

宏观点评

结构性通胀压力暂缓

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项:

2022年9月CPI同比2.8%，PPI同比为0.9%。

平安观点:

9月CPI同比增速上行，但读数低于市场预期。1) CPI低于预期。核心原因在于：受地产低迷拖累房租、线下服务（尤其是教育服务）需求偏弱、消费品成本压力减缓后“以价换量”三重因素。2) 能源价格下行。受国际原油价格下跌、国内成品油价格调整的带动。3) 食品价格表现偏强。猪肉、鸡蛋、鲜菜、粮油等多个分项环比涨幅强于季节性。其中，猪价上涨受供给收缩、需求增加的共同影响；鲜菜价格中枢因前期高温、多雨异常天气的扰动，超季节性抬升；鸡蛋、粮食、食用油等分项价格受中秋节日、国庆临近，消费需求增加的影响。

9月PPI同比增速虽较快回落，但主因基数拖累，环比跌幅反而有所收窄。其中，生产资料价格环比跌幅收窄、同比继续下行；但生活资料环比增速由负转正，同比增速也有抬升。分行业看，9月PPI环比跌幅收窄的原因有三点：一是国内建筑业需求回暖，地产“保交楼”项目推进、基建实物工作量逐渐落地，且天气转凉有助于建筑施工加速开展，带动了金属、水泥等相关行业需求回升，价格降幅均有收窄。二是海外大宗商品跌幅趋缓，大宗商品价格在前期快速调整后，8、9月份呈震荡态势，环比跌幅低于前期。三是人民币汇率较快贬值，受美元指数快速上行、国内外货币政策“松紧差”加大的影响，离岸人民币相对美元的汇率在8月15日至9月30日间贬值幅度接近6%，提升了部分工业原材料的进口成本，继而在一定程度上推升着PPI环比增速。

9月物价数据中有两条线索值得关注：一是，核心CPI增速下行。这折射出国内消费需求依然疲弱，其中既有疫情多点散发、就业形势严峻的影响，又包含了前期监管政策趋严对教育、房地产等服务行业需求和信心的冲击。二是，四季度PPI同比增速中枢有望转负。在海外央行“紧货币”、全球制造业景气下滑的背景下，大宗商品“超级周期”或将落幕，将有助于缓解PPI输入性通胀压力。对于中国货币政策而言，上述物价数据的线索表明：一方面，宽松的必要性增强。核心CPI反映出国内消费需求低迷的态势，意味着政策仍有必要进一步宽松，更大力度刺激消费。三季度货币政策委员会例会也提及，“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”。另一方面，货币宽松的通胀掣肘趋弱。尽管猪价变化仍可能对CPI读数造成扰动，但央行更为关注的核心CPI低位下行、PPI中枢移至负值区间，国内面临的结构性通胀压力暂缓，为货币维持宽松创造了更有利的环境。不过，在美联储大幅加息、美元指数强势的当下，人民币汇率及国际资本流动形势依然是中国货币政策的重要关注点。综上，中国货币政策在维持内外均衡的同时，仍可能相机抉择、加码宽松，支持国内经济的复苏。

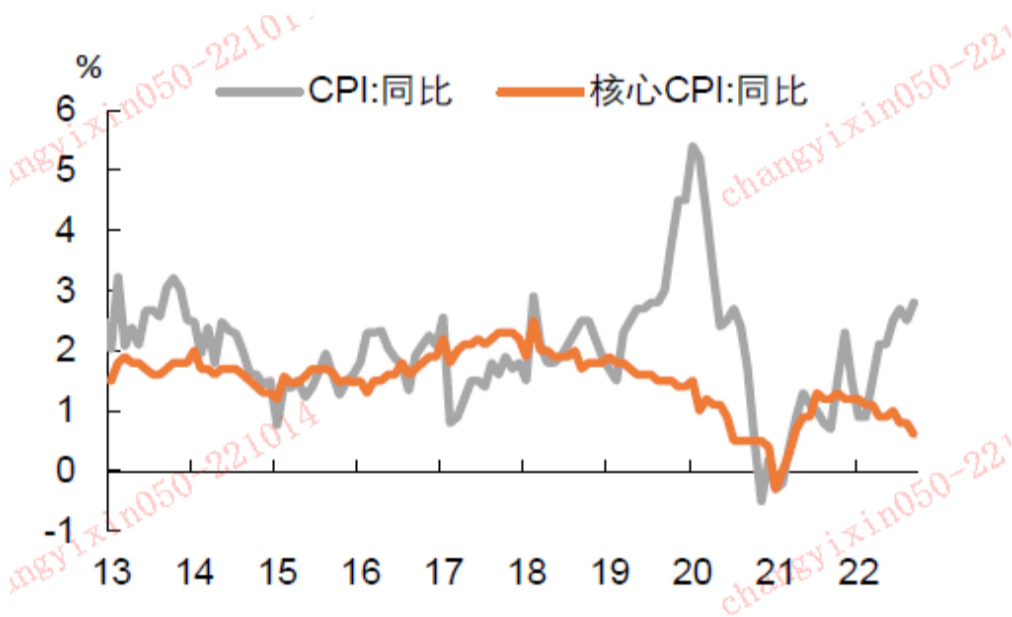
一、地产拖累核心CPI下行

9月CPI同比上涨2.8%，较上月上行0.3个百分点，但低于市场一致预期的3.0%。其中，CPI食品项同比8.8%，较上月提升2.7个百分点；非食品项同比1.5%，较上月回落0.2个百分点；剔除食品和能源的核心CPI同比增速0.6%，较上月下行0.2个百分点。**9月CPI环比增速升至0.3%，但弱于0.44%的季节性规律（2015-2021年均值），受到核心CPI表现低迷、能源价格回落的共同拖累，但食品涨幅偏强构成一定支撑。具体看：**

一方面，非食品分项对CPI增速构成较强拖累：核心CPI的表现大幅弱于季节性，能源价格小幅下跌。能源方面，国内成品油价格随国际油价下跌而下调，使得9月CPI交通工具用燃料价格分项环比下跌1.2%。**核心CPI中：**一是，在房地产市场持续低迷、就业市场不振的情况下，CPI租房房租分项环比收缩0.2个百分点，而过去5年同期的均值为0.21%；二是，生活用品及服务、娱乐文教、医疗保健、其他用品及服务分项皆弱于季节性。国内线下服务型需求依然低迷，尤其是教培行业叠加了“双减”政策的冲击，9月旺季价格表现偏弱；三是，PPI同比增速持续下行，中下游行业成本压力趋缓，部分后地产周期商品（如CPI家用器具中的家电类）需求低迷、“以价换量”，也在一定程度上拖累着居民消费品价格的表现。

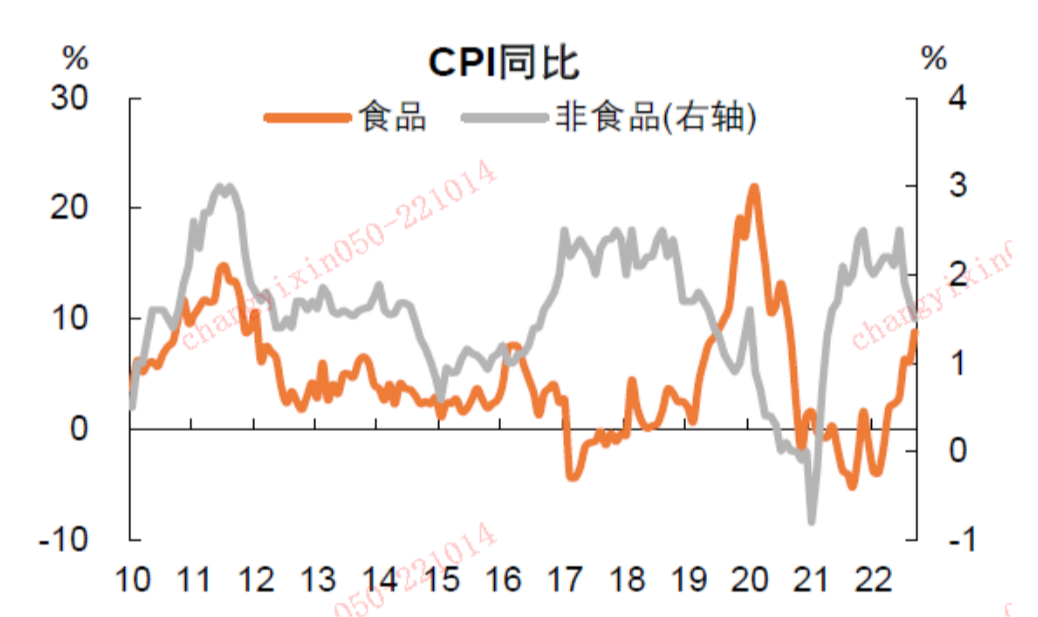
另一方面，CPI食品分项表现偏强，猪肉、鸡蛋、鲜菜、粮油等多个分项环比涨幅强于季节性。一是，9月以来猪肉价格上行，其潜在供给收缩的同时，需求端又受天气转凉、学生开学及中秋节日消费提振，但发改委多次投放猪肉储备，一定程度上减缓了价格上行的斜率。不过，年内以能繁母猪存栏推算生猪潜在供给将继续收缩，供需紧张局面暂难缓解，意味着价格上行压力不减。正因此，10月以来猪肉价格持续攀升，达本轮猪周期新高。二是，鲜菜价格受天气扰动中枢抬升。8月下旬，鲜菜价格在多地高温、多雨的异常天气的影响下开始上行，9月中旬秋菜上市后逐渐回落，但全月价格中枢仍有明显抬升。三是，鸡蛋、粮食、食用油等分项CPI环比表现强于季节性，主因中秋节日、国庆临近，消费需求增加。

