

# CPI高点或已现，PPI仍将继续回落

——东海看数据之：9月通胀数据

## 证券分析师：

刘思佳 S0630516080002

lsjia@longone.com.cn

## 证券分析师：

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 投资要点：

- **事件：**2022年9月，CPI当月同比2.8%，前值2.5%；环比0.3%，前值-0.1%。PPI当月同比0.9%，前值2.3%；环比-0.1%，前值-1.2%。
- **CPI创两年半以来新高，主要受食品价格上涨贡献。**9月CPI食品价格同比8.8%，涨幅较上月扩大2.7个百分点，环比1.9%，超季节性。其中，猪价同比上涨36%，涨幅较上月扩大13.6个百分点。据统计局解释，猪肉消费需求季节性回升，加之看涨预期下部分养殖户压栏惜售，价格继续上涨，但在中央储备猪肉投放等措施作用下，中下旬涨势有所趋缓。从产能来看，全国能繁母猪存栏自2022年5月以来不断上升至8月的4324万头，产能去化可能并不完全，意味着未来一旦压栏现象缓解叠加生猪集中出栏，未来猪价上行的空间相对有限。除猪肉外，鲜菜价格也受到受高温少雨天气影响，环比涨幅明显超季节性，带动同比涨幅升至12.1%，但从以往经验来看，鲜菜价格的上涨并不具备持续性。
- **核心CPI走低反应内需尚弱。**9月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比0.6%，较前值回落0.2个百分点，创下2021年4月以来新低。核心CPI环比0%，与8月持平，弱于近5年历史季节性水平0.3%。核心CPI走低反映了当前内需不足依旧是经济的主要矛盾之一，政策层面可能会继续加码，市场主体消费信心有待提振。
- **CPI短期可能已见顶。**从10月开始，CPI基数会明显抬升，在核心CPI持续低迷、猪肉价格短期继续大幅上涨概率较低和高温天气对鲜菜供应短期扰动减弱的情况下，9月CPI同比2.8%的涨幅可能会是年内高点，四季度CPI可能会明显回落，年内CPI单月破3%的概率较小。
- **PPI同比维持回落。**9月PPI同比0.9%，较上月回落1.4个百分点，基数抬升下，延续回落的趋势；环比-0.1%，较上月明显收窄1.1个百分点。拆分来看，国际原油价格下行带动国内相关行业价格下降，而反映基建需求的相关行业价格的环比降幅明显收窄。
- **基建支撑相关商品需求有望延续，但PPI四季度大概率转负。**四季度仍有5000亿元的专项债存量限额待发行，此外前期6000亿元的政策性金融工具有望继续形成撬动，基建投资可能继续保持较快增长，有望对相关商品需求形成支撑。预计PPI环比降幅可能收窄，但由于基数还会继续抬升，四季度PPI同比大概率转负。
- **剪刀差收窄利好中下游利润回升。**PPI与CPI剪刀差持续收窄，上游成本压力减轻，中下游利润可能持续转好。此外，CPI上升空间有限，未来大概率会回落，当前货币政策的掣肘不在通胀。而核心通胀的疲软显示出内需仍然相对较弱，政策可能还需加码。
- **风险提示：**疫情反复超预期，海外局势变化超预期。

## 正文目录

1. CPI 短期可能已见顶 .....	4
2. PPI 反映基建需求较好 .....	5
3. 剪刀差收窄利好中下游利润回升.....	6
4. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1 CPI 当月同比, %	4
图 2 CPI 环比季节性规律, %	4
图 3 鲜菜价格环比季节性规律, %	4
图 4 生猪价格周平均, 元/千克	4
图 5 CPI 八大类当月同比, %	5
图 6 核心 CPI 当月同比, %	5
图 7 核心 CPI 环比, %	5
图 8 PPI 当月同比, %	6
图 9 PPI:生产和生活资料类环比, %, %	6
图 10 布伦特原油月平均价格, 美元/桶	6
图 11 黑色和有色金属冶炼和压延加工业环比, %	6
图 12 PPI-CPI 剪刀差, %	7

**事件：**10月14日，统计局发布9月通胀数据。9月，CPI当月同比2.8%，前值2.5%；环比0.3%，前值-0.1%。PPI当月同比0.9%，前值2.3%；环比-0.1%，前值-1.2%。

## 1.CPI 短期可能已见顶

CPI创两年半以来新高，主要受食品价格上涨贡献。9月CPI食品价格同比8.8%，涨幅较上月扩大2.7个百分点，环比1.9%，超季节性。其中，猪价同比上涨36%，涨幅较上月扩大13.6个百分点。10月7日当周，22个省市生猪平均价格升至26.07元/千克，较9月平均价格23.46元/千克环比上涨11.13%。据统计局解释，猪肉消费需求季节性回升，加之看涨预期下部分养殖户压栏惜售，价格继续上涨，但在中央储备猪肉投放等措施作用下，中下旬涨势有所趋缓。从产能来看，全国能繁母猪存栏自2022年5月以来不断上升至8月的4324万头，产能去化可能并不完全，意味着未来一旦压栏现象缓解叠加生猪集中出栏，未来猪价上行的空间相对有限。除猪肉外，鲜菜价格也受到受高温少雨天气影响，环比涨幅明显超季节性，带动同比涨幅升至12.1%，但从以往经验来看，鲜菜价格的上涨并不具备持续性。

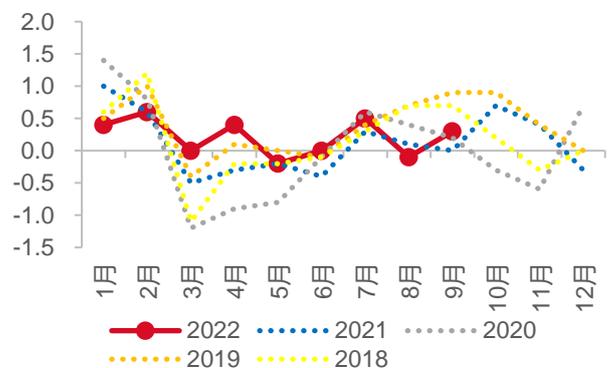
非食品价格表现较弱。9月CPI非食品价格同比1.5%，较前值回落0.2个百分点，环比0%，明显弱于季节性。服务类价格表现较弱也体现了疫情对部分消费需求仍有影响。从细分项来看，除了生活用品及服务同比1.4%，较上月上涨了0.1个百分点，衣着、交通和通信、教育文化和娱乐、居住、其他用品和服务涨幅均略有回落，医疗保健持平。

图1 CPI 当月同比，%



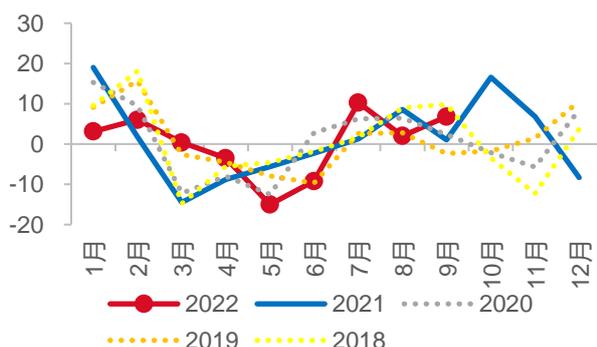
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 鲜菜价格环比季节性规律，%



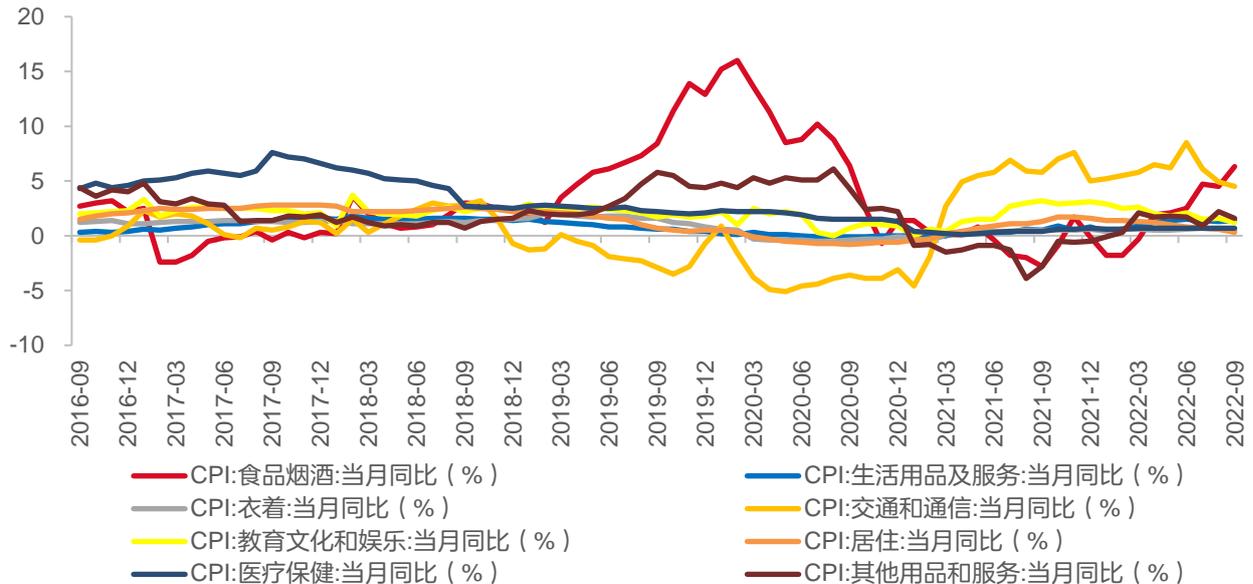
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 生猪价格周平均，元/千克



