

2023年10月13日

## 食品项导致CPI和PPI分化

固定收益研究团队

——2023年9月价格数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

### ● 核心观点

1. 9月，CPI当月同比0%（前值+0.1%，下同），核心CPI当月同比+0.8%（+0.8%）。PPI当月同比-2.5%（-3.0%），PIRM当月同比-3.6%（-4.6%）。

2. 9月价格数据中的一个重要的现象是PPI的降幅在持续收窄，从6月开始已经连续三个月保持了降幅收窄的趋势，这也是我们之前多次提到的价格周期的改善。从历史上历次PPI从底部回升的走势来看，历次价格见底之后都会在政策支撑或者是市场出清下回升。本次价格周期的低点、时间跨度和回升趋势都和历次PPI从底部回升相符。进一步来说，价格周期在一定程度上对应了经济周期，两个周期的底部、顶部和跨度的时间节点相近，价格会略滞后于经济做出反应。之前能够和本次PPI见底深度和回升幅度相对应的低点包括2015年底、2020年二季度，而相对应的经济底部就出现在2015年底-2016年初和2020年一季度。

3. 而对于后续的PPI走势，由于国庆中秋假期，开工需求较弱，截至到10月13日的南华综合指数在环比上有所回落，大宗商品的价格历来对PPI在方向上有较好的指示意义，只不过高频指标的波动更为强烈，所以需要关注月内高频数据是否会继续改善。因此，对于后续经济周期的回升或许可以确认，而经济的回升幅度需要更多的观测政策落地情况、经济高频指标等。

4. 另一个现象是CPI同比再次由涨转平，持续围绕0增速波动。导致PPI出现改善，但CPI持续在0增速附近波动的原因或许主要在于猪肉价格。相对来说，PPI生活资料和CPI的走势相关性较好，PPI生活资料也和CPI一样，都在2015年后和PPI走势产生了背离。从生活资料的大类来看，一般日用品、耐用日用品、食品、衣着中，一般日用品和耐用日用品的价格走势和PPI相符，衣着略滞后于PPI走势，或许可以说对于衣着的消费略滞后于经济。食品项和生活资料走势较相符，和PPI出现背离，无论是2019年猪瘟、2022年疫情推升了食品价格，都导致了生活资料 and 整体PPI的错位。因此，再看9月的CPI分项，对同比拖累最大的分项仍然是食品烟酒，其中的猪肉跌幅再次扩大，或许是影响CPI的主要因素。而对于不包含食品和能源的核心CPI来说，保持了+0.8%的同比增长，同比保持在2023年以来的较高位置。

5. 从细分的结构来看，服务业的价格同比相对来说表现更好，无论是文娱、医疗增速均在八大分项中居前。另外，旅游项当月同比+12.3%，受到中秋国庆假期影响，出行需求较为强劲，并且国庆档电影的供给上升，线下的服务型消费较为火热。食品项在上文已经提到，而能源项中，发改委在9月继续上调国内成品油价格，前期拖累较严重的交通工具燃料项降幅也出现了收窄。

6. 综合PPI的持续改善、PMI的回升，我们认为经济最弱的阶段已经结束，当下的经济正处在底部回升的阶段。随着宽信用、宽财政、宽地产的落地，一是拉动经济从底部回升、二是对市场资金的影响，需要关注这两者对债市收益率的影响。

● **风险提示：**政策变化超预期；价格变化超预期。

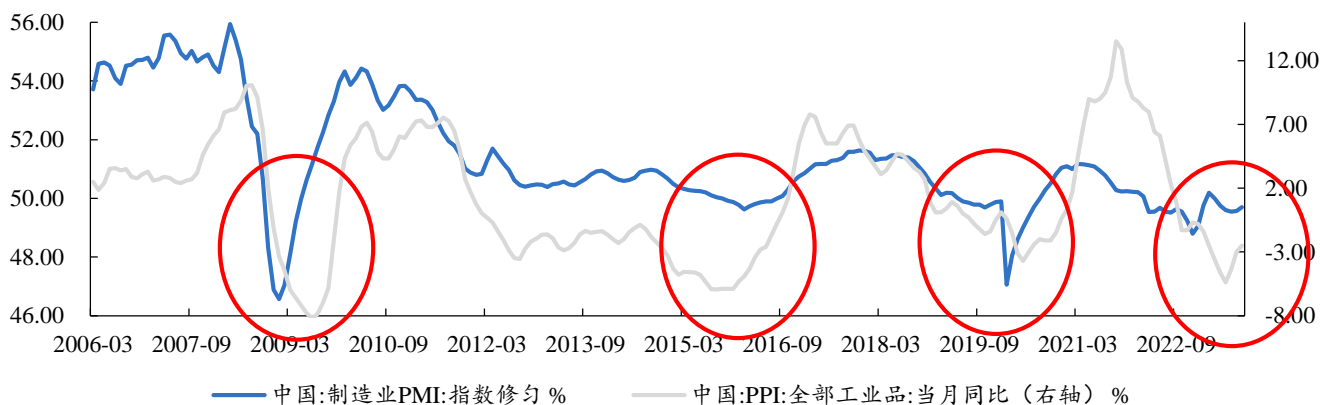
### 相关研究报告

《PMI处于扩张区间，8月工业企业利润首次正增长——利率债周报》-2023.10.8

《北向流出扩大，中小转债占优——可转债周报》-2023.10.7

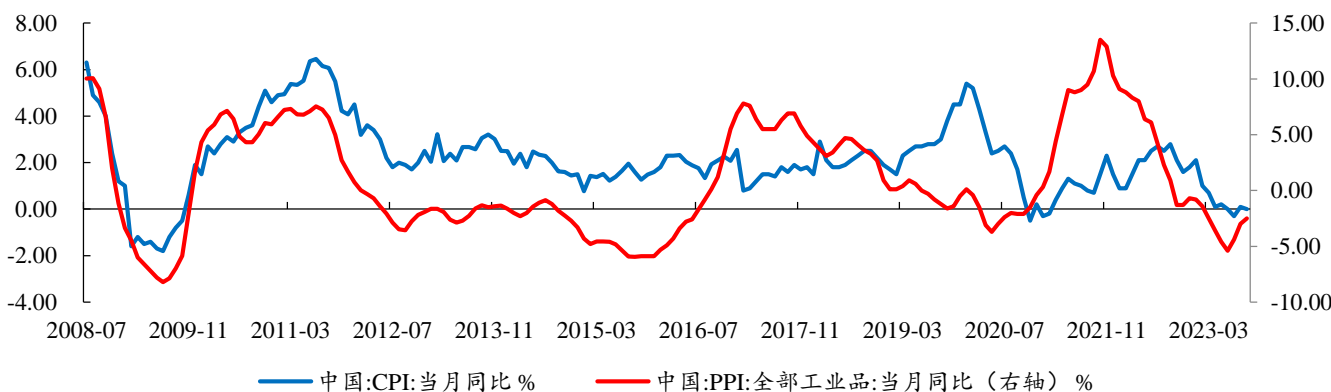
《资金利率中枢短时间或难有显著下行——10月流动性展望》-2023.10.6

附图 1: 历次 PPI 的触底



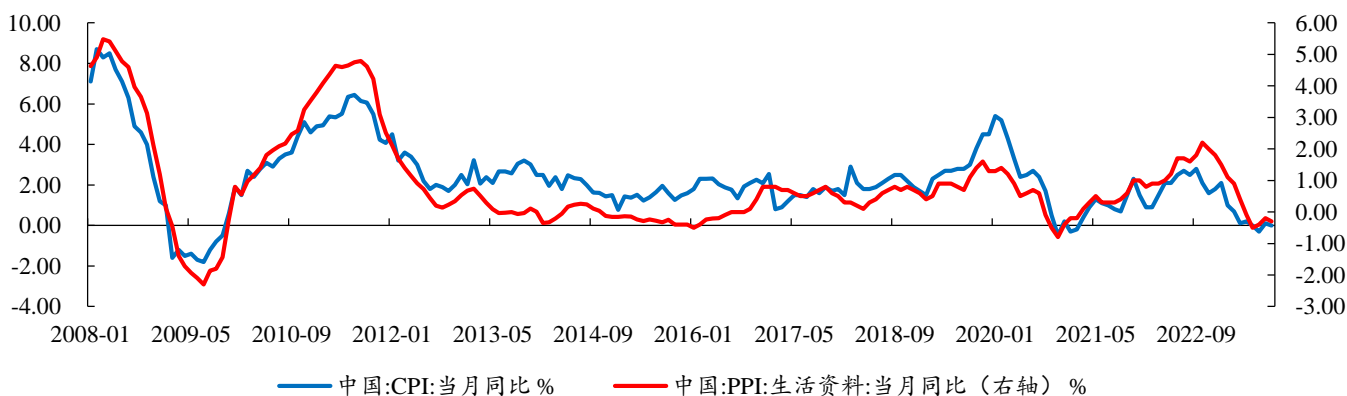
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: CPI 和 PPI 在 2015 年后出现背离



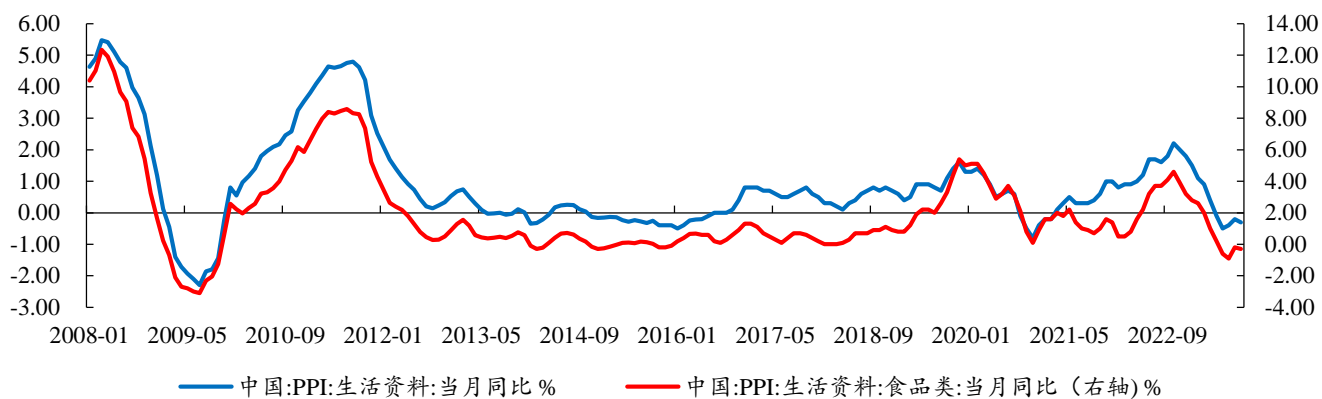
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: CPI 和生活资料走势相符



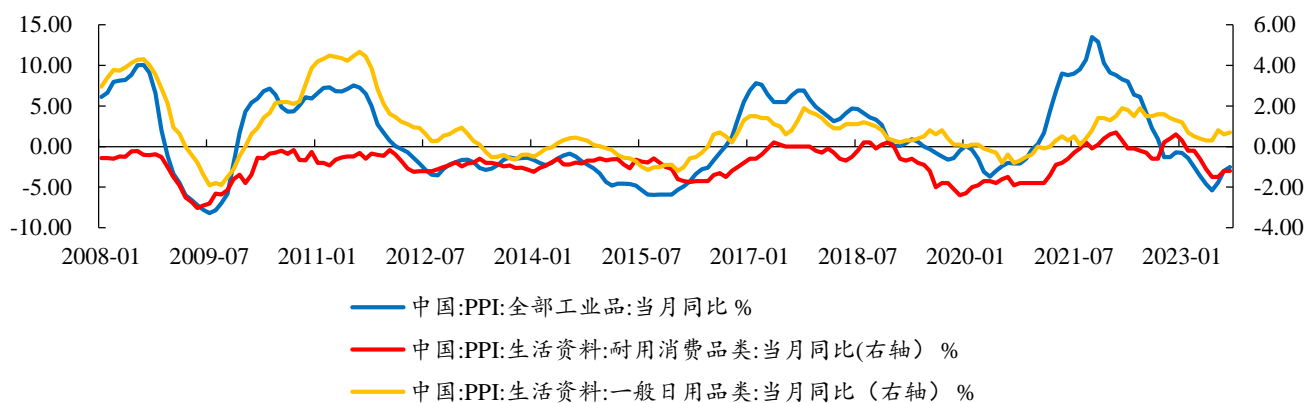
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4：生活资料主要受到食品项影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：生活资料中的日用品项和 PPI 走势更相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn