

物价四季度平稳回升

——2023年9月CPI、PPI分析

核心内容:

9月CPI环比是食品和非食品共同带动。食品方面，蔬菜延续上行(+3.3)，鸡蛋走高(+2.8)，猪肉小幅上行(+0.2)。9月份食品表现季节性特征。

非食品价格方面，衣着(+0.8)、燃料(+2.3)、教育(+1.4)、中药(+1.0)价格走高。服务类价格走低，家庭、教育服务走高，但是其他服务价格下行。核心CPI平稳。

9月PPI环比涨幅扩大，上游带动中游价格上涨。上游煤炭(+1.1)、石油开采(+4.1)、黑色金属开采(+3.2)、有色金属开采(+1.7)走高，带动中游石油加工(+3.1)、化学原料(+2.0)、化学纤维(+1.1)上行。下游价格偏弱，计算机通信电子(0.3)和农副产品价格(+0.6)上行，汽车、其他运输业、印刷、通用设备、食品价格持平，木材家具、造纸、医药价格继续下行。

我们的分析：CPI符合季节性，PPI价格链条不畅

9月CPI上涨符合预期，但上涨的品种与预期稍有偏差。CPI上涨带有季节性特征，由于上涨的品种与以往略有区别，这意味着部分商品价格的上涨是一次性的。蔬菜和猪肉可能10月份转跌，非食品价格较为平稳。核心CPI的走势低位稳定，整个物价处于平稳运行区间。

PPI环比上行主要受到原油价格等原材料价格上行的影响。9月份原油价格上行带动了化工品价格走高，同时煤炭、钢铁等价格受到开工季预期的推动、供给端扰动的影响价格同时走高。居民消费相关产品和出口相关产品价格涨幅偏弱，居民需求稳步回升偏弱，价格上行幅度也偏弱。

9月份环比上行幅度低于预期，价格的上行始终是不连续的，下游终端需求的弱势使得上游价格的上行持续度有限。PPI翘尾影响快速下降的时间濒临结束，未来PPI回升需要价格的稳定走高，这或许为未来PPI回升带来些许不确定性。

下半年CPI和PPI预期

4季度天气转凉，食品类价格回升，CPI会随之走高，预计物价在0.4%-0.5%左右，全年CPI预计在0.5%左右。2023年CPI的低水平是商品类价格探底以及服务类价格恢复缓慢带来的。2024年商品类价格回升，服务类价格继续反弹，CPI会顺利回升至1.2%左右。

PPI的持续回升需要房地产止跌和国内需求的好转。我们预计3季度和4季度PPI增速分别为-3.3%和-2.7%，全年预计在-3.0%左右运行。PPI转正时间推迟，我们预计可能在2024年6月份到来。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

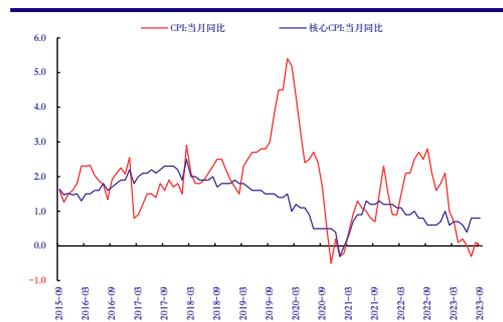
分析师登记编码: S0130515030003

研究助理: 吕雷

风险提示:

1. 大宗商品大幅下行的风险
2. 房地产持续回落的风险

CPI同比持平，核心CPI平稳(%)