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 CPI八大类当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

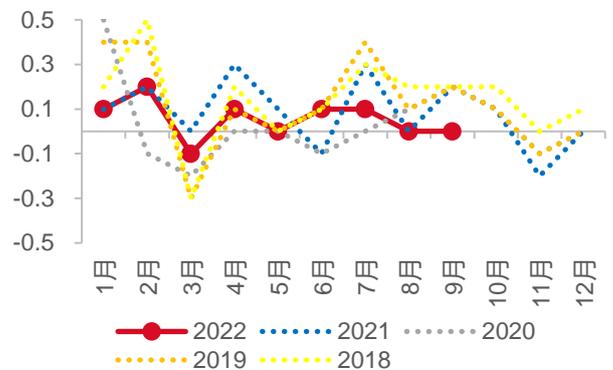
核心CPI走低反应内需尚弱。9月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比0.6%，较前值回落0.2个百分点，创下2021年4月以来新低。核心CPI环比0%，与8月持平，弱于近5年历史季节性水平0.3%。核心CPI走低反映了当前内需不足依旧是经济的主要矛盾之一，政策层面可能会继续加码，市场主体消费信心有待提振。

图6 核心CPI当月同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 核心CPI环比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

CPI短期可能已见顶。总体来看，从10月开始，CPI基数会明显抬升，在核心CPI持续低迷、猪肉价格短期继续大幅上涨概率较低和高温天气对鲜菜供应短期扰动减弱弱的情况下，9月CPI同比2.8%的涨幅可能会是年内高点，四季度CPI可能会明显回落，年内CPI单月破3%的概率较小。

## 2.PPI反映基建需求较好

PPI同比维持回落。9月PPI同比0.9%，较上月回落1.4个百分点，基数抬升下，延续回落的趋势；环比-0.1%，较上月明显收窄1.1个百分点。拆分来看，国际原油价格下行带动国内相关行业价格下降，而反映基建需求的相关行业价格的环比降幅明显收窄。分行

业来看，由于储煤需求的提升，煤炭开采和洗选业价格由环比-4.3%转为0.5%。金属方面，随着基建投资项目的逐步实施，金属、水泥等相关行业需求回升，价格降幅均有所收窄。有色金属冶炼和压延加工环比-0.1%，降幅较上月收窄1.9个百分点；黑色金属冶炼和压延加工环比-1.7%，降幅较上月收窄2.4个百分点。

生产资料生活资料继续分化，体现价格上的传导。分大类来看，生产资料同比上涨0.6%，较上月回落1.8个百分点；生活资料同比上涨1.8%，较上月上涨0.2个百分点。

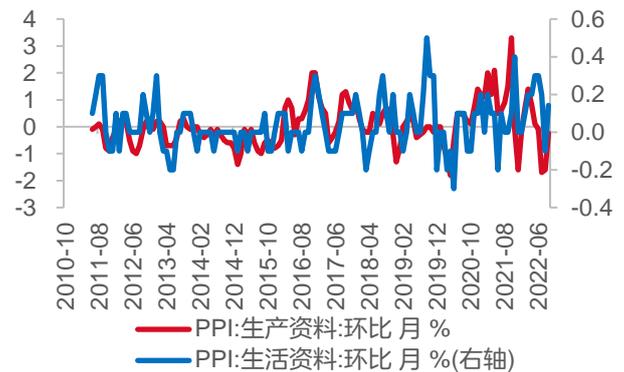
基建支撑相关商品需求有望延续，但PPI四季度大概率转负。四季度仍有5000亿元的专项债存量限额待发行，此外前期6000亿元的政策性金融工具有望继续形成撬动，基建投资可能继续保持较快增长，有望对相关商品需求形成支撑。预计PPI环比降幅可能收窄，但由于基数还会继续抬升，四季度PPI同比大概率转负。

图8 PPI 当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 PPI:生产和生活资料类环比，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 布伦特原油月平均价格，美元/桶



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图11 黑色和有色金属冶炼和压延加工业环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 3.剪刀差收窄利好中下游利润回升

剪刀差收窄利好中下游利润回升。PPI与CPI剪刀差持续收窄，上游成本压力减轻，中下游利润可能持续转好。此外，CPI上升空间有限，未来大概率会回落，当前货币政策的掣肘不在通胀。而核心通胀的疲软显示出内需仍然相对较弱，政策可能还需加码。

图12 PPI-CPI剪刀差, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 4.风险提示

- 1) 疫情反复超预期，导致投资、生产、消费受到明显冲击。
- 2) 海外局势变化超预期，如俄乌紧张局势，导致全球通胀居高不下。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8621 ) 20333619  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8610 ) 59707105  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089