

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理  
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 服务消费价格的回落值得关注

2023年10月13日

- **服务消费价格的回落值得关注。**9月同比表现确实有基数影响,但去年同期基数的抬升是市场共识,不是9月不及市场预期的关键。9月本身通胀上行动能有限,环比来看,9月服务项目CPI环比明显偏离了2015-2019年上行的季节性走势,转而下降,这是自3月以来的首次明显偏离,而消费品环比价格虽不及往期季节性表现,但并未下降。我们认为,9月服务价格的回落值得关注,这或预示着疫后服务消费反弹的动力开始减弱。
- **原材料补库,工业品价格回升。**9月制造业景气度调查显示,原材料库存端、采购端和价格端继续回升,原材料补库继续带动价格上涨。在生产资料中,采掘和原材料工业价格表现高涨,但中游加工工业表现平淡。我们认为,采掘和原材料工业价格表现好或是受煤炭和原油价格上涨的影响,两大原材料价格上涨从成本端支撑工业行业的价格。我们认为原油价格供给端仍在收紧的背景之下,油价中枢不会太低,再加上国内工业品需求正在逐渐回暖,这或将有助于PPI降幅逐步收窄。
- **年内通胀或是温和上涨。**9月通胀数据有基数影响,我们认为,环比来看不及预期主要是服务消费动能减弱。首先,在疫后服务消费反弹中,今年3月以来的环比走势基本和季节性走势一致,但9月服务价格环比明显偏离往期的季节性走势,我们认为这或预示着服务反弹动能开始减弱,需要关注后续服务动能的变化。其次,四季度猪价或不具备大幅上涨条件,我们认为,在产能持续去化的背景下,年内猪肉价格缺乏进一步大幅回升的基础。再加上地产投资压力未除,地产下游等相关链条消费或较弱,因此国内需求带动的通胀上涨高度或有限。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期等。

目录

一、服务消费价格的回落值得关注 .....	3
二、原材料补库，工业品价格回升 .....	6
三、年内通胀或是温和上涨 .....	8
风险因素 .....	9

图目录

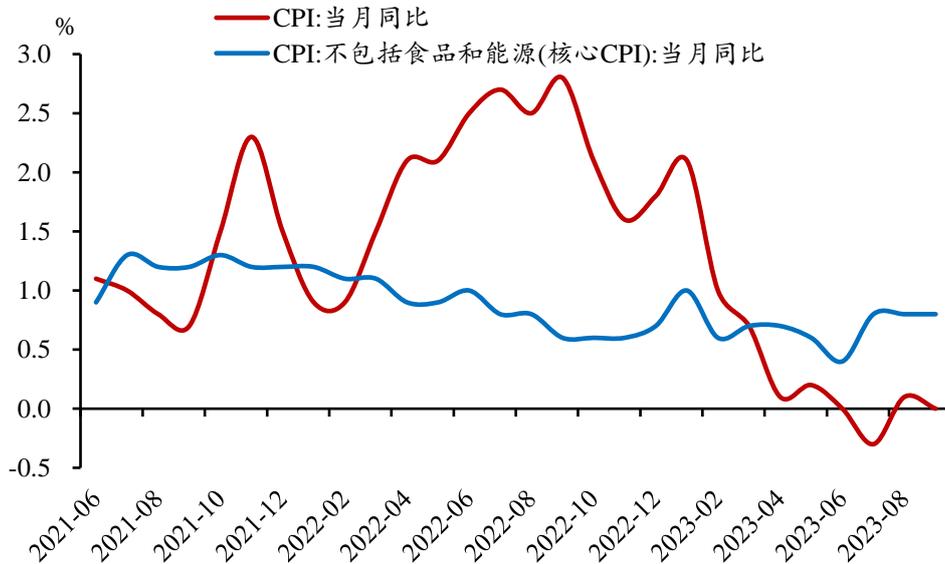
图 1: CPI 明显回落，核心 CPI 连续三个月维持 0.8% .....	3
图 2: 9 月服务价格环比和往期季节性表现相背离 .....	3
图 3: 9 月消费品价格环比虽不及往期，但并未下降 .....	4
图 4: 油价反弹也没有阻挡消费品价格继续下行 .....	4
图 5: 环比来看，食品烟酒和居住项都明显弱于季节性 .....	5
图 6: 猪肉价格同比下行拖累消费品价格 .....	5
图 7: 猪肉同比降幅扩大部分源于去年基数上行 .....	6
图 8: 9 月 PPI 同比降幅继续收窄 .....	7
图 9: 价格端 PMI 继续回升 .....	7
图 10: 采掘工业环比表现最好 .....	8
图 11: 预计后续 CPI 或是温和上升 .....	9

## 一、服务消费价格的回落值得关注

去年同期基数抬升限制了 9 月 CPI 的同比涨幅，9 月实际表现不仅不及市场预期的 0.2%，甚至涨幅较 8 月回落，CPI 同比走势和市场预期方向相反。

去年基数不是 CPI 不及预期的关键。9 月同比表现确实有基数影响，但去年同期基数的抬升是市场共识，不是 9 月不及市场预期的关键。市场预期 9 月 CPI 同比继续上涨至 0.2%，相对应的 9 月环比预期应是 0.4%，但实际上 9 月 CPI 环比仅为 0.2%，甚至不及 8 月 0.3% 的环比涨幅，这说明 9 月本身通胀上行动能有限。

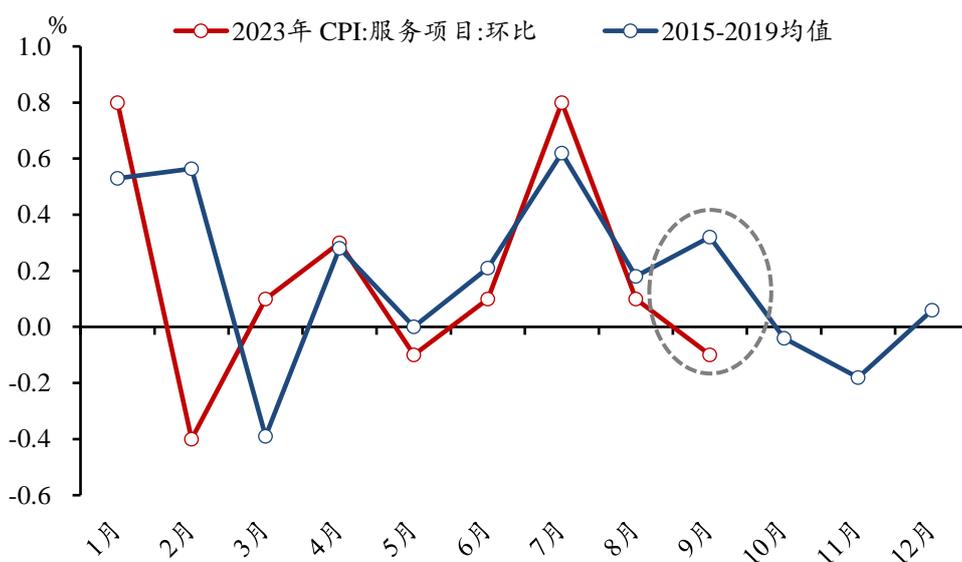
图 1：CPI 明显回落，核心 CPI 连续三个月维持 0.8%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

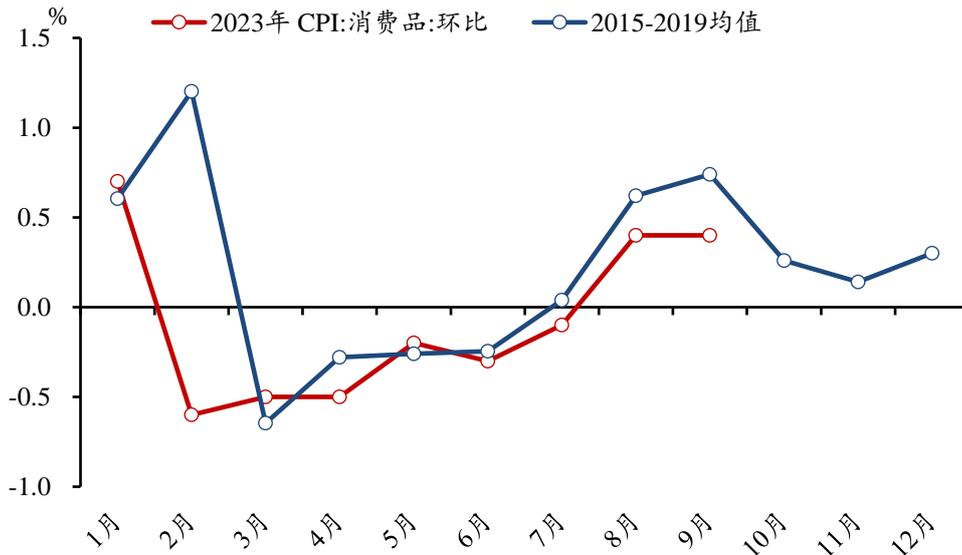
为减少基数干扰，我们着重关注环比数据。9 月 CPI 环比仅为 0.2%，其中，消费品环比为 0.4%，服务环比为 -0.1%。9 月服务项目 CPI 环比明显偏离了 2015-2019 年的季节性走势，这是自 3 月以来的首次明显偏离，而消费品环比价格虽不及往期季节性表现，但并未下降。

图 2：9 月服务价格环比和往期季节性表现相背离



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 3：9 月消费品价格环比虽不及往期，但并未下降



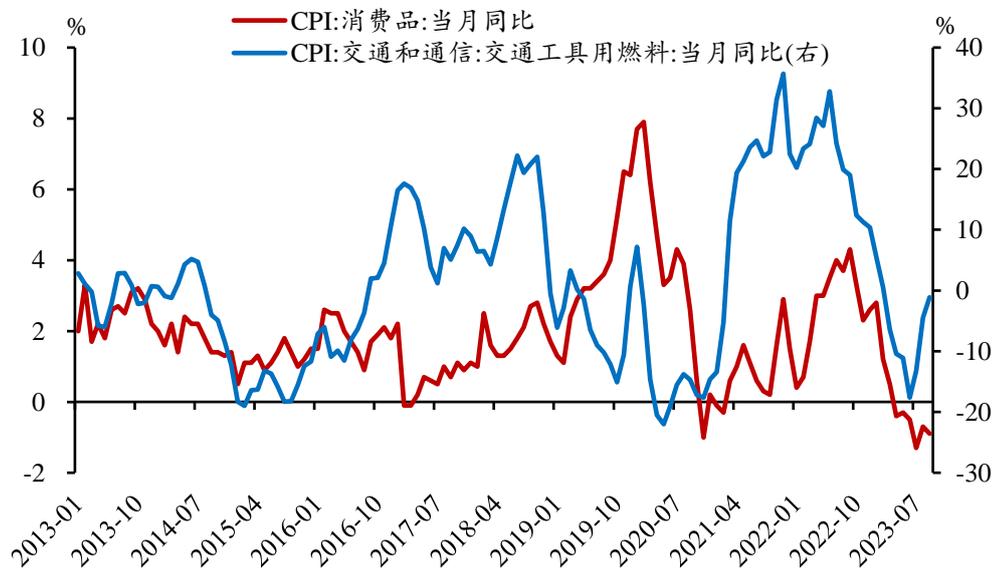
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

我们认为，9 月服务价格的回落值得关注，这或预示着疫后服务消费反弹的动力开始减弱。

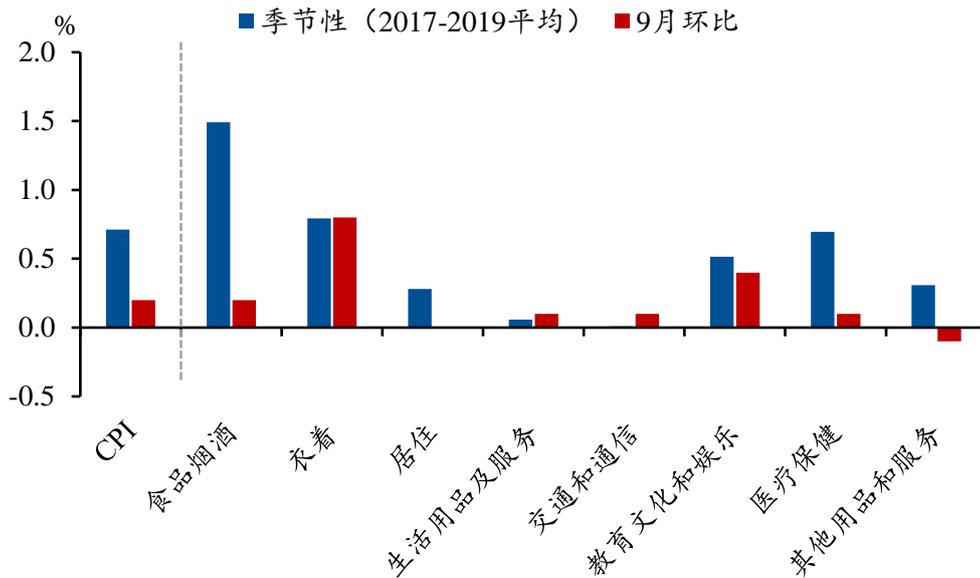
而消费品环比表现不及往期季节性表现，在油价压制缓解之下我们认为这或是猪周期和地产压制的影响。