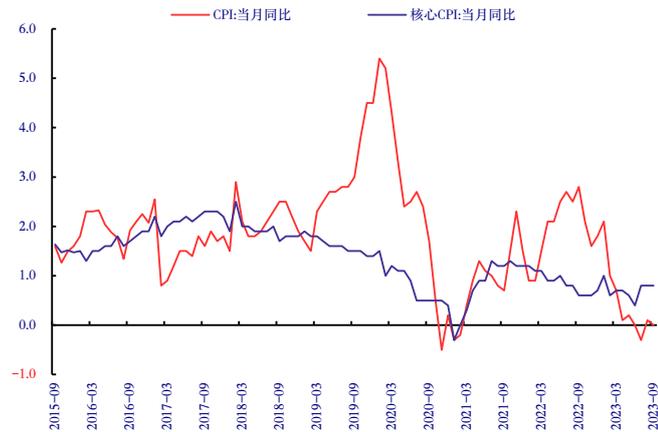


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

一、CPI：服务价格不及预期拖累 CPI 环比继续改善

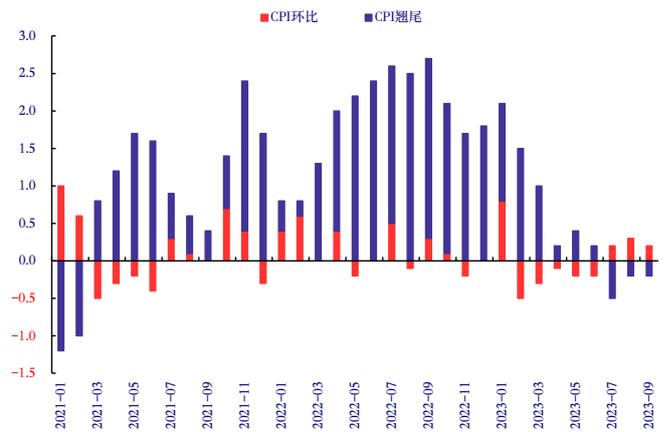
9 月份 CPI 同比持平, 环比继续上涨, 核心 CPI 平稳。9 月 CPI 同比持平(前值+0.1%), 低于 Wind 一致预期 0.2%。9 月份 CPI 环比继续上行 0.2%, 其中商品价格环比上行 0.4%, 服务价格下行 0.1%, 服务价格不及预期拖累 CPI 环比延续改善。核心 CPI 同比增速 0.8%, 与 8 月份持平。

图 1: CPI 同比持平, 核心 CPI 平稳 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2: CPI 环比继续上涨 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

9 月份 CPI 环比继续上涨, 服务项中教育服务上涨 1.4%, 旅游价格回落至-3.4%, 带动服务价格转负, 拖累 CPI 环比涨幅回落, 交通工具用燃料上行 2.3%, 其他商品消费涨幅边际回升, 服装价格上行 0.9, 通信工具上行 0.1, 家用器具价格持平。食品项中猪肉小幅上涨 0.2%、鲜菜上涨 3.3%, 带动食品类价格继续上行。

第一、旅游出行回落, 服务类价格小幅走低。暑期出行效应减退, 旅游价格下行-3.4%, 带动服务价格转负。教育服务上行 1.4%, 家庭服务价格小幅上行, 其它快递服务、通信服务和医疗服务价格持平。

第二、服装、燃料、中药价格继续上行, 商品价格小幅上涨。秋装换季上新, 服装价格上涨 0.9%。交通工具用燃料和水电燃料价格分别上行 2.3%和 0.3%, 9 月份国际油价高位波动上行带动了交通工具燃料价格的上行, 短期内燃料价格大概率延续高位震荡。中药价格继续坚挺, 9 月中药价格同比上行 7.3%, 环比上行 1%。中药价格上行有成本不断走高的因素, 中药价格已经连续多年价格走高。其它商品价格基本稳定, 其中通信工具上涨 0.1%, 家用器具价格持平。

第三、食品价格继续上行, 符合季节性特征。鲜菜价格上行 3.3%, 延续 8 月份的上行, 高于寿光蔬菜和商务部价格指数, 鸡蛋环比上涨 2.8%。猪肉价格涨幅收窄, 环比上行 0.2%。

第四、核心价格保持平稳, 本月并未变动。9 月份核心 CPI 环比保持平稳, 同比上月持平, 整体价格水平稳定。

图 3：服务价格季节性变动（%）

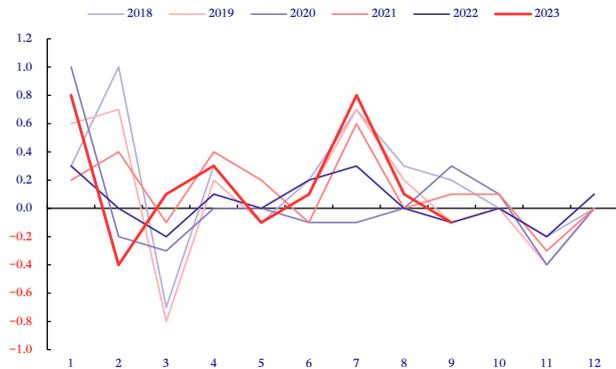


图 4：CPI 中商品和服务价格变动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：CPI 各部门价格同比变化

近四个月同比 (%)	大类				交通和通信							教育文化和娱乐			
	CPI	食品	非食品	核心CPI	↓ 交通工具	交通工具用燃料	交通工具使用维修	通信工具	通信服务	邮递服务	↓ 教育服务	旅游			
2023-09	0.0	-3.2	0.7	0.8	-1.3	-4.6	-1.1	0.5	-3.1	-0.4	0.1	2.5	1.8	12.3	
2023-08	0.1	-1.7	0.5	0.8	-2.1	-4.5	-4.5	0.5	-3.0	-0.4	0.2	2.5	1.1	14.8	
2023-07	-0.3	-1.7	0.0	0.8	-4.7	-4.4	-13.2	0.5	-2.6	-0.4	0.2	2.4	1.2	13.1	
2023-06	0.0	2.3	-0.6	0.4	-6.5	-4.3	-17.6	0.6	-1.5	-0.2	0.3	1.5	1.2	6.4	
近四个月同比 (%)	食品烟酒														
	↓ 粮食	食用油	鲜菜	畜肉类	猪肉	牛肉	羊肉	禽肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果	烟草	酒类	
2023-09	-1.5	0.7	-3.1	-6.4	-12.8	-22.0	-4.9	-5.1	0.0	-1.5	0.7	0.0	-0.3	1.4	0.1
2023-08	-0.5	0.6	-1.9	-3.3	-10.5	-17.9	-4.9	-4.6	0.0	0.2	3.2	0.1	1.3	1.4	0.1
2023-07	-0.5	0.3	-1.3	-1.5	-14.0	-26.0	-4.8	-3.1	0.0	0.4	-0.5	0.4	5.0	1.4	0.5
2023-06	2.0	0.5	1.1	10.8	-3.3	-7.2	-3.4	-1.7	0.0	0.5	0.6	0.4	6.4	1.3	0.3
近四个月同比 (%)	衣着				居住			生活用品及服务			医疗保健			其他用品和服务	
	↓ 服装	加工服务	鞋类	↓ 房租	水电	燃料	↓ 家用器具	家庭服务	↓ 中药	西药	医疗服务				
2023-09	1.1	1.2	0.0	0.8	0.2	0.0	0.5	-0.4	-1.7	1.9	1.3	7.3	0.0	1.1	3.9
2023-08	1.1	1.1	0.0	0.9	0.1	-0.1	0.3	-0.5	-2.0	1.9	1.2	6.4	0.1	1.1	3.8
2023-07	1.0	1.0	0.0	0.6	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-1.8	1.8	1.2	5.7	0.1	1.1	4.1
2023-06	0.9	0.9	0.0	0.7	0.0	-0.2	-0.2	-0.5	-1.8	1.8	1.1	4.8	0.2	1.1	2.4

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、PPI：上游价格上行带动 PPI 环比继续改善

9 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比-2.5%，环比上涨 0.4%。9 月份生产资料价格环比上行 0.5%，主要受能源价格上行带动。生活资料价格小幅走高，居民需求小幅回升。

9 月份上游价格延续上涨、中游价格分化，下游上行不及预期。上游方面，原油价格走高带动石油天然气开采业价格上行，煤炭供给因素和钢铁的低库存带来煤炭、黑色采矿、有色采矿价格上行。中游方面，石油煤炭加工、化学原料、化学纤维、有色金属冶炼价格上行，橡胶

