

2023年10月14日

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 关注通胀的结构变化

——国内观察：2023年9月通胀数据

## 投资要点

- **事件**：10月13日，统计局发布9月通胀数据。9月，CPI当月同比0.0%，前值0.1%；环比0.2%，前值0.3%。PPI当月同比-2.5%，前值-3.0%；环比0.4%，前值0.2%。
- **核心观点**：总的来看，CPI小幅回落，略不及预期，但考虑猪价对食品价格的影响较大，并且持续拖累，核心通胀可能更能反映居民消费恢复的情况，而逐步走强的消费品叠加不弱的服务消费，有望继续推升核心通胀维持中枢抬升的趋势。PPI降幅继续收窄，但需注意油价高点震荡带来的影响。环比季节性推断的情况下，PPI同比年内可能难以看到回正。但包括有色、化学原料等价格的回升，反映除地产以外的内需恢复仍然比较积极。
- **高基数下CPI回落，四季度仍有望回升**。9月CPI同比虽然回落，但对应的是去年年内2.8%的最高基数。环比虽然也弱于5年均值0.42%，但结构上食品项拖累仍然较多，环比0.3%，5年均值1.5；非食品环比0.2%，5年均值0.18%，基本持平于季节性，在前期暑假服务消费旺盛下依然稳定。往后看，四季度食品价格基数明显走低，拖累或相对减弱。
- **猪价拖累较多**。从22省市平均生猪价格来看，8月明显上涨后，9月再次回落，叠加基数抬升的影响，9月猪价对CPI的拖累再次加深。CPI猪肉分项环比0.2%，明显弱于季节性，同比降幅扩大至-22.0%。验证短期趋势上涨的可能性较小，去年四季度猪价基数较高，年内猪价难以对CPI形成正贡献。鲜菜、鲜果环比分别为3.3%和-0.3%，前者持平季节性，后者弱于季节性。整体来看，食品价格表现不强。
- **服务消费不弱，消费品逐步走强**。核心CPI同比连续3个月维持在0.8%，环比0.1%，略弱于季节。考虑到前期旅游消费火热，尤其是对7月核心CPI环比（0.5%出现的次数较少）的带动明显，所以近两个两月环比动能的放缓也在一定的预期之内。另一方面，双节期间旅游消费表现较好，同时叠加消费品价格连续两个月环比0.4%，趋势上向好，并且年内同比基数高点已至，未来高基数影响有望减弱，四季度同比有望转正。逐步走强的消费品叠加不弱的服务消费，有望继续推升核心通胀维持中枢抬升的趋势。
- **原油、有色、化学原料带动下，PPI环比动能上升**。从环比来看，0.4%的增速是2022年4月以来最高，工业品价格的涨幅环比动能较上月进一步扩大，这主要体现在上游原材料上，此前9月PMI中原材料购进价格指数接近60%。9月生产资料环比0.5%，为2022年4月以来最高，其中采掘及原料分别为1.8%和1.3%。生活资料环比0.1%，持平于前值。分行业来看，由于国际原油价格的上涨，包括煤炭、石油上游能源开采及加工产业价格环比均为正，原材料制造中有色金属、化学原料环比涨幅也有所扩大，黑色金属表现略弱（环比0%）。从工业品价格整体表现上来看，继续反映出内需改善的逻辑。
- **风险提示**：政策落地不及预期，海外金融市场风险。

## 正文目录

1. 高基数下 CPI 回落，四季度仍有望回升.....	4
2. 原油、有色、化学原料带动下，PPI 环比动能上升.....	5
3. 核心观点.....	6
4. 风险提示.....	6

## 图表目录

图 1 CPI 当月同比, %.....	4
图 2 CPI 环比季节性规律, % .....	4
图 3 CPI 消费品价格环比季节性规律, %.....	4
图 4 22 省市生猪价格周平均, 元/千克 .....	4
图 5 核心 CPI 当月同比, %.....	5
图 6 核心 CPI 环比季节性规律, % .....	5
图 7 PPI 当月同比, % .....	5
图 8 PPI 生产和生活资料类同比, % .....	5
图 9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比, %.....	6
图 10 PPI 采掘、原料、加工环比, % .....	6

**事件：**10月13日，统计局发布9月通胀数据。9月，CPI当月同比0.0%，前值0.1%；环比0.2%，前值0.3%。PPI当月同比-2.5%，前值-3.0%；环比0.4%，前值0.2%。

## 1.高基数下CPI回落，四季度仍有望回升

高基数下CPI回落，四季度仍有望回升。9月CPI同比虽然回落，但对应的是去年年内2.8%的最高基数。环比虽然也弱于5年均值0.42%，但结构上食品项拖累仍然较多，环比0.3%，5年均值1.5；非食品环比0.2%，5年均值0.18%，基本持平于季节性，在前期暑假服务消费旺盛下依然稳定。往后看，四季度食品价格基数明显走低，拖累或相对减弱。

猪价拖累较多。从22省市平均生猪价格来看，8月明显上涨后，9月再次回落，叠加基数抬升的影响，9月猪价对CPI的拖累再次加深。CPI猪肉分项环比0.2%，明显弱于季节性，同比降幅扩大至-22.0%。验证短期趋势上涨的可能性较小，去年四季度猪价基数较高，年内猪价难以对CPI形成正贡献。鲜菜、鲜果环比分别为3.3%和-0.3%，前者持平季节性，后者弱于季节性。整体来看，食品价格表现不强。

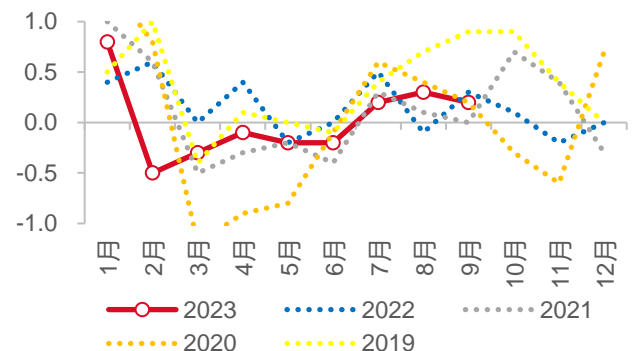
服务消费不弱，消费品逐步走强。核心CPI同比连续3个月维持在0.8%，环比0.1%，略弱于季节。考虑到前期旅游消费火热，尤其是对7月核心CPI环比（0.5%出现的次数较少）的带动明显，所以近两个两月环比动能的放缓也在一定的预期之内。另一方面，双节期间旅游消费表现较好，同时叠加消费品价格连续两个月环比0.4%，趋势上向好，并且年内同比基数高点已至，未来高基数影响有望减弱，四季度同比有望转正。逐步走强的消费品叠加不弱的服务消费，有望继续推升核心通胀维持中枢抬升的趋势。

图1 CPI 当月同比，%



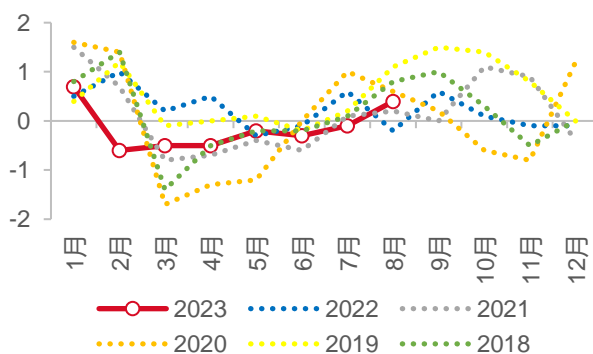
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 CPI 环比季节性规律，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 CPI 消费品价格环比季节性规律，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 22省市生猪价格周平均，元/千克



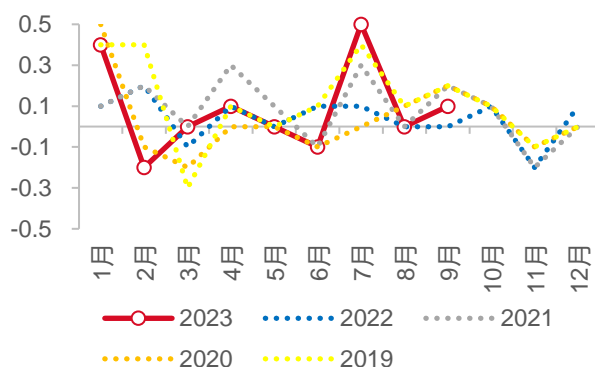
资料来源：农业农村部，东海证券研究所

图5 核心CPI当月同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图6 核心CPI环比季节性规律, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

## 2.原油、有色、化学原料带动下, PPI 环比动能上升

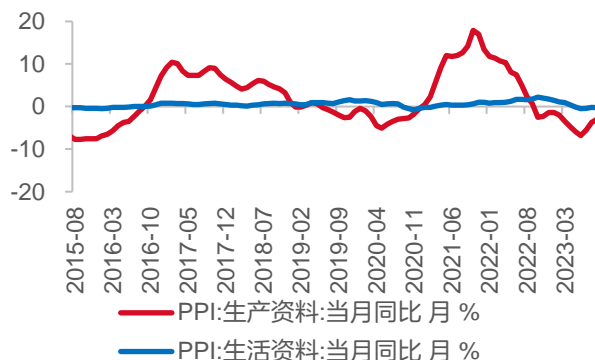
原油、有色、化学原料带动下, PPI 环比动能上升。从环比来看, 0.4%的增速是 2022 年 4 月以来最高, 工业品价格的涨幅环比动能较上月进一步扩大, 这主要体现在上游原材料上, 此前 9 月 PMI 中原材料购进价格指数接近 60%。9 月生产资料环比 0.5%, 为 2022 年 4 月以来最高, 其中采掘及原料分别为 1.8%和 1.3%。生活资料环比 0.1%, 持平于前值。分行业来看, 由于国际原油价格的上涨, 包括煤炭、石油上游能源开采及加工产业价格环比均为正, 原材料制造中有色金属、化学原料环比涨幅也有所扩大, 黑色金属表现略弱(环比 0%)。从工业品价格整体表现上来看, 继续反映出内需改善的逻辑。

图7 PPI 当月同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图8 PPI 生产和生活资料类同比, %



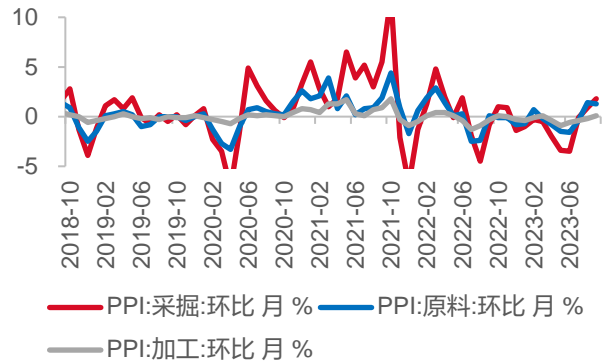
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图9 石油天然气开采和石油煤炭加工同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 PPI采掘、原料、加工环比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 3.核心观点

总的来看，CPI小幅回落，略不及预期，但考虑猪价对食品价格的影响较大，并且持续拖累，核心通胀可能更能反映居民消费恢复的情况，而逐步走强的消费品叠加不弱的服务消费，有望继续推升核心通胀维持中枢抬升的趋势。PPI降幅继续收窄，但需注意油价高点震荡带来的影响。环比季节性推断的情况下，PPI同比年内难以看到回正。但包括有色、化学原料等价格的回升，反映除地产以外的内需恢复仍然比较积极。

### 4.风险提示

政策落地不及预期，可能导致市场信心不足，影响经济的修复。

海外金融市场风险，导致全球经济陷入衰退，影响外需。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089