

2023年9月物价点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

物价回升的“坎坷”之路

事件：

10月13日，统计局公布9月物价数据：9月，CPI同比持平，预期涨0.2%，前值涨0.1%；PPI同比降2.5%，预期降2.4%，前值降3%。

CPI 阶段性回落主因基数扰动

CPI 同比回落、受基数拖累明显，食品、非食品涨价双双不及预期。9月，CPI同比持平、低于预期的0.2%，较上月回落0.1个百分点，受基数影响明显、翘尾因素拖累0.1个百分点。基数影响在8月、9月物价中较为明显，测算显示，10月翘尾或拖累0.2个百分点、对CPI表现或仍有扰动。除了基数拖累外，新涨价因素表现相对平淡，食品环比回落0.2个百分点至0.3%、低于预期的1.2%；非食品环比持平于0.2%、低于同期均值的0.3%。

食品低预期受部分商品供给扰动，非食品主因部分服务价格回落拖累。9月，食品环比中，猪肉、鸡蛋环比回落11.2和4.2个百分点，为主要拖累，与节前供货充足等有关；高频数据显示，10月初重点监测鸡蛋、蔬菜、水果等价格低于去年同期，叠加生猪价格去年同期也有较高基数，或对CPI食品端仍有拖累。非食品环比中，服务价格拖累相对明显，与暑期出行活动减少等有关，十一假期或对服务价格有阶段性提振、持续性还待跟踪。

往后来看，CPI 温和回升尚且无虞、四季度或仍有扰动，年底或回升至1%左右。政策底、经济底已现，企稳向上的信号愈加明确。需求边际修复下，部分上游低库存领域已开始释放涨价信号，叠加基数拖累减弱等，中性情景下，CPI同比年底或回升至高点、1%左右（详情参见《“低库存”下的投资机遇？》）。

PPI 也处于上行通道，年底或回升至-1.5%左右。生产资料带动PPI上行，在近月数据中已有明显体现。部分上游原材料涨价拉动、叠加基数影响等，或带动PPI或向上修复、但斜率或相对平缓，中性情景下，年底或逐步上行至-1.5%左右（详情参见《物价回升，后续关注什么？》）。

常规跟踪：CPI 同比持平，PPI 降幅收窄、主因生产资料支撑

CPI 同比持平、较上月回落。9月，CPI同比持平、较上月回落0.1个百分点；核心CPI持平于0.8%。分项环比中，食品环比回落0.2个百分点至0.3%，其中，猪肉、蛋类和食用油环比分别较上月减少11.2、4.2和0.7个百分点；非食品环比持平于0.2%，其中，交通通信、其他商品服务环比较上月回落0.9和0.1个百分点。

PPI 降幅收窄主因生产资料贡献，生活资料价格相对平稳。9月，PPI同比降幅收窄0.5个百分点至-2.5%，环比涨幅扩大0.2个百分点至0.4%。大类环比中，生产资料环比延续回升、涨幅扩大0.2个百分点至0.5%，采掘、加工均有贡献；生活资料环比持平于0.1%，食品拖累明显，衣着、一般日用和消费耐用品环比均由负转正。

分行业来看，原油链、有色链等中上游价格回升。9月，受原油涨价提振，石油开采、石油加工、化学制品延续上涨，环比分别为4.1%、3.1%和2%；供给收紧、需求边际回升推动部分有色、黑色链价格回升，其中，黑色矿采、有色矿采、有色冶炼分别较上月涨幅扩大2.3、0.7和0.8个百分点；环比价格回落行业相对较少、主要分布在下游制造业。