塑料、非金属矿物、金属制品价格下行，黑色金属冶炼和通用设备价格持平。下游价格仍然分化，恢复不及预期。计算机通信电子设备业价格上行 0.3%，铁路船舶航空航天运输设备、汽车价格保持平稳，医药小幅下行 0.1%。

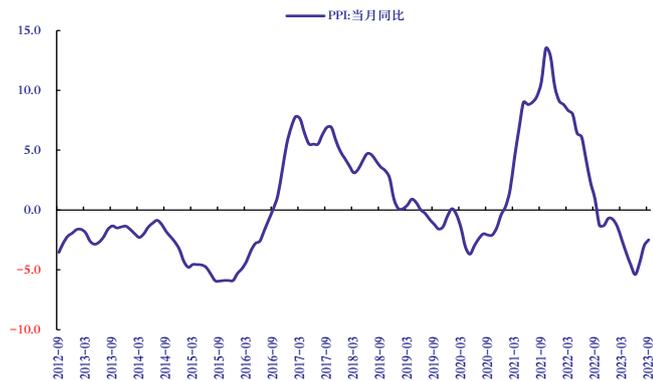
整体来看，去年基数不高，PPI 同比涨幅不及预期，主要涨价因素持续性需要观察。PPI 的全面走高需要内需持续上行和房地产行业的好转带动。

图 6: PPI 相关价格比较 (%)

	PPI 环比	BDI	原油			煤炭		铁矿石		钢铁		有色			
			石油天然气开采类	原油 WTI	山东柴油	山东汽油	煤炭开采洗选类	焦煤	焦炭	黑色金属矿采选业	铁矿石	黑色金属冶炼和压延	螺纹钢	有色金属冶炼和压延	铜
2023-02	0.0	-27.6	1.7	-1.7	4.3	1.5	-2.2	1.9	1.1	3.9	4.6	1.7	-1.2	1.0	1.7
2023-03	0.0	114.2	-0.9	-4.6	-2.5	-1.0	-1.2	1.4	0.1	2.4	3.8	1.3	4.3	-0.3	0.0
2023-04	-0.5	5.0	0.5	8.3	0.1	2.1	-4.0	-16.0	-15.1	-0.1	-3.8	-1.0	-9.4	0.2	0.0
2023-05	-0.9	-4.3	-2.1	-9.8	-4.3	-2.8	-5.2	-17.3	-11.9	-1.2	-9.9	-0.7	-8.7	-0.5	-4.9
2023-06	-0.8	-23.6	-1.6	-1.9	-3.3	1.4	-6.4	-1.2	-1.4	-1.2	4.9	-2.2	2.1	-0.8	3.2
2023-07	-0.2	-3.8	4.2	7.8	3.2	1.3	-2.0	8.1	6.2	1.2	3.6	-0.1	3.6	0.4	1.7
2023-08	0.2	10.5	5.6	7.2	8.2	3.7	-0.8	3.4	0.8	0.9	0.2	0.1	-2.8	1.0	0.3
2023-09	0.4	21.2	4.1	9.8	2.4	1.2	1.1	21.2	9.5	3.2	4.9	0.0	0.9	1.2	0.0

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 9 月份 PPI 同比降幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: PPI 生产资料和生活资料环比变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、我们对 CPI 的分析: 符合预期的上行

9 月份 CPI 价格的上行具有季节性特征。9 月份食品价格上行 0.3%，非食品价格上行 0.2%。食品价格上行主要是蔬菜、鸡蛋带来的，非食品上行由衣着和教育带动。