图表 1 9月CPI同比增速上行，核心CPI下行



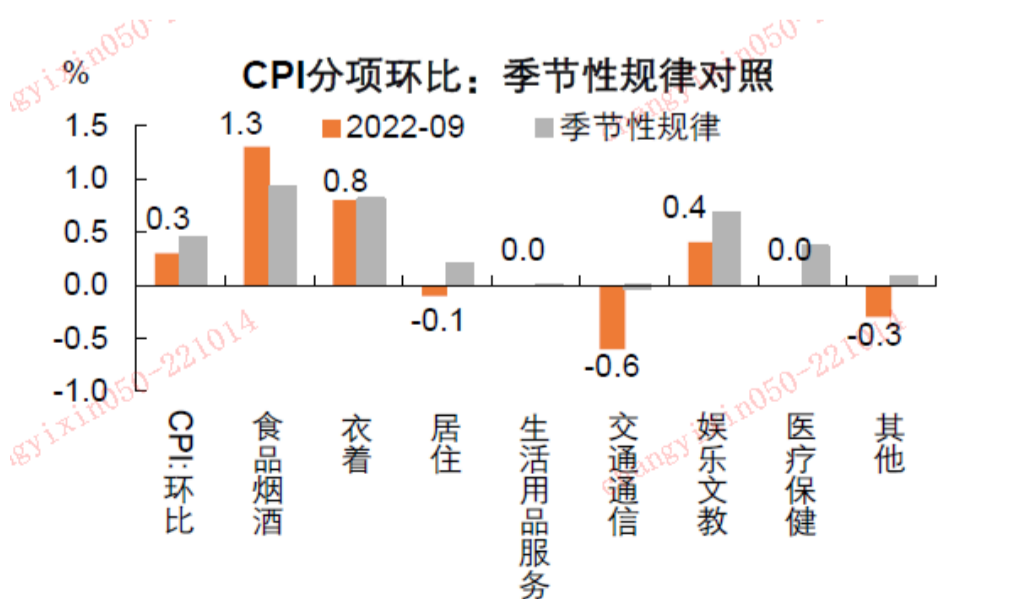
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 2 9月CPI食品项同比增速上行，非食品项下滑



