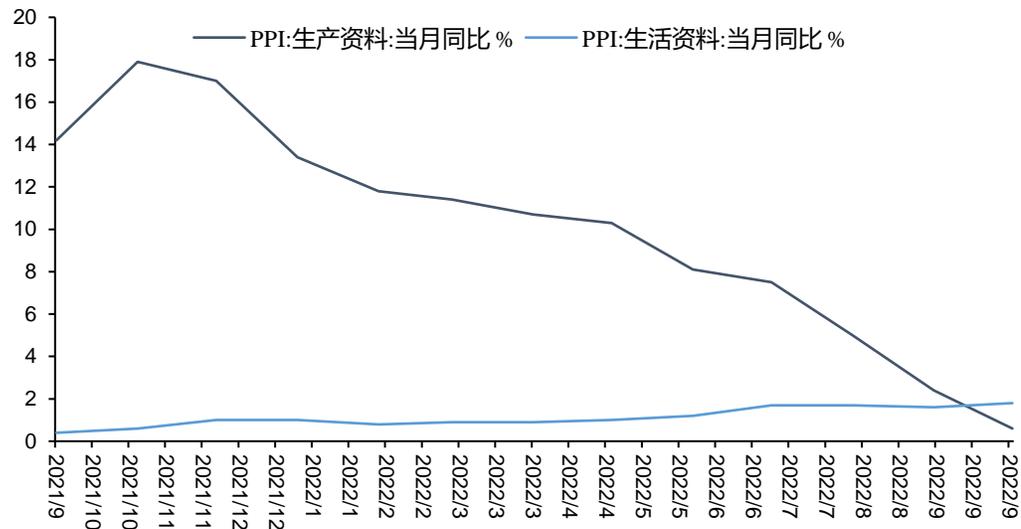


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

**PPI 下行的因素主要有两点。首先是基数因素**，去年下半年在能耗双控的影响下，9 月 PPI 同比实现 10.7% 的两位数高增，基数的抬高大幅削弱了本月 PPI 同比涨幅。**其次，在全球经济走弱的预期之下，国际大宗商品价格也受到压制。**原油价格继续下跌，此前国内上游工业 PPI 的上涨动力也因此减弱。采掘工业、原材料工业 PPI 同比涨幅分别为 3.5%、5.8%（前值各为 10.1%、7.8%），延续涨幅收敛的趋势，加工工业同比降幅则进一步扩大到 1.9 个百分点。环比来看，原材料工业 PPI 环比转正至 0.1%，或因政策拉动和季节性影响之下国内基建投资加快，项目落地提速增加相关原材料需求，但地产需求依旧相对偏弱，因此原材料的环比改善也较为有限。具体行业来看，因国内煤炭、水泥价格有所上涨，煤炭开采和洗选业及非金属矿采选业 PPI 本月环比改善也相对明显，而石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业环比表现则较弱。

此外，本月生活资料 PPI 同比涨幅首次高于生产资料，表明中下游企业成本端压力有所减轻。生活资料同比上涨 1.8%，环比上涨 0.1%，这主要来自食品类项目的支撑，尤其是农副食品加工业出厂价格的贡献。9 月食品类生活资料同比上扬 4.1%，农副食品加工业同比涨幅为 7.4 个百分点，环比上涨 0.8%。这其中猪肉价格上涨对相关行业价格上升的贡献很大。

图表 5：9 月生活资料 PPI 首超生产资料



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

#### 4. CPI 高点已过，对货币政策制约进一步减小

从 10 月开始，CPI 翘尾因素大幅走低，在核心 CPI 持续低迷的情况下，除非猪肉价格出现类似 2019 年“超级猪周期”中的表现，否则四季度 CPI 能再创新高的可能性很低。**我们预计 9 月 CPI 同比 2.8% 的涨幅即为年内的高点。**

近期高频数据显示 10 月份猪价再次出现一定程度的上涨，但我们认为未来猪价对 CPI 向上的拉动还是有限，一是猪价涨幅处于可控范围之内，二是猪肉整体权重有所下调，叠加天气对鲜菜供应的短期扰动减弱、油价易跌难涨，**我们预计 10 月 CPI 同比涨幅为 2.4%。**

物价形势稳定的背景下**货币政策所受制约进一步减少**。10 月 13 日央行行长易纲表示中国物价水平基本稳定，将加大稳健货币政策实施力度。这与上半年央行持续提示通胀压力的表态出现了根本性的转变，也意味着货币政策将继续保持宽松的取向。

**风险提示：**猪周期出现快速上行。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。