

高基数下的通胀反复

——9月物价数据分析

事件概述

2023年10月13日，国家统计局公布2023年9月份CPI与PPI数据。CPI同比0.0%，预期0.2%，前值0.1%；CPI环比0.2%，前值0.3%；PPI同比-2.5%，预期值-2.4%，前值-3.0%；PPI环比0.4%，前值0.2%；核心CPI同比0.8%，与上月持平，环比0.1%，前值0.0%。

投资观点

9月CPI同比0增速，在经历了8月由负转正后再度回落，去年基数较高是主要原因。从翘尾和新涨价因素的拆分便可得到印证，9月CPI翘尾影响为-0.2%（上月为0.2%），新涨价因素为0.2%（上月为-0.1%），从新涨价因素看，9月高于8月。PPI方面，同比增速-2.5%，降幅进一步收窄，并且环比增速较上月有所扩大，主要与国际油价、有色等大宗价格回升有关。核心CPI同比0.8%，与上月持平。

往后看，短暂反复后CPI同比增速将会继续温和上行。一方面高基数效应逐步消退，翘尾因素的负向拖累逐步缓解；另一方面，随着天气的逐渐转冷，猪肉消费需求会逐步增加，猪价在经历短暂调整后或将再度上行，我们判断CPI同比年底有望回升至0.8%附近；而PPI方面，降幅收窄幅度或将有所放缓，10月国际油价以及大宗价格均出现了回落，在全球需求温和修复的背景下，大宗涨价带动的PPI回升势头或有所削弱，我们判断PPI同比年底或在-1.5%附近。

► 9月CPI环比、同比均有所回落

9月CPI环比上涨0.2%，涨幅较上月回落0.1个百分点，基本符合季节性特征，食品分项涨幅回落是主要原因。

食品价格方面，环比上涨0.3%，涨幅较上月回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.06个百分点，主要与猪肉、水产价格回落有关。

猪肉价格环比上涨0.2%，涨幅较上月回落近11个百分点。在经历了7、8两个月的上涨之后，猪肉价格在9月出现了回落。前期猪价上涨增加了部分养殖户的出栏积极性，供给相对充足，不过消费承接力度相对一般，造成了9月猪价的回落。往后看，随着天气的逐渐转冷，消费需求会逐步增加，猪肉价格在经历短暂调整后或将再度上行。

水产价格环比-0.8%，降幅较上月扩大0.6个百分点。其中虾蟹类和海水鱼价格分别下降2.6%和0.8%，主要与休渔期结束供给增多有关。

除此之外，鲜菜环比上涨3.3%，涨幅较上月扩大3.1个百分点。一方面开学季叠加双节，需求有所增加；另一方面，随着天气转冷，露天蔬菜供应逐渐减少，供需推动下鲜菜价环比出现了一定上涨。另外蛋类环比上涨2.8%，奶类、鲜果环比回落0.3%和0.2%。

非食品价格方面，环比上涨0.2%，涨幅与上月持平，影响CPI上涨约0.14个百分点。其中工业消费品价格上涨0.5%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，主要与国际油价上行带动国内汽油价格上涨2.4%有关；服务价格由上月上涨0.1%转为下降0.1%，主要与暑期结束，出行减少带来的机票、住宿与旅游价格回落有关，三者环比分别下降12.6%、5.5%和3.4%。不过教育服务价格以及服装价格则出现了上涨，分别上涨1.4%和0.9%。

同比方面，9月CPI由上涨0.1%转为持平，基数较高是主要原因。去年9月CPI同比2.8%，为2020年5月以来最高值，当时的主要贡献项为食品，同比增速约8.8%。高基数下，9月食品分项同比增速为-3.2%，降幅较上月扩大1.5个百分点，其中猪肉和鲜菜价格分别下降22.0%和6.4%，合计影响CPI下降约0.51个百分点，占食品价格总降幅近九成。非食品中，工业消费品价格下降0.3%，降幅收窄0.5个百分点，其中汽油价格下降1.2%，降幅收窄3.4个百分点。服务价格上涨1.3%，涨幅与上月相同。

在9月份的CPI同比变动中，翘尾影响约为-0.2个百分点，上月为0.2个百分点；今年价格变动的新的影响约为0.2个百

分点，上月为-0.1个百分点。从这点也可以看出，本月CPI同比的回落主要是基数原因，今年新涨价因素较上月是回升的。

扣除食品和能源价格的核心CPI同比0.8%，与上月持平，环比增速小幅回升至0.1%。从国庆、中秋假期的旅游消费数据来看，基本恢复至疫情前的水平，文旅部公布的数据显示，国内出游人数按可比口径较2019年增长4.1%，国内旅游收入按可比口径同比增长2019年增长1.5%。随着消费的修复，核心CPI也有望逐步回归至1-1.5%的历史中枢区间。

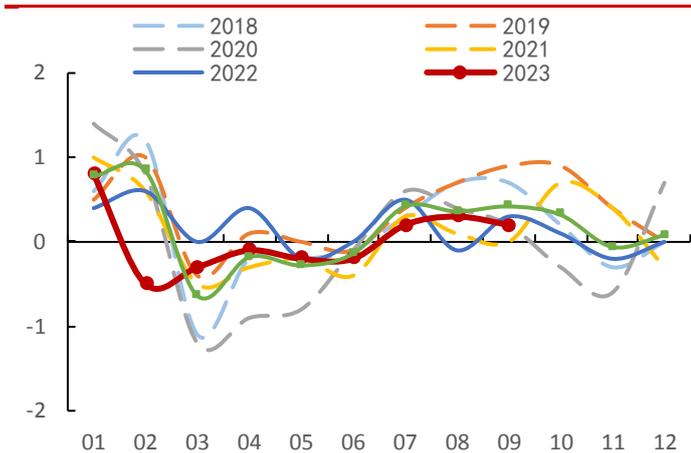
► 9月PPI环比涨幅扩大、同比降幅收窄

9月PPI环比上涨0.4%，涨幅较上月扩大0.2个百分点，连续两个月环比为正，生产资料环比涨幅扩大是主要原因。

具体来看，9月生产资料价格环比上涨0.5%，涨幅较上月扩大0.2个百分点。上游原材料价格继续上涨，其中受国际原油价格继续上行，带动国内石油和天然气开采业价格上涨4.1%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨3.1%。受需求改善、供给偏紧影响，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.2%，煤炭开采和洗选业价格上涨1.1%。不过生活资料价格相对稳定，上涨0.1%，涨幅与上月相同。

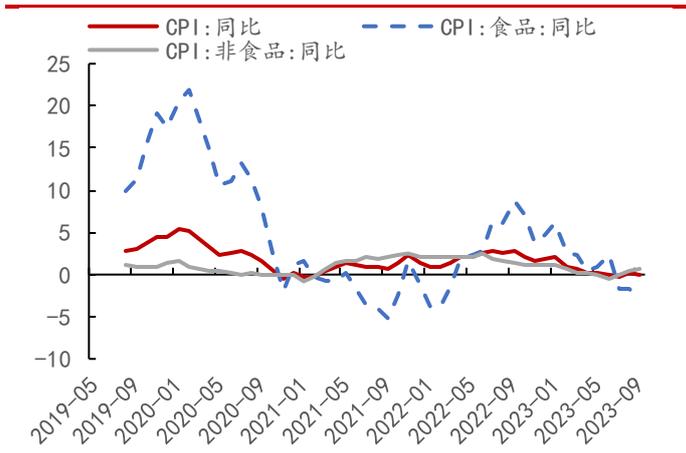
同比方面，9月PPI同比下降2.5%，降幅较上月收窄0.5个百分点，其中生产资料价格下降3.0%，降幅收窄0.7个百分点；生活资料价格下降0.3%，降幅扩大0.1个百分点。从翘尾和新涨价角度来看，本月翘尾影响约为-0.2个百分点，上月为-0.3个百分点；今年价格变动的总影响约为-2.3个百分点，上月为-2.7个百分点。

图1 CPI环比季节性变动(%)



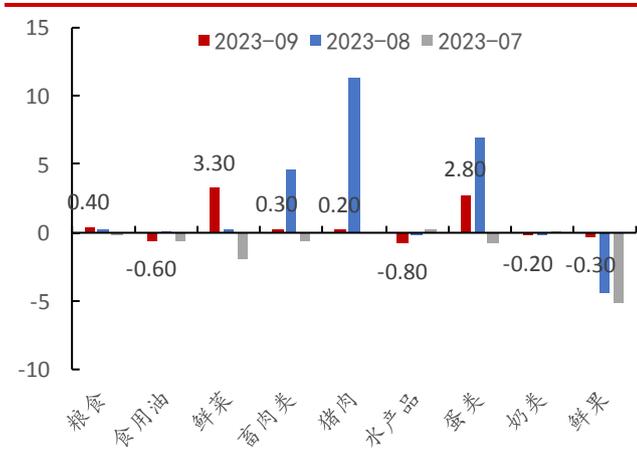
资料来源：WIND，华西证券研究所

图2 CPI及主要分项同比变动(%)



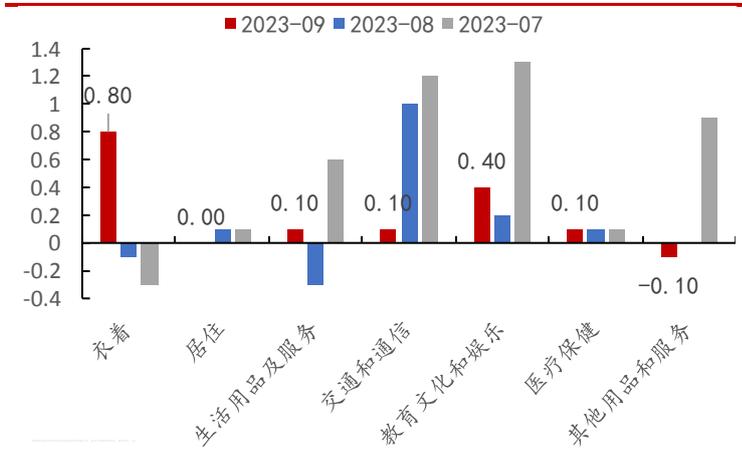
资料来源：WIND，华西证券研究所

图3 食品分项环比变动(%)



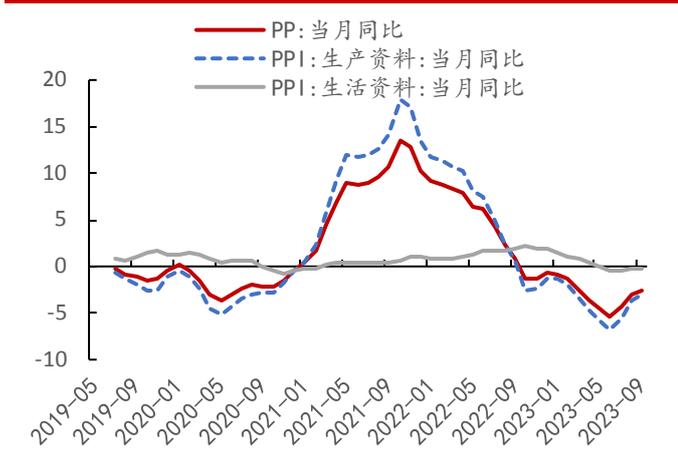
资料来源：WIND，华西证券研究所

图4 非食品分项环比变动(%)



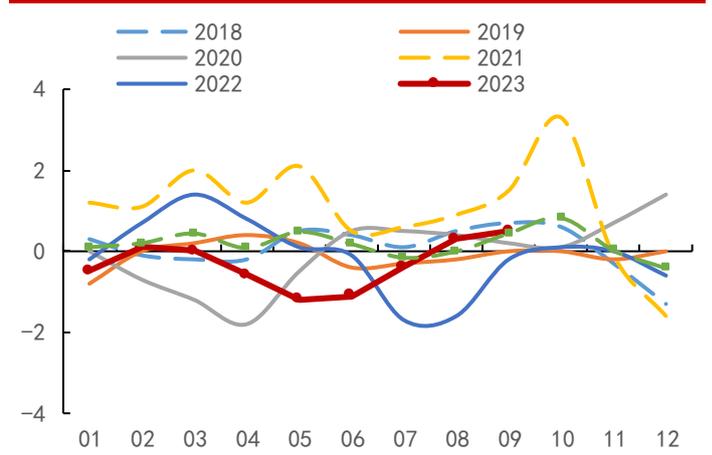
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5 PPI 及主要分项同比变动 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 6 PPI 生产资料环比季节性变动 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师: 孙付

邮箱: sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话: 021-50380388

宏观分析师: 丁俊菘

邮箱: dingjs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070003

联系电话: 021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。