第一，虽然油价对消费品的压制缓解，但未能阻止消费品价格的下行。受沙特和俄罗斯减产的影响，9 月布伦特油价中枢明显上行，交通通信项 CPI 环比高于季节性。交通工具用燃料项 CPI 同比继续回升，与消费品价格同比走出相反的走势。可见，过去油价对消费品价格的压制有了部分缓解，但是没能阻止整个消费品价格的回落。

图 4：油价反弹也没有阻挡消费品价格继续下行

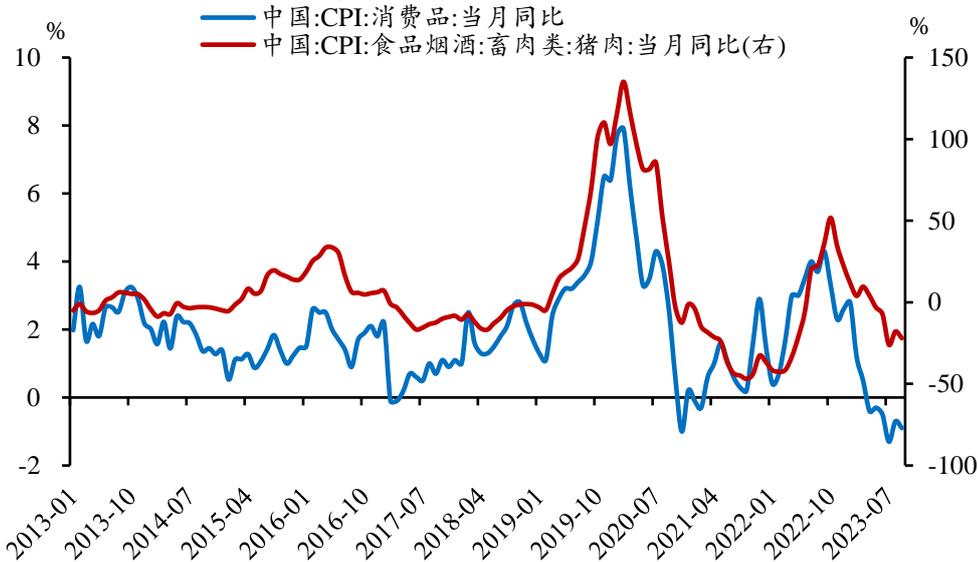


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 5：环比来看，食品烟酒和居住项都明显弱于季节性**


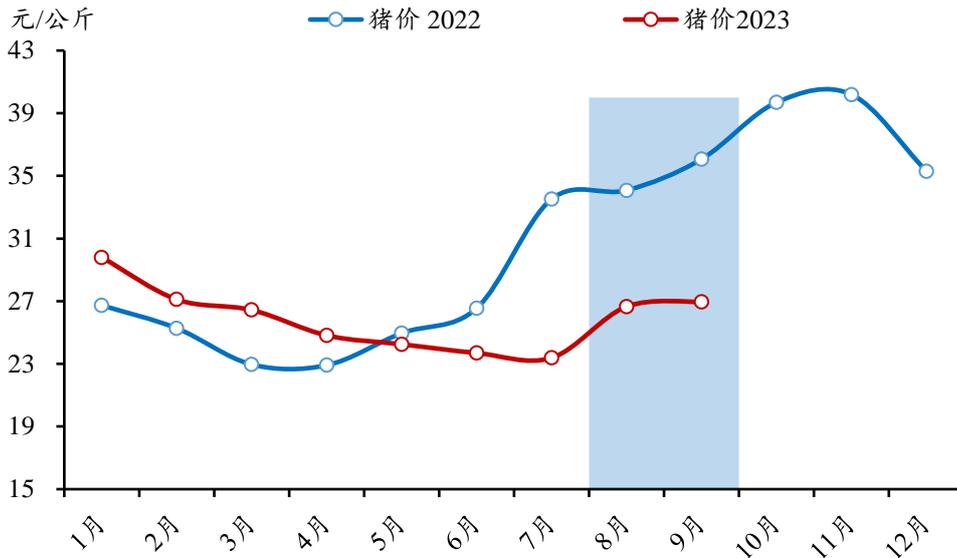
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**第二,猪周期和地产下行的压制仍在。**虽然双节前的提前备货需求或对价格有所支撑,但养殖端出栏量继续增加,因此9月22省市猪肉平均价格以震荡下行为主,环比来看,猪价无显著上涨,食品烟酒项也弱于往期季节性表现。同时,居住项CPI环比也较弱,我们认为,地产投资累计增速仍在负区间,地产下行压力未除是居住项对整体通胀构成下行压力的原因。