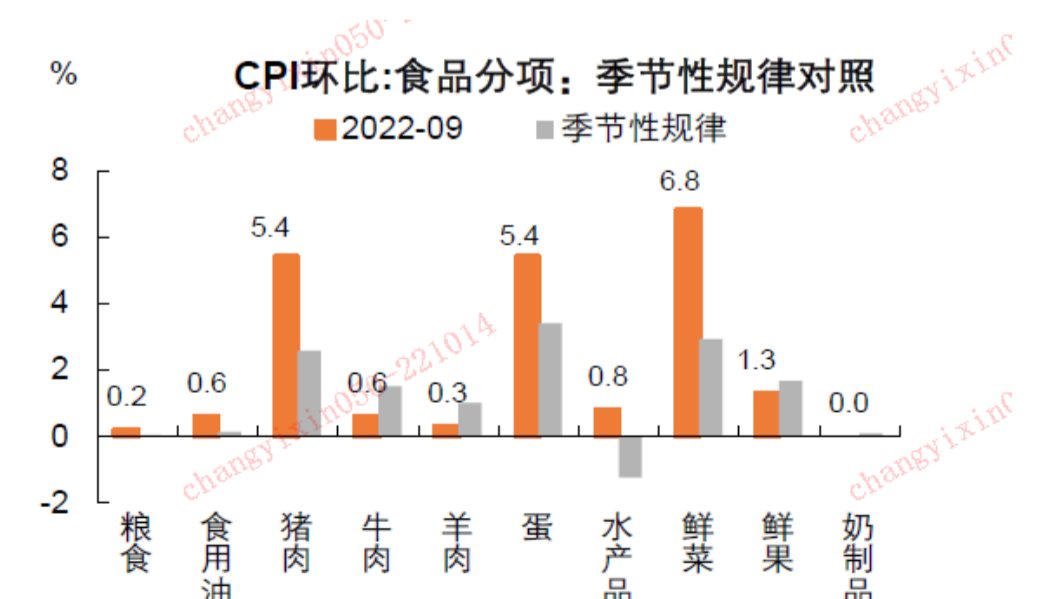
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 3 9月CPI环比上行幅度弱于季节性规律



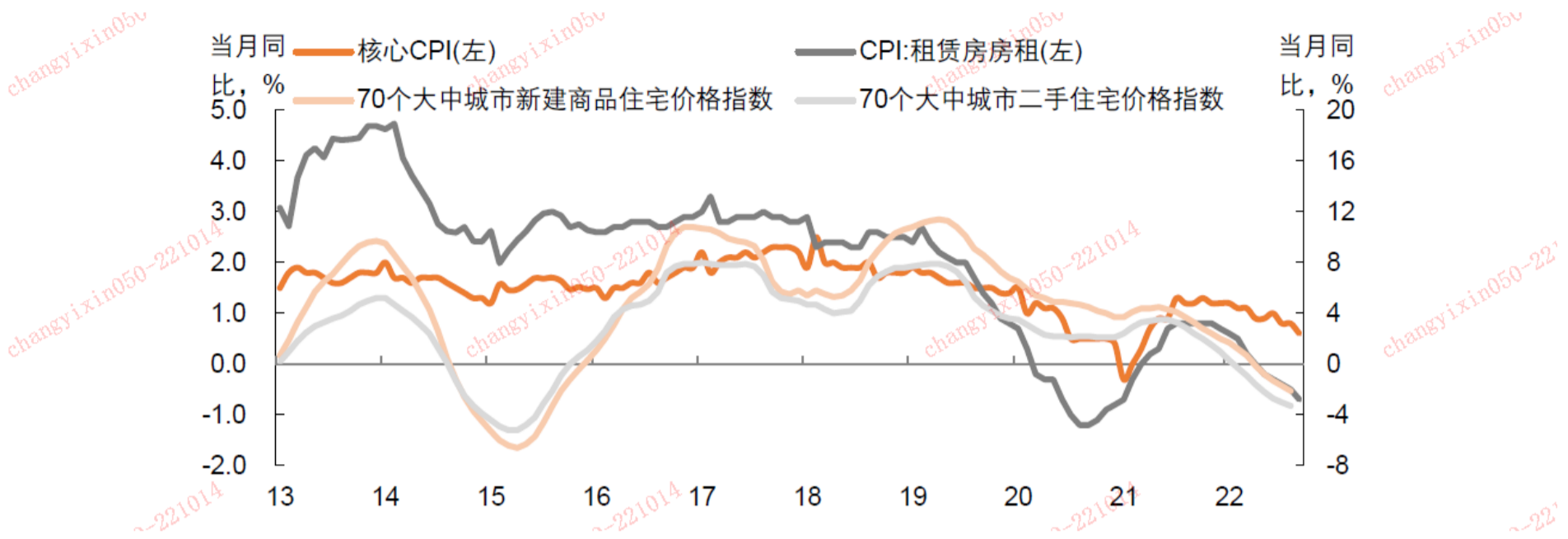
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 4 9月食品分项环比增速多强于季节性规律



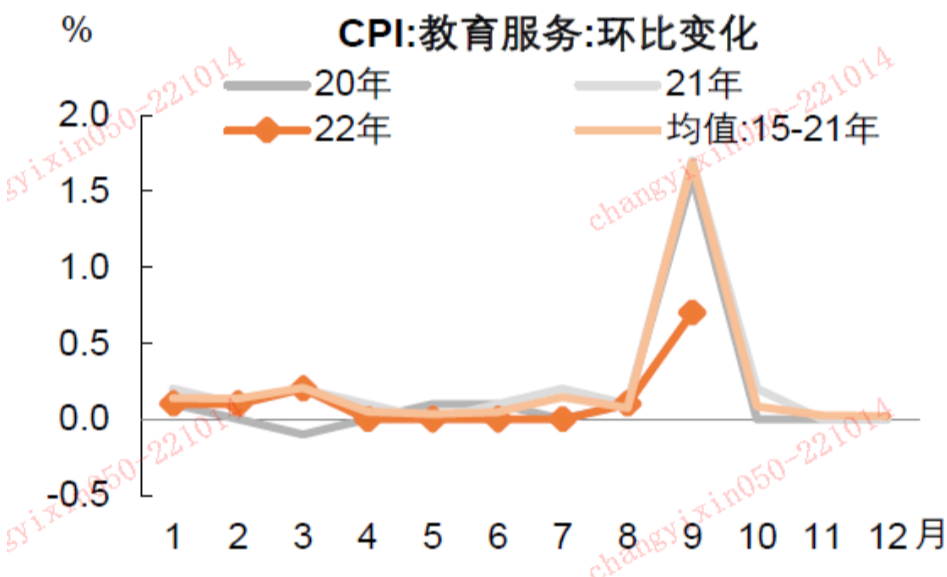
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 5 房地产市场低迷态势下，房租同比下跌，继而带动核心CPI下行



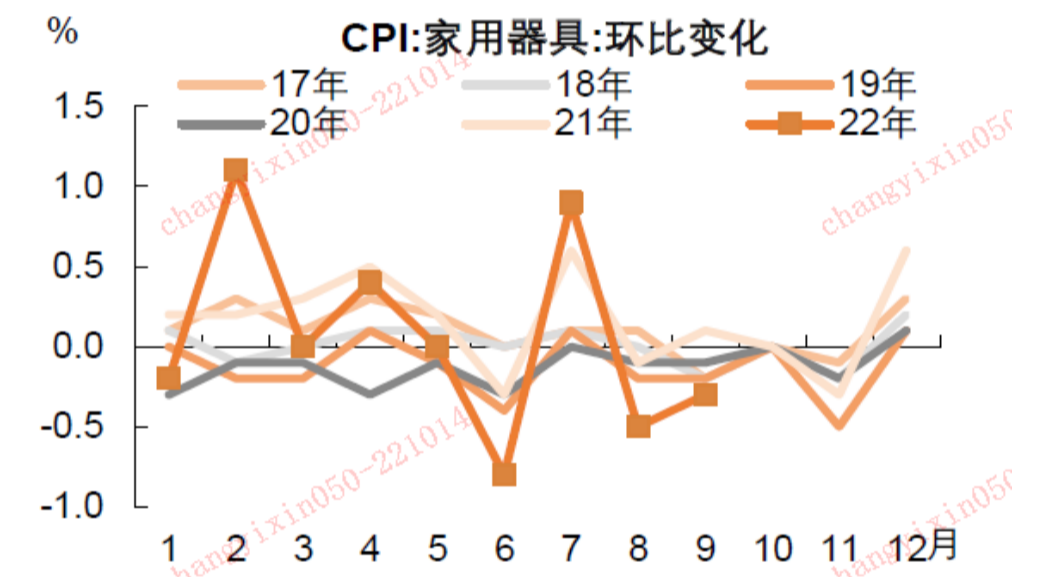
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表 6 9月CPI教育服务环比增速弱于季节性



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表 7 9月CPI家用器具环比弱于季节性

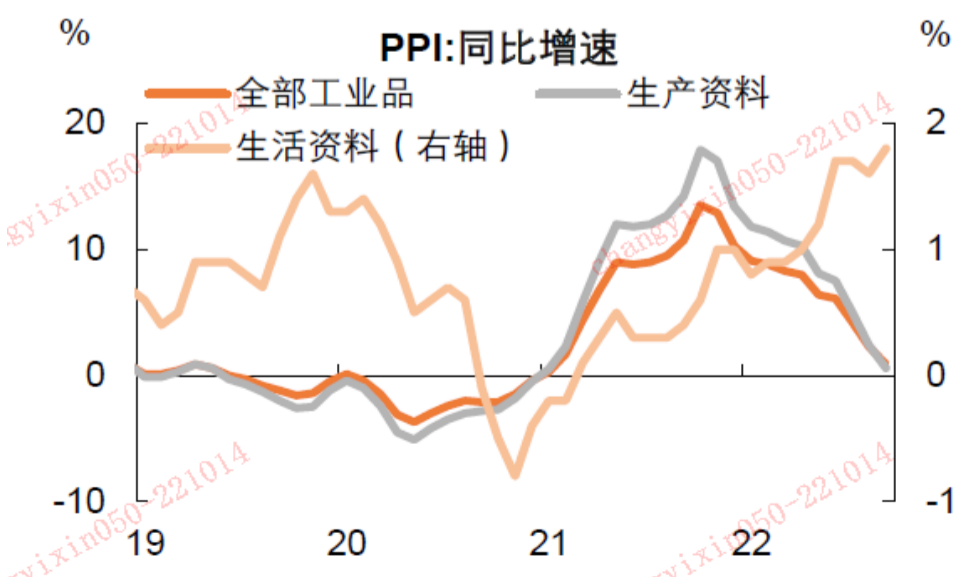


资料来源: Wind、平安证券研究所

二、PPI环比跌幅收窄

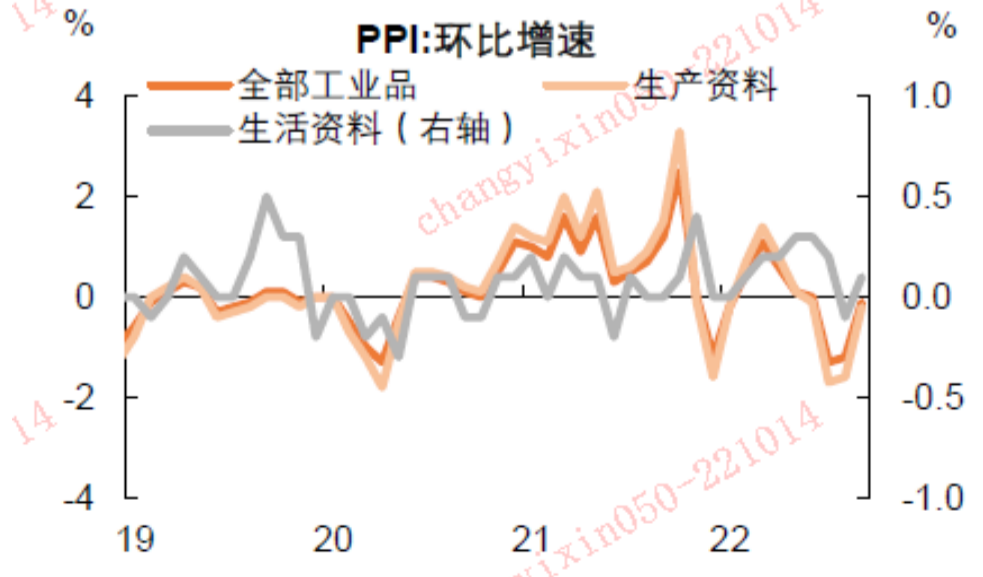
9月PPI环比跌幅收窄，但因基数拖累，同比增速仍较快回落。PPI环比增速为-0.1%，跌幅虽较上月收窄1.1个百分点。PPI同比上涨0.9%，较上月下滑1.4个百分点，自历史高位已连续11个月回落。

图表 8 9月PPI同比增速较快下行



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表 9 9月PPI生活资料环比小幅上行



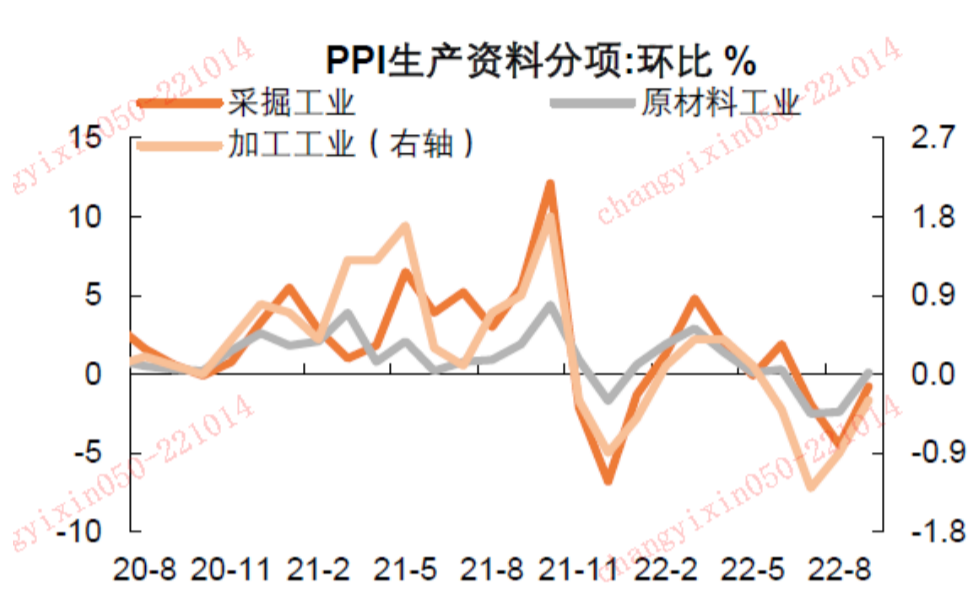
资料来源: Wind、平安证券研究所

从分项看，9月PPI生产资料环比跌幅收窄、同比进一步下行；生活资料环比增速由负转正，同比也有抬升。

生产资料环比下跌0.2%，跌幅较上月收窄1.4个百分点。其中采掘工业、加工工业环比跌幅收窄，原材料工业环比增速由负转正，或因9月正值建筑施工旺季，螺纹钢、焦煤、焦炭等黑色系商品价格随需求改善而企稳。

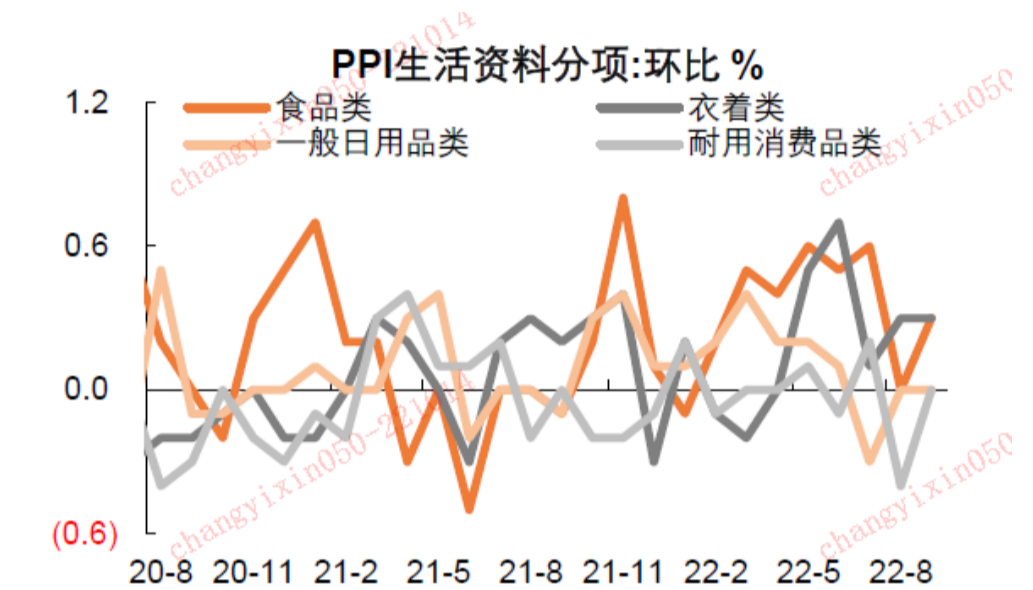
生活资料环比上行0.1%，增速较上月提升0.2个百分点，同比增速也转而上行。分项中，衣着类、食品类环比表现偏强，而一般日用品类、耐用消费品类环比持平。

图表 10 9月PPI生产资料各分项环比增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表 11 9月PPI生活资料各分项环比增速

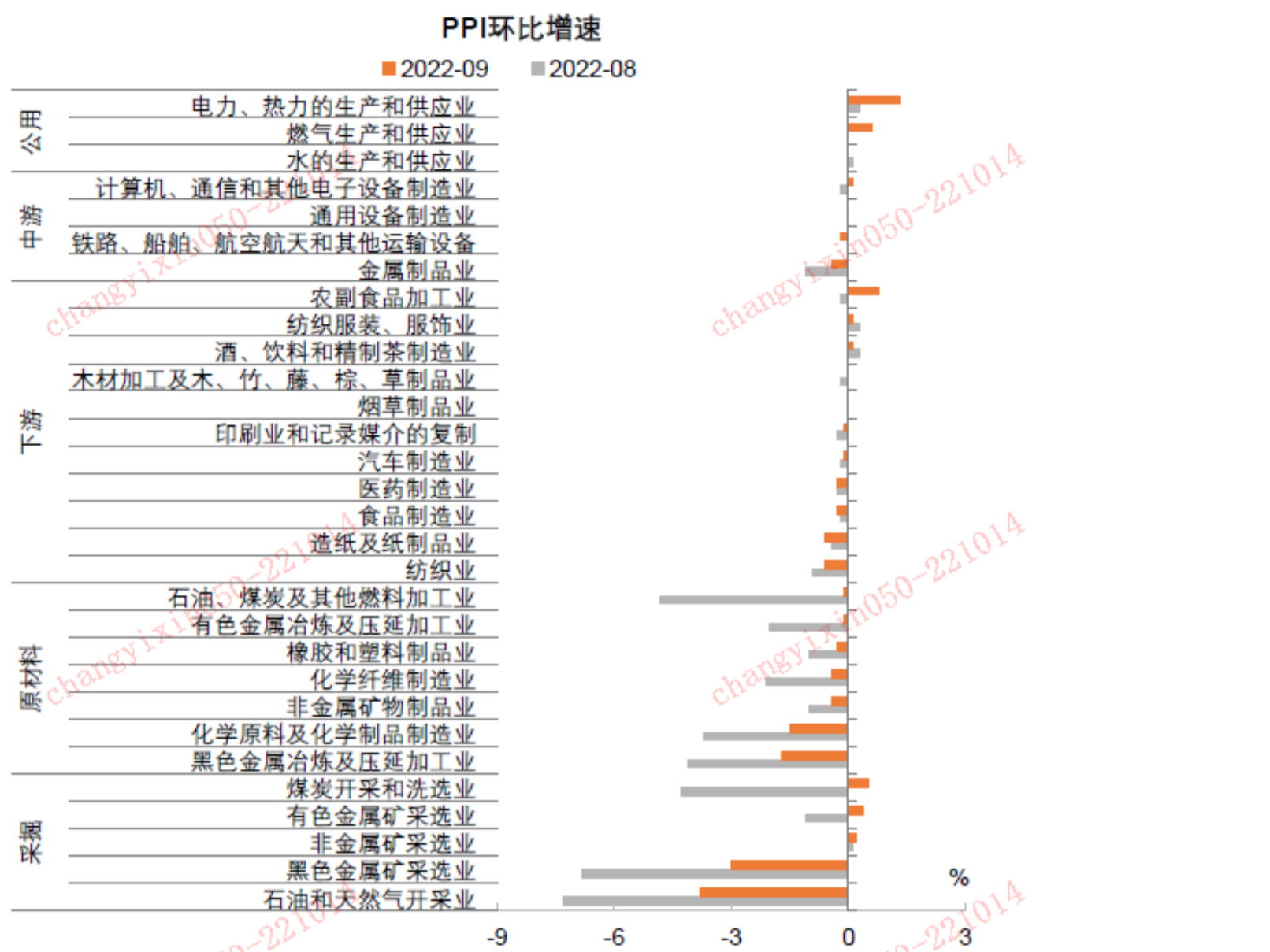


资料来源: Wind、平安证券研究所

分行业看，30个大类行业中，8月有21个价格环比提升，3个环比持平，仅6个行业出厂价格环比下行。

9月PPI环比跌幅收窄，原因有三：一是国内方面，地产“保交楼”项目推进、基建实物工作量逐渐落地，且天气转凉有助于建筑施工的加速开展，带动了金属、水泥等相关行业需求回升，价格降幅均有收窄。二是海外方面，大宗商品前期快速调整后，8、9月份呈震荡态势，环比跌幅低于前期。三是人民币汇率，受美元指数快速上行、国内外货币政策“松紧差”加大的影响，离岸人民币相对美元的汇率在8月15日至9月30日间贬值幅度接近6%，提升了部分工业原材料的进口成本，继而在一定程度上推升着PPI环比增速。

图表 12 9月采掘、原材料板块子行业PPI环比增速均上行，部分子行业由负转正



资料来源: Wind、平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层 邮编:100033