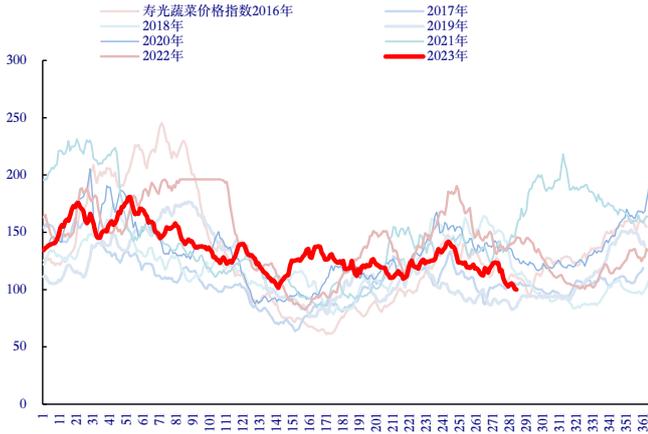
9 月份食品价格上行带有季节性特征，这种价格的上行是 8 月份的延续。8 月到 9 月，北方地产菜供应接近尾声，产量下降，同时中秋国庆双节到来也带来了蔬菜价格的上行。但也要注意，蔬菜上涨弱于往年。9 月份猪肉价格仅有小幅上行，猪肉的供给仍然较为充足，即使有节日的加持，猪肉价格上行也很难持续，十一期间猪肉价格已经走低。

非食品中引领价格上行的品种有所不同，9 月份是衣着、教育、燃料、中药。衣着的上行是季节性的，并且衣着的涨幅与历史水平持平。比较意外的是教育价格上行，旅游价格下跌。教育价格 9 月份上行 1.4%，这种价格的上行基本是一次性的。旅游价格可能源于 8 月份暑期

价格上行过快，9 月份自然回归。燃料仍然受到原油价格上行的影响，但预计难以持续。本年度中药价格处于持续上行阶段。

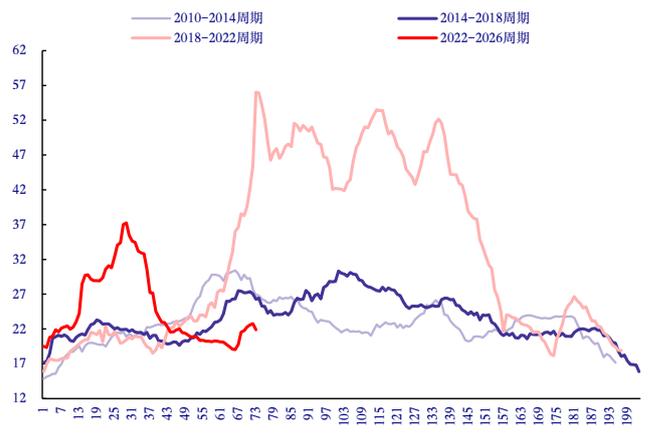
整个 9 月来看，价格的上涨符合预期，但上涨的品种与预期稍有偏差。9 月份的价格上涨带有季节性和一次性特征，价格上行的品种延续性较低。9 月份价格表现整体仍然是偏弱，服务类价格下跌。核心 CPI 的走势低位平稳，整个物价处于稳定运行区间。

图 9：寿光蔬菜价格季节性变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：生猪平均批发价（元/千克）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、我们对 PPI 的分析：价格回升的链条并不完整

首先，PPI 环比继续上行，主要受到原油价格等原材料价格上行的影响。9 月份原油价格上行带动了化工品价格走高，同时煤炭、钢铁等价格受到开工季预期的推动、供给端扰动的影响价格同时走高。可以看到 9 月份上游的煤炭开采、石油天然气开采、黑色金属和有色金属开采上游行业快速上行。中游的石油加工、化学原料、化学纤维、有色金属加工行业出厂价格也随之走高。

其次，居民消费相关产品和出口相关产品价格涨幅偏弱，居民需求稳步回升偏弱，价格上行幅度也偏弱。出口的汽车、其他运输业价格平稳，计算机电子设备稍有回升，居民农副产品和纺织服装仅有小幅上行，其他食品、烟草行业价格平稳，木材家具、造纸、医药行业价格继续下跌。

