

9月物价保持上涨动能，上年同期基数变化驱动CPI同比涨幅、PPI同比降幅收窄

——2023年9月物价数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2023年9月，CPI同比为0.0%，涨幅较上月回落0.1个百分点；PPI同比下降2.5%，降幅较上月收窄0.5个百分点。

基本观点：9月CPI同比回落至持平，主要原因是受上年同期基数大幅抬高影响，当月猪肉、蔬菜价格同比降幅扩大，带动9月食品CPI同比降幅扩大1.5个百分点至-3.2%。不过，9月CPI环比连续三个月保持上涨势头，各类商品和服务价格环比普遍上涨，显示当前物价整体上保持着上涨动能，这也是经济复苏势头转强的一个标志。PPI方面，近期国内稳增长政策频出，市场信心有所回暖，且8月以来基建投资、消费、工业生产等经济指标边际改善，提振原油、钢材、有色金属等大宗商品价格上扬，9月PPI环比涨势加快。加之去年同期基数延续走低，9月PPI同比降幅进一步收敛。

展望未来，在宏观经济回暖、消费修复推动下，10月CPI环比会继续保持上涨势头，同比也将恢复正增长，有望升至0.3%左右。低通胀背景下后期促消费政策发力仍有较大空间。PPI方面，预计四季度PPI通缩幅度有望延续收窄过程，但年底前同比转正仍有一定难度。后期工业品价格能走出怎样的上行态势，将主要取决于本轮逆周期调节政策在提振经济复苏动能方面的具体效果，特别是四季度房地产市场能否企稳回暖。

具体来看：

一、9月CPI同比回落至持平，主要原因是受上年同期基数大幅抬高影响，当月猪肉、蔬菜价格同比降幅扩大，带动9月食品CPI同比降幅扩大1.5个百分点至-3.2%。不过，9月CPI环比连续三个月保持上涨势头，各类商品和服务价格环比普遍上涨，显示当前物价整体上保持着上涨动能，这也是经济复苏势头转强的一个标志。

9月CPI同比回落0.1个百分点至持平状态，主要原因有两个：一是受去年同期价格基数大幅上行影响，尽管9月猪肉、蔬菜价格分别环比上涨0.2%和3.3%，但同比降幅均有较大幅度扩大，分别扩大4.1和3.1个百分点，成为带动当月食品CPI同比降幅从上月的-1.7%扩大至-3.2%，进而下拉整体CPI同比的主要原因；二是当前汽车价格战仍在持续，9月交通工具价格环比下降0.3%，同比降幅扩大至-4.6%；三

是暑期结束，9月旅游价格回落偏快，同比涨幅收窄明显。

不过从环比来看，9月CPI继续保持0.2%的上涨势头，为连续3个月保持正增长。其中，食品、工业消费品及各类服务价格普遍都在延续上涨态势。这显示当前物价保持上涨动能，背后有两个驱动因素：一是三季度宏观政策稳增长持续加码，各类促消费政策频出，市场消费信心改善；二是居民消费内在修复动能持续释放，这尤其在旅游、出行、文化娱乐等服务消费领域表现明显。整体上看，三季度物价恢复上涨动能，也在一定程度上折射出经济复苏动能正在转强。

我们判断，在宏观经济回暖、消费修复推动下，10月CPI环比会继续保持上涨势头，同比也将恢复正增长，有望升至0.3%左右。不过，尽管当前通缩风险不大，但低通胀仍是一个不争的事实。这充分体现在9月剔除波动较大的能源和食品价格、更能反映根本物价水平的核心CPI环比为0.1%，同比为0.8%，都持续处于明显偏低水平。背后的主要原因是在商品和服务供应平稳的同时，当前消费信心偏弱，消费修复力度仍有待进一步提振。这主要与三年疫情带来的“疤痕效应”，以及今年以来经济复苏过程较为曲折，特别是二季度以来房地产市场再度转弱等因素直接相关。

另外，持续的低通胀不仅是消费疲弱的结果，而且对消费心理的影响也不容低估——物价水平偏低，居民会更倾向于推迟消费。由此，着眼于强化逆周期调节，当前宏观政策有必要适度发力刺激居民消费，打破负向循环。我们判断，接下来除了各地各部门着力拓展消费场景、优化消费环境外，还会更大规模发放消费券和消费补贴，进一步减免汽车、电子、家居等大宗消费相关税费。在外需持续下滑前景下，这将是推动四季度乃至明年初经济复苏动能持续转强的一个重要发力点。

二、近期国内稳增长政策频出，市场信心有所回暖，且8月以来基建投资、消费、工业生产等经济指标边际改善，提振原油、钢材、有色金属等大宗商品价格上涨，9月PPI环比涨势加快。加之去年同期基数延续走低，9月PPI同比降幅进一步收敛。

9月PPI环比上涨0.4%，连续第二个月环比上涨且涨幅较上月加快0.2个百分点；同比下降2.5%，降幅较上月收窄0.5个百分点，进一步确认6月的-5.4%就是本轮PPI通缩的谷底。9月PPI同比降幅继续收窄，一方面源于去年同期价格基数延续大幅走低，更为重要的是，7月24日中央政治局会议后，近期国内稳增长政策频出，市场信心有所回暖；而且从政策效果来看，除地产产业链仍弱以外，8月以来基建投资、消费、工业生产等经济指标边际改善，这对原油、煤炭、有色金属等大宗商品价格起到一定提振作用——9月原油和煤炭开采、加工，化工，有色金属等行业PPI环比涨势明显，且除煤炭开采业外，其他行业PPI同比降幅也均有所收敛。

分大类看，一方面，受原油、有色金属等大宗商品价格上行带动，9月生产资料PPI环比上涨0.5%，

涨幅较上月加快 0.2 个百分点，同比跌幅也从上月的-3.7%明显收敛至-3.0%。另一方面，9 月生活资料 PPI 环比涨幅仅为 0.1%，与上月持平，同比跌幅则较上月小幅走阔 0.1 个百分点至-0.3%，与当前核心 CPI 持续在 1%以下区间低位徘徊表现一致。不过，从具体分项来看，9 月生活资料 PPI 环比未能提速主要与食品价格上涨放缓有关，当月衣着、日用品、耐用消费品等类别 PPI 环比表现均出现小幅改善，印证消费市场边际回暖。

整体上看，三季度以来，PPI 环比实现反弹且自 8 月起回正，同比跌幅持续收敛，表明工业品价格已经进入触底反弹过程。除因基数走低外，也与稳增长政策加码发力带动市场预期改善且政策效果逐步释放有关。但我们也注意到，三季度水泥价格仍整体走低，且同比降幅继续扩大，这显示，当季大宗工业品价格上行，仍主要是由市场信心回暖、需求预期升温带来的备货需求增加所致，实际需求反弹力度有限。背后的主要原因在于，当前消费需求修复力度仍有待进一步加强，以及房地产投资持续下滑，抵消了基建投资保持较高增速带来的影响。

展望四季度，预计 PPI 通缩幅度有望延续收窄过程，但年底前同比转正仍有一定难度。后期工业品价格能走出怎样的上行态势，将主要取决于本轮逆周期调节政策在提振经济复苏动能方面的具体效果，特别是四季度房地产市场能否企稳回暖。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。