风险提示

猪价大幅反弹，疫情反复。

内容目录

1、物价回升的“坎坷”之路.....	3
2、常规跟踪：CPI 同比持平，PPI 降幅收窄、主因生产资料支撑.....	5
风险提示.....	7

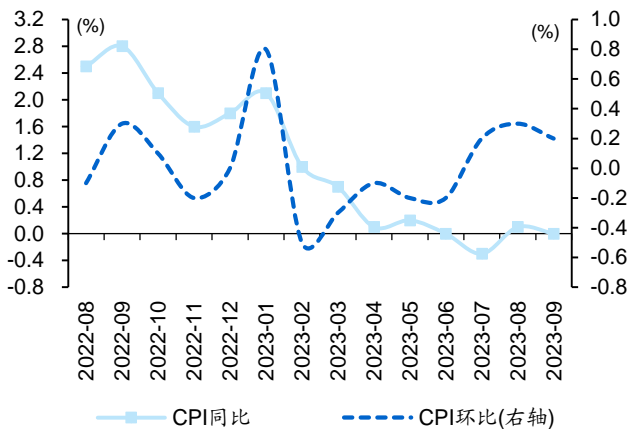
图表目录

图表 1：9 月，CPI 同比较上月回落 0.1 个百分点.....	3
图表 2：9 月，CPI 同比回落受到一定基数扰动.....	3
图表 3：9 月，食品环比低于往年同期均值.....	3
图表 4：9 月，非食品环比低于往年同期均值.....	3
图表 5：高频数据显示，鸡蛋价格 10 月初延续回落.....	4
图表 6：去年 10 月，生猪均价基数较高.....	4
图表 7：中性情景下，CPI 或于年底回升至 1%左右.....	4
图表 8：部分商品库存处于历史较低分位数.....	4
图表 9：原材料价格对 PPI 支撑或逐步显现.....	5
图表 10：中性情景下，PPI 同比或回升至年底的-1.5%.....	5
图表 11：9 月，CPI 同比较上月里，核心 CPI 持平.....	5
图表 12：非食品环比持平、食品环比涨幅回落.....	5
图表 13：食品分项中，猪肉、蛋类拖累明显.....	6
图表 14：非食品中，交通通信、其他项拖累明显.....	6
图表 15：9 月，PPI 同比降幅收窄.....	6
图表 16：大类环比中，生产资料拉动明显.....	6
图表 17：分行业来看，原油链、有色链等上游价格回升.....	7

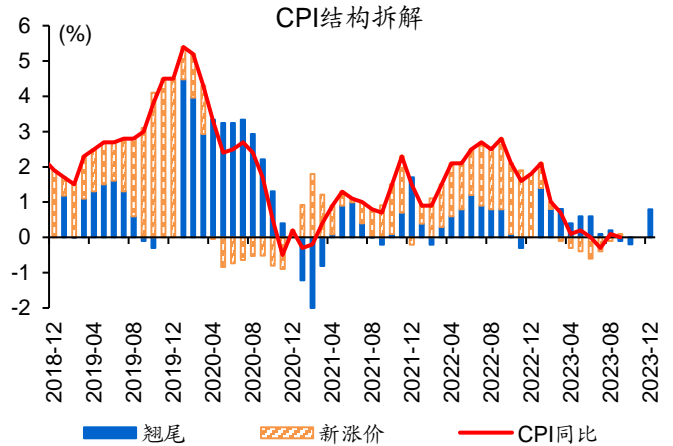
1、物价回升的“坎坷”之路

CPI 同比回落、受基数拖累明显，食品、非食品涨价双双不及预期。9月，CPI 同比持平、低于预期的 0.2%，较上月回落 0.1 个百分点，受基数影响明显、翘尾因素拖累 0.1 个百分点。基数影响在 8 月、9 月物价中较为明显，测算显示，10 月翘尾或拖累 0.2 个百分点、对 CPI 表现或仍有扰动。除了基数拖累外，新涨价因素表现相对平淡，食品环比回落 0.2 个百分点至 0.3%、低于预期的 1.2%；非食品环比持平于 0.2%、低于同期均值的 0.3%。

图表 1：9 月，CPI 同比较上月回落 0.1 个百分点



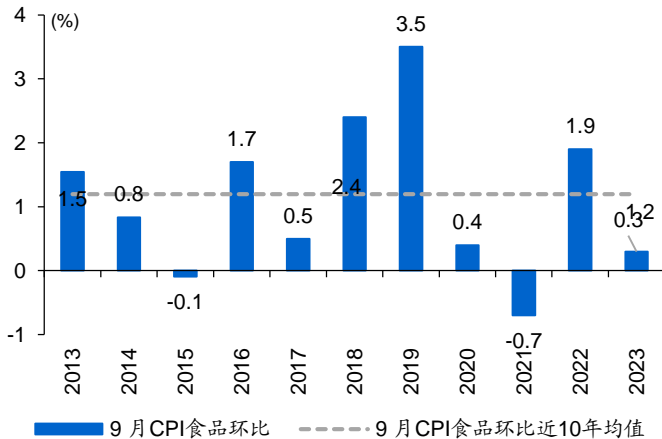
图表 2：9 月，CPI 同比回落受到一定基数扰动



来源：Wind、国金证券研究所

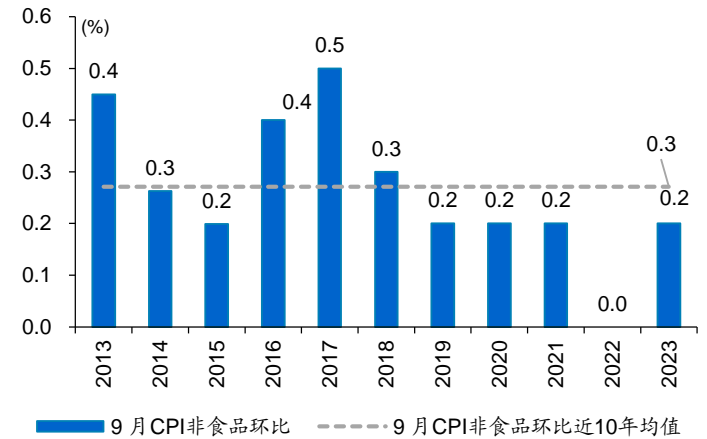
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：9 月，食品环比低于往年同期均值



来源：Wind、国金证券研究所

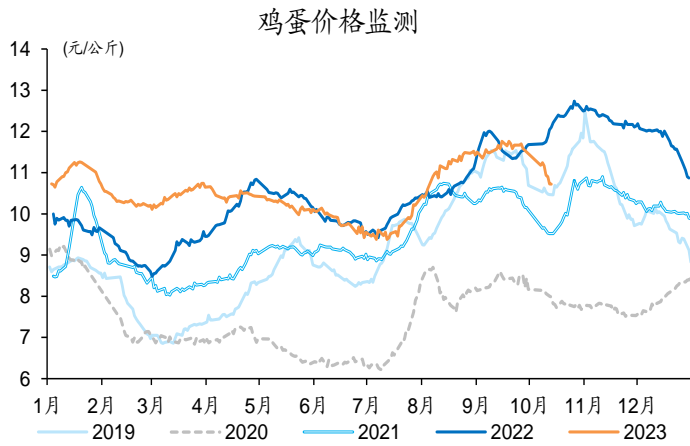
图表 4：9 月，非食品环比低于往年同期均值



来源：Wind、国金证券研究所

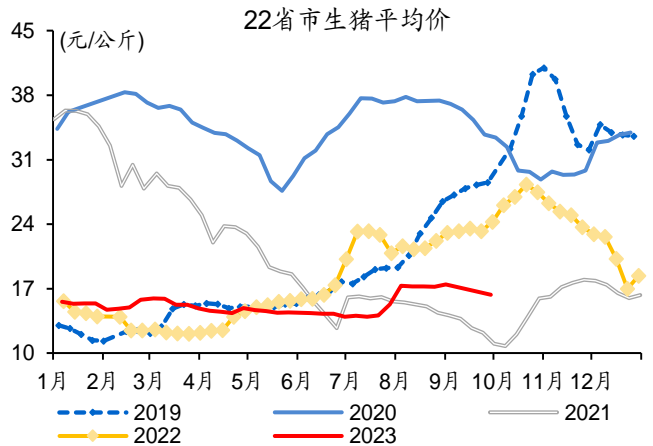
食品低预期受部分商品供给扰动，非食品主因部分服务价格回落拖累。9月，食品环比中，猪肉、鸡蛋环比回落 11.2 和 4.2 个百分点，为主要拖累，与节前供货充足等有关；高频数据显示，10 月初重点监测鸡蛋、蔬菜、水果等价格低于去年同期，叠加生猪价格去年同期也有较高基数，或对 CPI 食品端仍有拖累。非食品环比中，服务价格拖累相对明显，与暑期出行活动减少等有关，十一假期或对服务价格有阶段性提振、持续性还待跟踪。

图表 5: 高频数据显示, 鸡蛋价格 10 月初延续回落



来源: Wind、国金证券研究所

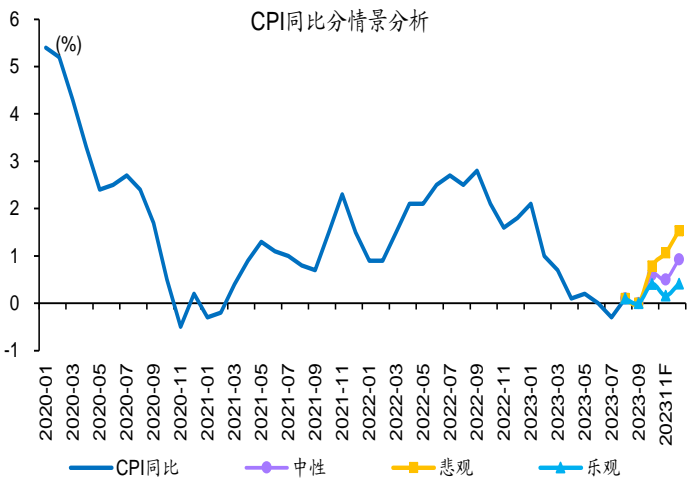
图表 6: 去年 10 月, 生猪均价基数较高



来源: Wind、国金证券研究所

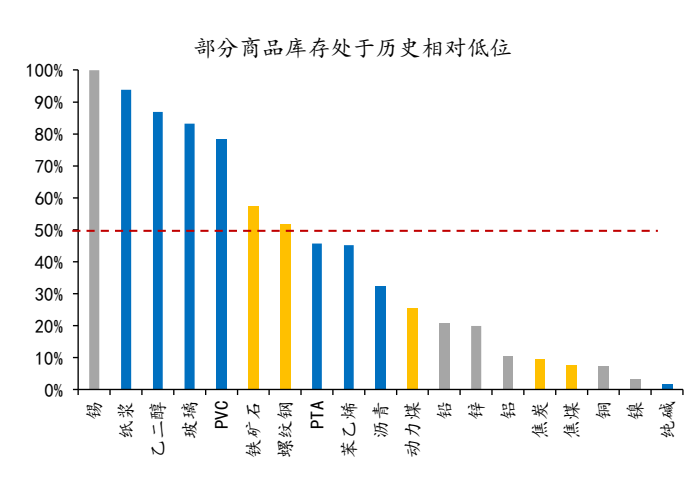
往后来看, CPI 温和回升尚且无虞, 四季度或仍有扰动, 年底或回升至 1% 左右。政策底、经济底已现, 企稳向上的信号愈加明确。需求边际修复下, 部分上游低库存领域已开始释放涨价信号, 叠加基数拖累减弱等, 中性情景下, CPI 同比年底或回升至高点、1% 左右 (详情参见《“低库存”下的投资机遇?》)。

图表 7: 中性情景下, CPI 或于年底回升至 1% 左右



来源: Wind、国金证券研究所

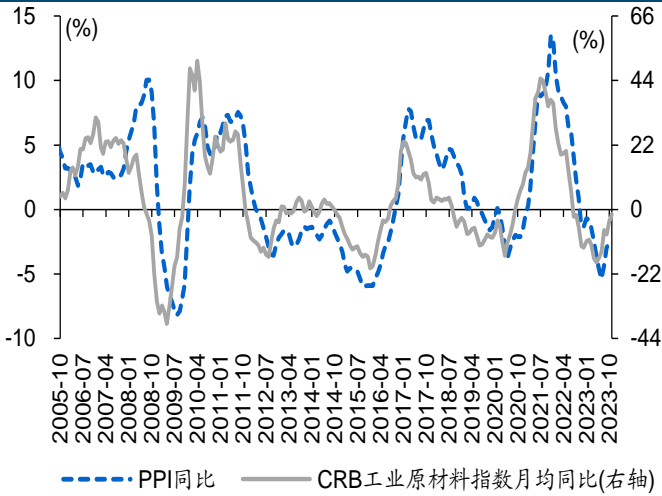
图表 8: 部分商品库存处于历史较低分位数



来源: Wind、国金证券研究所

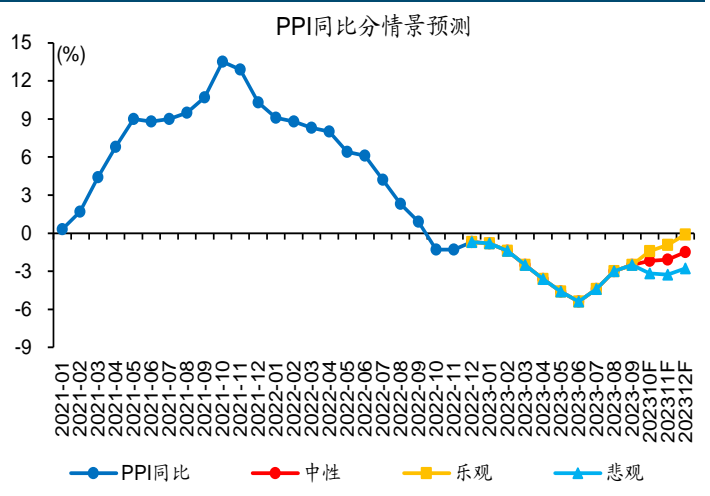
PPI 也处于上行通道, 年底或回升至 -1.5% 左右。生产资料带动 PPI 上行, 在近月数据中已有明显体现。部分上游原材料涨价拉动、叠加基数影响等, 或带动 PPI 或向上修复、但斜率或相对平缓, 中性情景下, 年底或逐步上行至 -1.5% 左右 (详情参见《物价回升, 后续关注什么?》)。

图表 9: 原材料价格对 PPI 支撑或逐步显现



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 中性情景下, PPI 同比或回升至年底的-1.5%

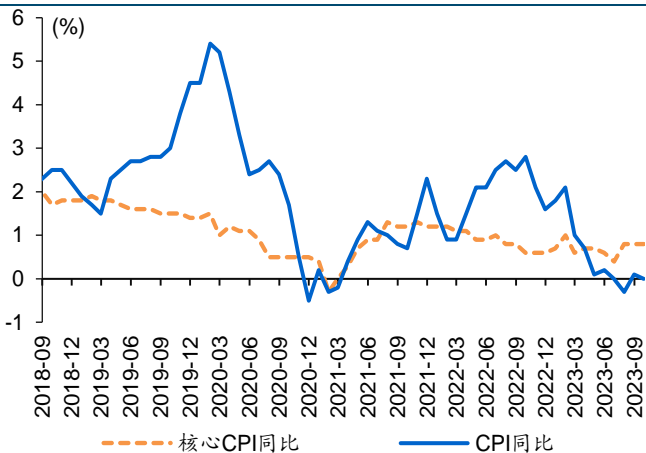


来源: Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪: CPI 同比持平, PPI 降幅收窄、主因生产资料支撑

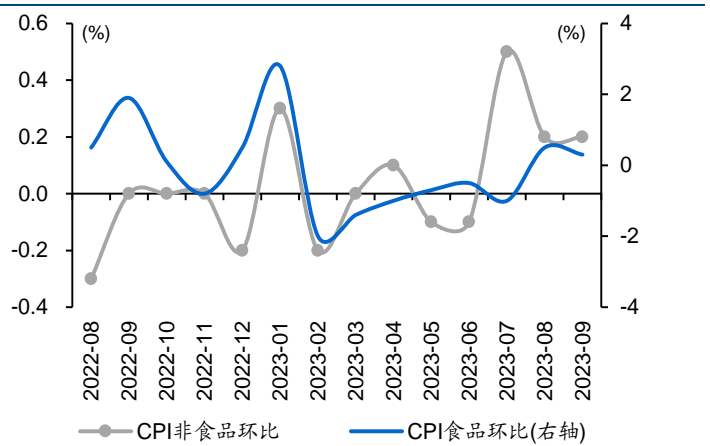
CPI 同比持平、较上月回落。9月, CPI 同比持平、较上月回落 0.1 个百分点; 核心 CPI 持平于 0.8%。分项环比中, 食品环比回落 0.2 个百分点至 0.3%, 其中, 猪肉、蛋类和食用油环比分别较上月减少 11.2、4.2 和 0.7 个百分点; 非食品环比持平于 0.2%, 其中, 交通通信、其他商品服务环比较上月回落 0.9 和 0.1 个百分点。

图表 11: 9月, CPI 同比较上月里, 核心 CPI 持平



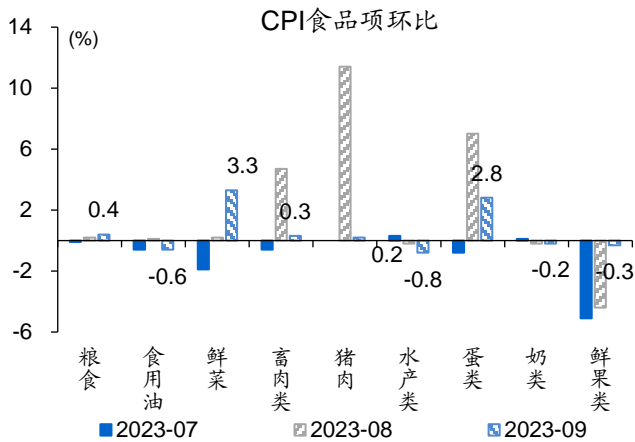
来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 非食品环比持平、食品环比涨幅回落

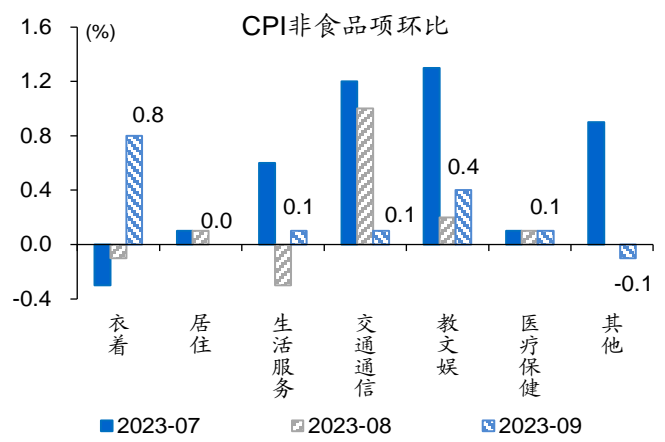


来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 食品分项中, 猪肉、蛋类拖累明显



图表 14: 非食品中, 交通通信、其他项拖累明显

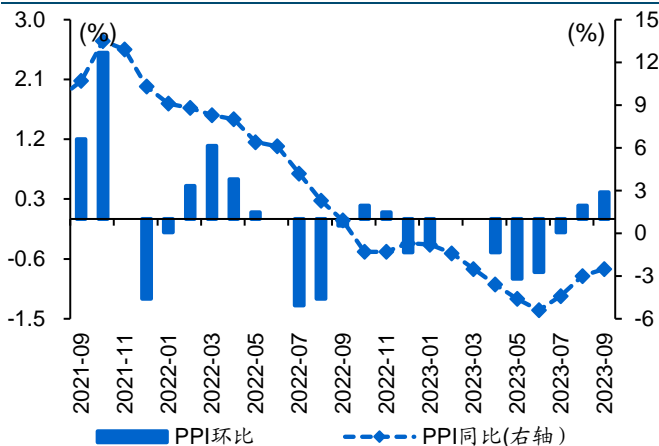


来源: Wind、国金证券研究所

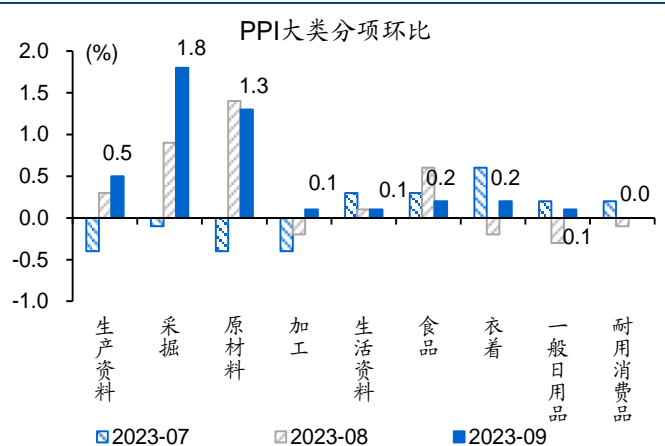
来源: Wind、国金证券研究所

PPI 降幅收窄主因生产资料贡献, 生活资料价格相对平稳。9月, PPI 同比降幅收窄 0.5 个百分点至-2.5%, 环比涨幅扩大 0.2 个百分点至 0.4%。大类环比中, 生产资料环比延续回升、涨幅扩大 0.2 个百分点至 0.5%, 采掘、加工均有贡献; 生活资料环比持平于 0.1%, 食品拖累明显, 衣着、一般日用和消费耐用品环比均由负转正。

图表 15: 9月, PPI 同比降幅收窄



图表 16: 大类环比中, 生产资料拉动明显

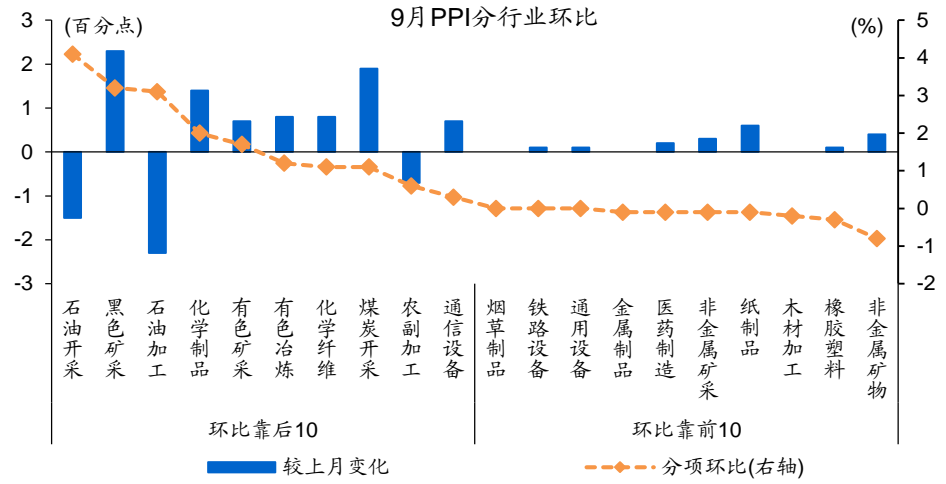


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

分行业来看, 原油链、有色链等上游价格延续回升, 部分中下游行业价格韧性较强。8月, 石油开采、石油加工环比涨幅分别扩大 1.4 和 5.2 个百分点至 5.6%和 5.4%, 相关链条、化学制造、化学纤维等行业环比由负转正; 有色矿采、有色冶炼环比为 1%和 0.4%、分别较上月涨幅扩大 0.5 个百分点和与上月持平; 食品制造、纺织等延续涨价。

图表 17: 原油链、有色链等上游价格回升



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、猪价大幅反弹。能繁母猪产能去化速度超预期。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402