**图 6：猪肉价格同比下行拖累消费品价格**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：猪肉同比降幅扩大部分源于去年基数上行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、原材料补库，工业品价格回升

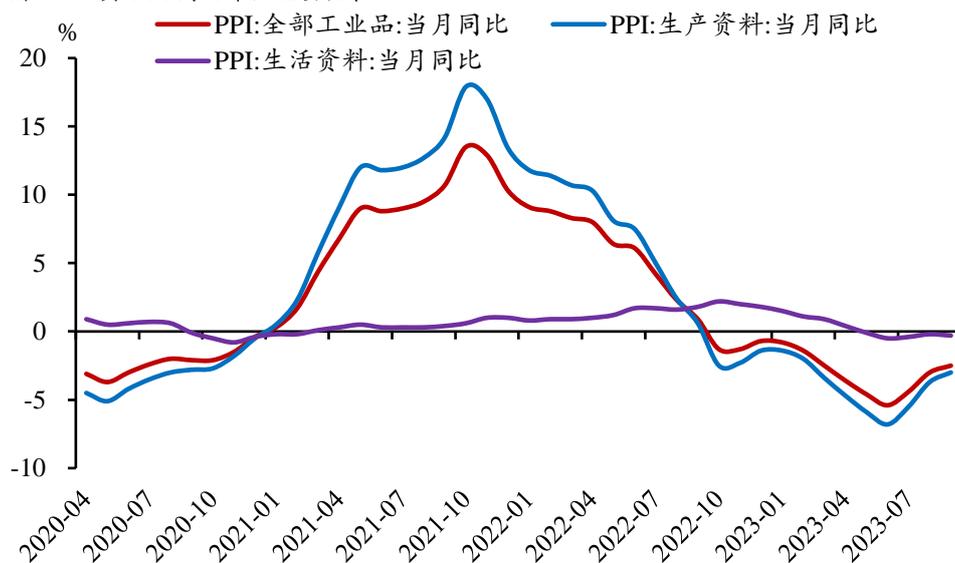
在原材料补库的提振下，9月PPI环比涨幅扩大，同比降幅继续收窄0.5个百分点，录得-2.5%，市场预期是-2.4%，基本符合预期。

**原材料继续补库，工业品生产资料价格回升。**9月制造业景气度调查显示，原材料库存端、采购端和价格端继续回升，原材料补库依旧在进行。原材料补库带动生产资料价格上涨，8月表现较好的生产资料是原材料工业，但9月已经转为采掘工业。

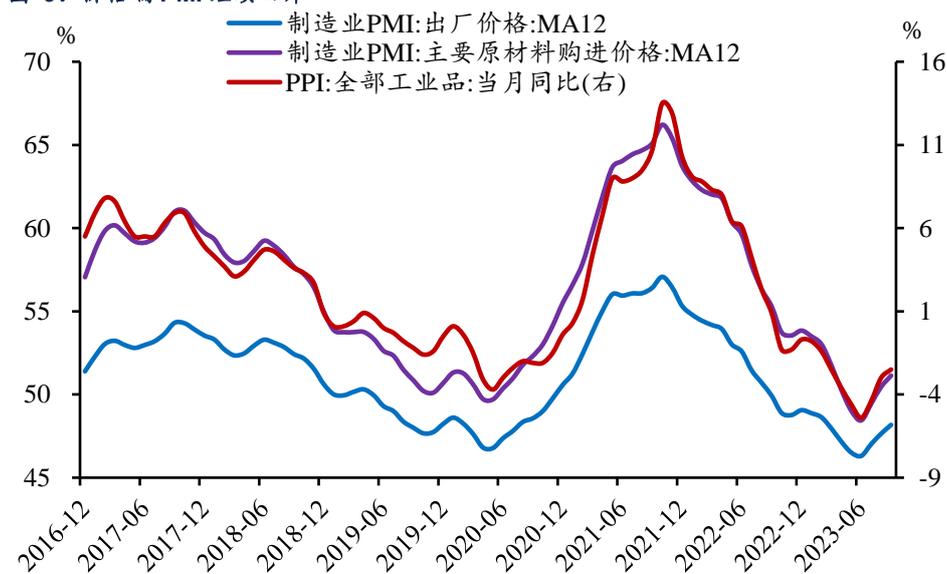
**上游采掘和原材料行业均高涨，中游价格表现相对平淡。**在生产资料中，采掘和原材料工业价格表现高涨，但中游加工工业表现相对平淡。我们认为，采掘和原材料工业价格表现好或是受煤炭和原油价格上涨的影响，两大原材料价格的上涨从成本端支撑工业行业的价格。

此外，生活资料同比降幅略有扩大，其中，食品类工业的价格环比也在回落。

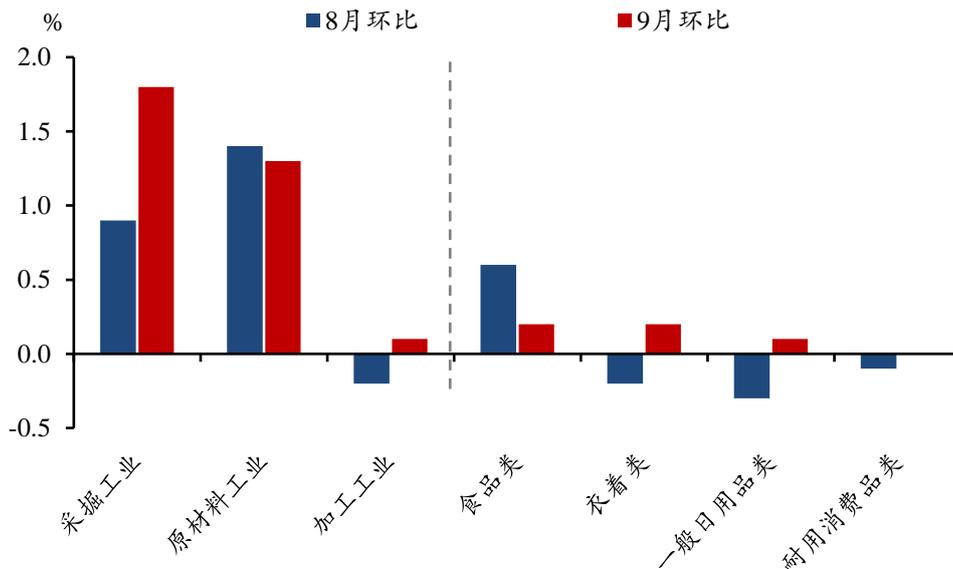
**在减产协议延续的背景下，油价或较难以再大幅下降。**9月布油中枢继续上移，背后主要是原油供给端的变化，即是沙特阿拉伯和俄罗斯采取原油供应缩减措施，后续减产仍在维持，预计在供给收紧的条件下原油价格或难有明显下行。我们认为在原油价格在供给端仍在收紧的背景之下，油价中枢不会太低，再加上国内工业品需求正在逐渐回暖，这或将有助于PPI降幅逐步收窄。

**图 8：9 月 PPI 同比降幅继续收窄**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 9：价格端 PMI 继续回升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 10：采掘工业环比表现最好**


资料来源: ifind, 国家统计局, 信达证券研发中心

### 三、年内通胀或是温和上涨

**9月通胀同比有基数影响,我们认为,环比来看不及预期主要是服务消费动能减弱,服务消费价格回落值得关注。**

首先,在疫后服务消费反弹中,今年3月以来的环比走势基本和季节性走势一致,甚至个别月份表现优于季节性,但9月服务价格环比明显偏离往期的季节性走势,我们认为这或预示着服务反弹动能开始减弱,需要关注后续服务动能的变化。

其次,四季度猪价或不具备大幅上涨条件。受到猪肉供给过剩的影响,9月猪价震荡走低。虽然四季度是传统旺季,但目前从生猪供应端来看,能繁母猪存栏量较高,这导致猪肉价格或难出现大幅上涨。我们认为,在产能持续去化的背景下,年内猪肉价格缺乏进一步大幅回升的基础。地产投资压力未除,导致地产投资累计增速仍在负区间,地产下游等相关链条消费或较弱,因此国内需求带动的通胀上涨高度或有限。

总体上看,我们认为年内通胀或是温和上涨。

图 11: 预计后续 CPI 或是温和上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

地缘政治风险, 国际油价上涨超预期等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。