PPI 在 9 月份环比虽然上行，但是上行幅度低于预期，价格的上行始终是不连续的，下游终端需求的弱势使得上游价格的上行持续度有限。

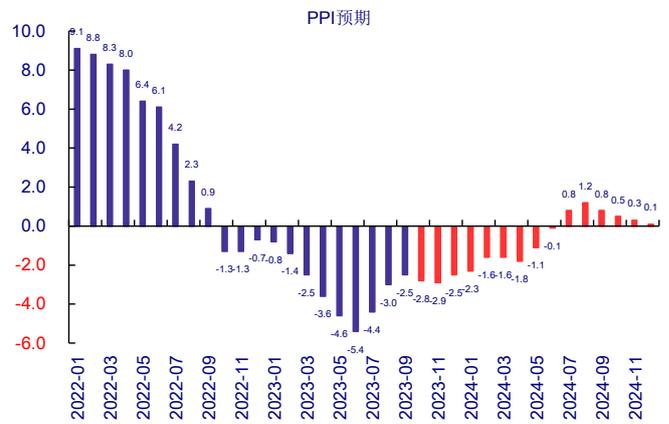
PPI 翘尾影响快速下降的时间濒临结束，未来 PPI 回升需要价格的稳定走高，这或许为未来 PPI 回升带来些许不确定性。

图 11: 原油期货价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: PPI 预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、四季度 CPI 和 PPI 预期

9 月份 CPI 上涨带有季节性特征, 价格的持续上行动力不足。9 月份价格上涨的品种与以往略有区别, 这意味着部分商品价格的上行是一次性的。总体来说, CPI 仍然是偏平稳运行, 核心 CPI、服务类 CPI 等价格稳定。2023 年物价波动仍然小幅度、正常范围的, 在房价疲弱的情况下, 物价持续走高需要更多的需求刺激。

3 季度的物价水平预计是年内低点, 同比 0.1%。4 季度天气转凉, 食品类价格回升, 物价会随之走高, 预计物价在 0.4%-0.5%左右, 全年 CPI 预计在 0.5%左右。2023 年 CPI 的低水平是商品类价格探底以及服务类价格恢复缓慢带来的。2024 年商品类价格回升, 服务类价格继续反弹, CPI 会顺利回升至 1.2%左右。

10 月份的翘尾因素-0.1%左右。10 月份预计蔬菜和猪肉价格回落, 国庆节日可能会带动部分商品涨价, 旅游、其他服务、中药价格可能上行, 其他商品价格小幅波动。预计 10 月份同比价格可能在 0.1%左右。

PPI 的回升速度仍然低于预期, 原材料价格的上行并不具有持续性。房地产产业链的疲软、出口的下行使得工业产能处于“过剩”状态。下游行业的疲软使得 PPI 的回升速度偏弱, PPI 上中游的价格对下游的传导并不顺畅。

10 月份开始 PPI 的翘尾因素影响逐步减弱, PPI 未来的回升需要环比逐步上行。而在房地产疲软的情况下, 未来出厂价格可能更为波动, 环比持续上行较为困难。PPI 同比持续回升在未来较为波折。PPI 的持续回升需要房地产止跌和国内需求的好转。

我们预计 3 季度和 4 季度 PPI 增速分别为-3.3%和-2.7%, 全年预计在-3.0%左右运行。PPI 转正时间推迟, 我们预计可能在 2024 年 6 月份到来。

图表目录

图 1: CPI 同比持平, 核心 CPI 平稳 (%)	2
图 2: CPI 环比继续上涨 (%)	2
图 3: 服务价格季节性变动 (%)	3
图 4: CPI 中商品和服务价格变动 (%)	3
图 5: CPI 各部门价格同比变化	3
图 6: PPI 相关价格比较 (%)	4
图 7: 9 月份 PPI 同比降幅收窄 (%)	4
图 8: PPI 生产资料和生活资料环比变动 (%)	4
图 9: 寿光蔬菜价格季节性变动	5
图 10: 生猪平均批发价 (元/千克)	5
图 11: 原油期货价格 (美元/桶)	6
图 12: PPI 预测 (%)	6

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn