

CPI 再度回落，年内通胀温和

——9月通胀数据点评

2023年10月16日

- **事件：**9月CPI同比0%，前值0.1%，市场预期0.2%，环比0.2%；PPI同比-2.5%，前值-3%，环比0.4%。
- **CPI同比“归零”，非食品项继续上行，食品项形成拖累，核心CPI持平。**食品项同比由-1.7%回落至-3.2%，非食品项同比由0.5%上行至0.7%。核心CPI连续3个月同比持平于0.8%，服务项同比持平于1.3%，消费品同比回落。
- **食品项同比持续回落，猪肉、鲜菜形成主要拖累。**高基数作用下，猪价同比增速明显回落，双节生猪供给充足，前期二次育肥生猪陆续出栏，猪价再度进入阶段性下行。仔猪补栏淡季，叠加猪价持续偏弱运行，仔猪价格持续下滑，产能去化有望再度加速。蔬菜价格在高基数作用下，同比继续回落，蔬菜、水果供应依然较为充足。休渔期结束，供应增加，水产品同环比价格回落。烟草、酒类同比增速持平。
- **非食品项中，国际油价带动燃料相关分项上行，开学带动教育服务上涨，暑期结束旅游价格回落。**暑期结束出行减少，飞机票、宾馆价格下降，旅游分项价格回落，十一期间出行给服务项带来一定支撑。新学期开学，教育服务同环比上行。家庭服务类同比持平，房租价格同比小幅上行。OPEC+减产协议延续，中东局势不稳，原油价格9月持续上行。交通工具用燃料分项同比上行，水电燃料同比保持增长。服装换季上新，价格同环比上行。医疗保健价格小幅上行，中药价格上涨为主要拉动。
- **PPI上行，采掘工业保持上行速度最快。**PPI在原油、工业品价格拉动，以及高基数作用减弱推动下，继续上行。生产资料分项均上行，原材料上行速度依然快于加工工业。生活资料小幅回落，食品类带来一定拖累，一般日用品同环比上行。
- **能源开采、加工类上行速度最快，黑色金属矿采选显著上行，但非金属矿采选增速继续放缓。**国际原油价格上涨拉动下，能化产业链整体持续上行。在地产相关政策利好带动下，地产上游原材料预期逐步好转，黑色、有色金属开采、加工价格持续上行，但非金属矿增速持续回落，当前地产新开工、施工的好转有待时间消化。下游制造业价格大多持平或小幅上行。电力、热力的生产和供应业同比显著回落。
- **CPI年内预期保持低位，PPI缓步上行。**CPI在原油、服务、中药等非食品项带动下上行，猪肉产能去化趋势不变，随着春节备货需求回暖，有望减少对CPI的负向拖累。原油价格扰动持续，黑色、有色金属需求好转。地产产业链修复仍需要时间来消化，海外经济压力仍存，PPI上行速度仍受到一定约束
- **风险因素：**海外经济衰退幅度超预期，原油价格上行幅度超预期，居民消费需求持续疲弱。

分析师： 于天旭

执业证书编号： S0270522110001

电话： 17717422697

邮箱： yutx@wlzq.com.cn

相关研究

CPI触底反弹，上行弹性偏弱

经济保持缓步回温

货币政策部署积极

正文目录

事件.....	3
1、CPI 再度回落，食品项价格形成一定拖累.....	3
2、PPI 保持上行，能化、黑色产业链为主要拉动.....	5
3、总结与展望.....	6
4、风险提示.....	7
图表 1: CPI 同比增速归零 (%).....	3
图表 2: 非食品项增速持续上行 (%).....	3
图表 3: 核心 CPI、服务项通胀持平 (%).....	3
图表 4: 住户存款增速持续放缓 (%).....	3
图表 5: 猪肉价格在反弹后，再度回落 (元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪保持去化 (万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜价格同比保持下行 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格季节性回落 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项明显上行 (%).....	5
图表 10: 服务相关分项温和上行 (%).....	5
图表 11: CRB 现货指数、PPI 同比持续上行 (%).....	6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差缩窄 (%).....	6
图表 13: 能化、黑色、有色产业链价格均上行 (%).....	6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差持续收窄 (%).....	6
图表 15: M1 领先于 PPI，但上行幅度有限 (%).....	7
图表 16: 出口底部改善，PPI 回升 (%).....	7

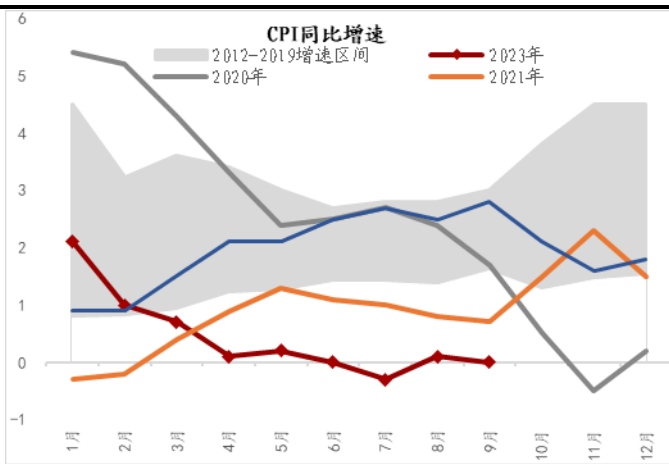
事件

2023年9月,CPI同比增速0%(市场预期0.2%),较上月回落0.1个百分点,环比增速0.2%,前值0.3%,1-9月CPI累计同比0.4%。PPI同比增速-2.5%(市场预期-2.4%),较上月上行0.5个百分点,环比增速0.4%,前值0.2%,1-9月PPI累计同比-3.1%。

1、CPI 再度回落，食品项价格形成一定拖累

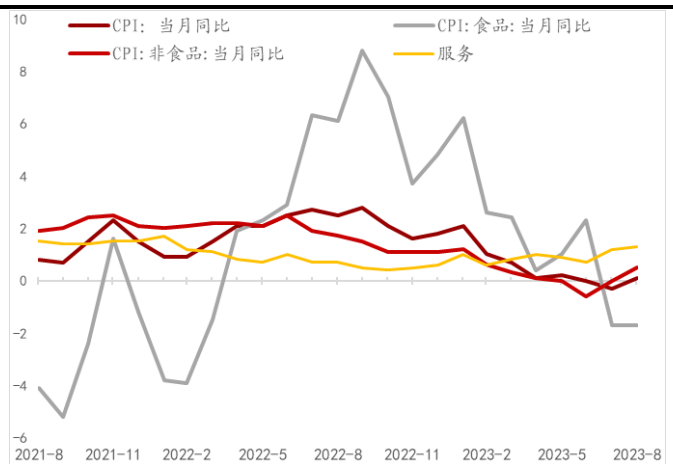
CPI同比增速再度回落，非食品项通胀同比持续上行，食品项形成一定拖累。9月，CPI同比增速较上月回落0.1个百分点至0%，增速略低于市场预期；环比增速0.2%，上月值为0.3%。CPI食品项同比增速由8月的-1.7%回落至-3.2%，环比由上月的0.5%下行至0.3%；非食品项同比由0.5%小幅上行至0.7%，环比与上月持平于0.2%。

图表1: CPI同比增速归零 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 非食品项增速持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

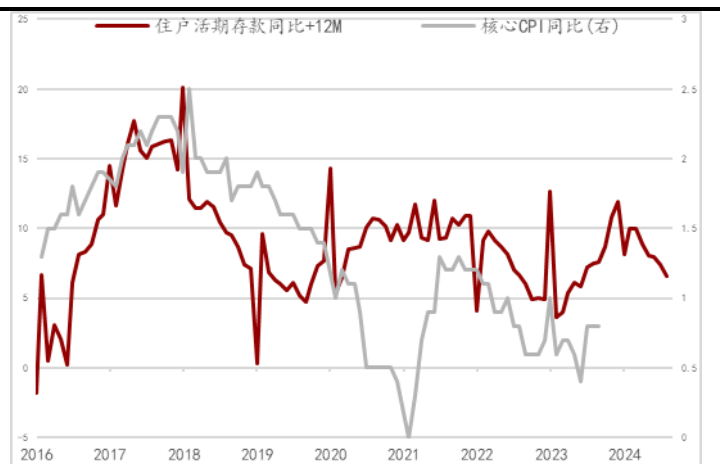
核心CPI、服务项同比持平，消费品增速回落。核心CPI同比连续3个月持平于0.8%，环比上行0.1%，前值为0%。CPI服务项同比持平于8月的1.3%，环比-0.1%，前值0.1%；消费品同比则回落0.2个百分点至-0.9%，环比上行0.4%，环比增速持平于上月。

图表3: 核心CPI、服务项通胀持平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 住户存款增速持续放缓 (%)



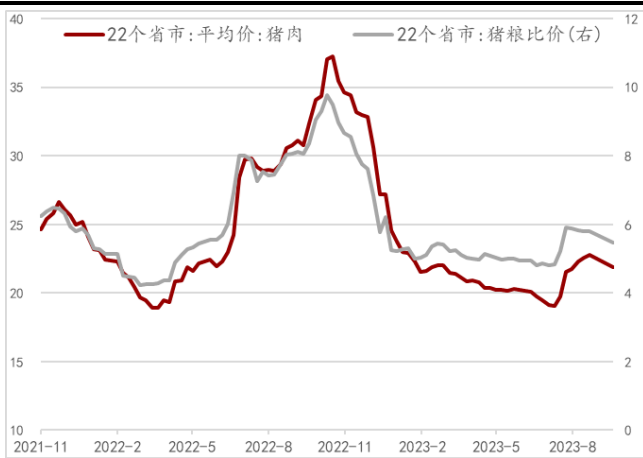
资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品项价格再度回落，猪肉、鲜菜形成主要拖累。高基数作用下，猪价同比增速明显回落，环比上行速度显著放缓。双节生猪供给充足，前期二次育肥生猪陆续出栏，猪

价再度进入阶段性下行。仔猪补栏淡季，叠加猪价持续偏弱运行，仔猪价格持续下滑。产能去化有望再度加速。休渔期结束，供应增加，水产品同环比价格回落。蔬菜价格在高基数作用下，同比继续回落，蔬菜、水果供应依然较为充足。食用油价格同比跌幅继续扩大，粮食同比保持小幅上行，烟草、酒类同比增速持平。

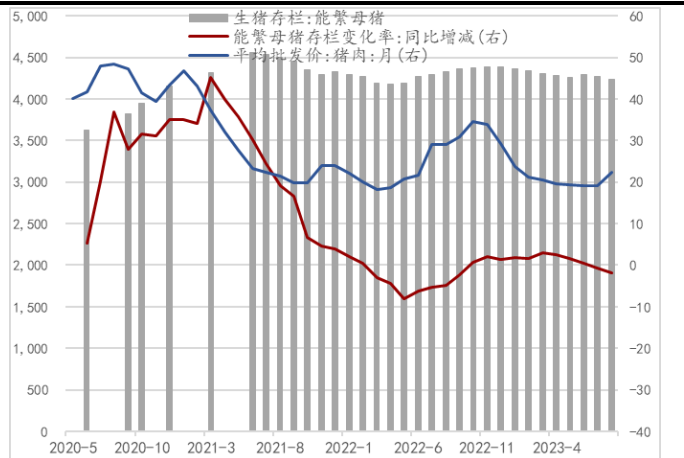
从CPI食品具体分项来看，9月，猪肉价格同比下跌4.1个百分点至-22%，增速再度回落，环比增速由上月的11.4%显著回落至0.2%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的-4.9%、-4.6%变动为-4.9%、-5.1%，蛋类同比增速回落2.5个百分点至0.7%，环比上行2.8%。鲜菜价格同比继续回落3.1个百分点至-6.4%，下降速度继续扩大，环比上行3.3%；鲜果价格同比继续回落1.6个百分点至-0.3%，环比下行-0.3%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由8月的0.6%、-1.9%、0.2%、1.4%、0.1%变动为0.7%、-3.1%、-1.5%、1.4%、0.1%。

图表5: 猪肉价格在反弹后, 再度回落 (元/公斤)



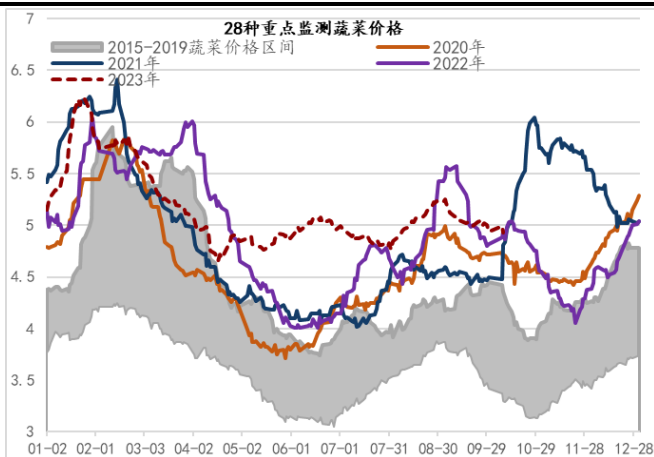
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪保持去化 (万头, %)



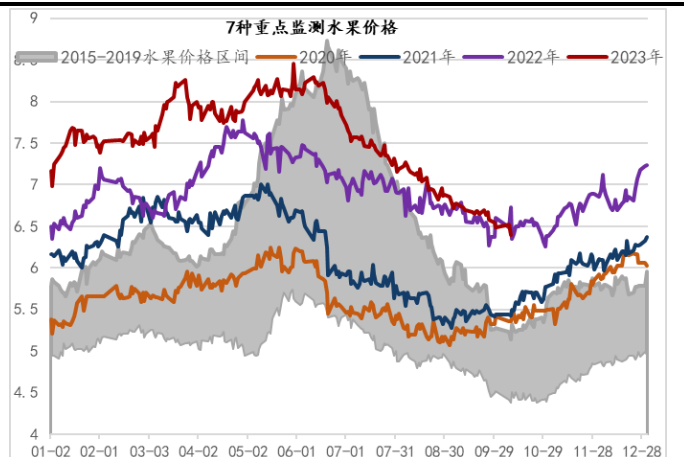
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜价格同比保持下行 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 水果价格季节性回落 (元/公斤)

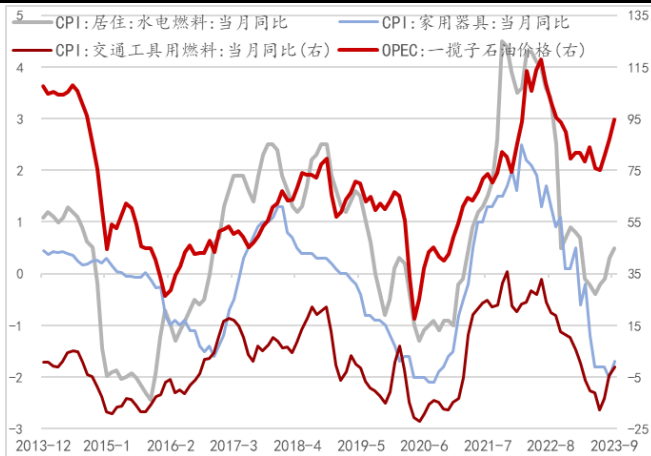


资料来源: Wind, 万联证券研究所

非食品项中，国际油价上涨，带动燃料相关分项持续上行，开学带动教育服务上涨暑期结束旅游价格回落。OPEC+减产延续至年底，中东局势不稳，地缘政治影响下，国际油价在9月保持上行给相关分项带来一定拉动。国内交通工具用燃料分项同比增速由-4.5%收窄为-1.1%，环比由4.8%回落为2.3%。9月高温天气持续，水电燃料同比

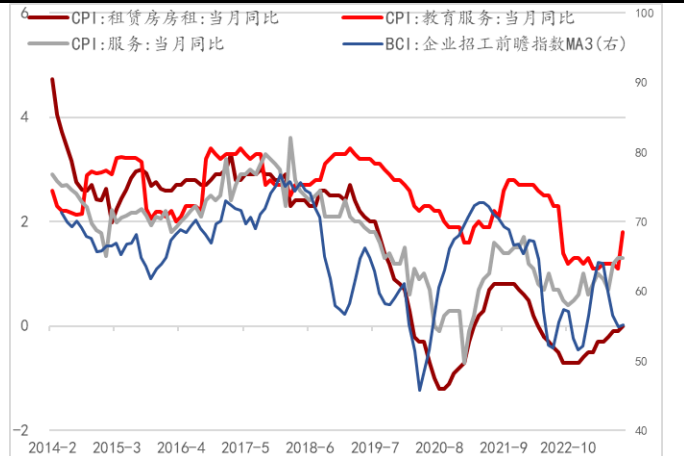
由0.3%继续上行为0.5%，环比持平于0.3%。交通工具分项同比增速由-4.5%降至-4.6%，环比持平于-0.3%。服务项中，暑期结束出行减少，飞机票、宾馆价格下降，旅游分项同比由14.8%回落为12.3%，环比由1.4%回落为-3.4%。新学期开学，教育服务同环比上行。家庭服务分项同比持平于1.9%，环比增速0.1%。医疗保健同比小幅上行0.1个百分点至1.3%，中药价格上涨为主要拉动。房租价格同比由-0.1%上行为0%，环比由0.1%回落为-0.1%。地产下游的家具器具同比由-2%上行为-1.7%，环比由-0.6%上行为0%。各地陆续进入秋季，服装换季上新，服装分项同环比上行。

图表9: CPI燃料相关分项明显上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务相关分项温和上行(%)



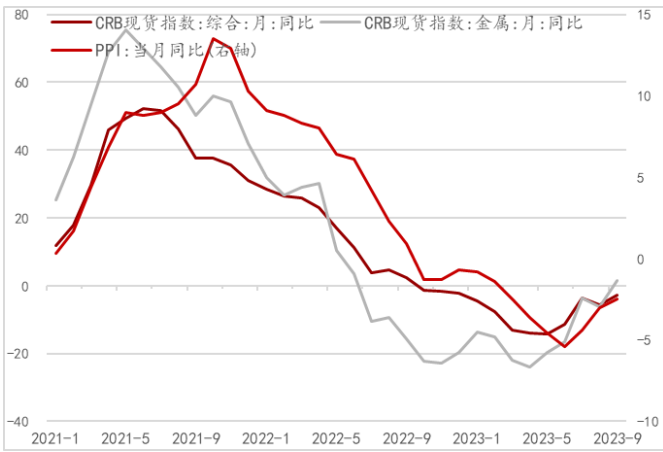
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、PPI 保持上行，能化、黑色产业链为主要拉动

PPI同环比均上行，采掘工业上行速度最快，原材料工业上行快于加工工业。PPI同比增速由-3%上行为-2.5%，市场预期-2.4%，环比由0.2%上行为0.4%。PPI同比处于上行通道，CRB金属现货指数同比上行速度较快。PPI在原油、工业品价格拉动，以及高基数作用减弱推动下，继续上行。生产资料中，采掘工业依然是上行幅度最大的分项，原材料上行速度依然快于加工工业，加工工业-原材料工业剪刀差持续回落。生活资料同比小幅回落，食品、衣着类带来一定拖累，一般日用品同环比上行，耐用消费品类同比持平。

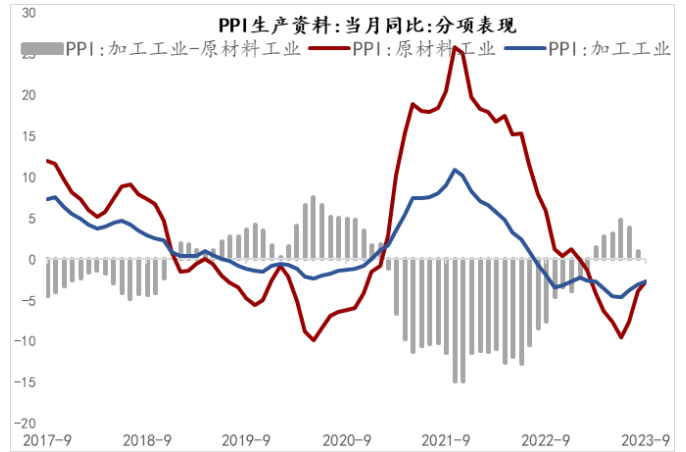
具体数据来看，PPI同比-2.5%，较上月继续上行0.5个百分点，环比增速0.4%，前值0.2%。工业生产者购进价格（PPIRM）同比由-4.6%上行为-3.6%，上行幅度略大于工业生产者出厂价格（PPI）。PPI生产资料同比上行0.7个百分点至-3%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由8月的-9.9%、-4%、-3.1%上行至-7.4%、-2.8%和-2.8%，各项同比均在上行。PPI生活资料同比回落0.1个百分点至-0.3%，环比增速0.1%，前值0.1%；其中，食品类同比回落，由上月的-0.2%下行至-0.3%，环比也由0.6%放缓为0.2%。

图表11: CRB现货指数、PPI同比持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工-原材料工业剪刀差缩窄 (%)

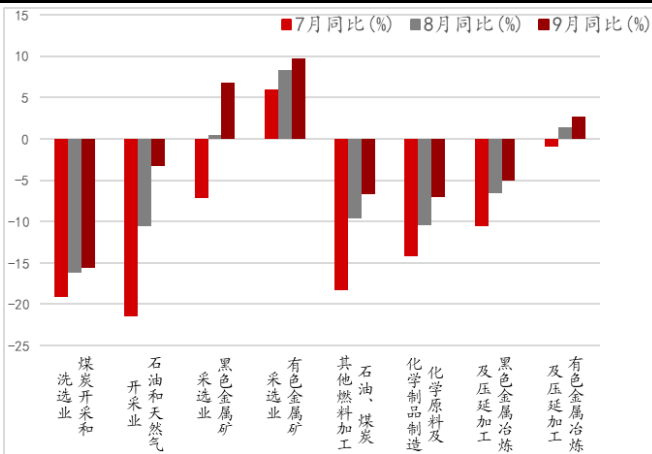


资料来源: Wind, 万联证券研究所

能源开采、加工产业链保持上行速度最快，黑色、有色金属产业链持续上行，非金属矿采选同比继续放缓。9月PPI分项同比大多上行，石油和天然气开采业同环比是上行幅度最大的分项，下游的石油、煤炭及其他燃料加工业，化学制品价格同比继续上涨，环比保持正增，国际油价上涨形成一定推动。黑色金属矿采选显著上行，黑色、有色金属冶炼及压延加工业继续上涨，在地产相关政策利好带动下，地产销售边际上行，地产上游原材料预期逐步好转。但地产新开工、施工的好转仍需时间消化，非金属矿采选业同比继续下行。

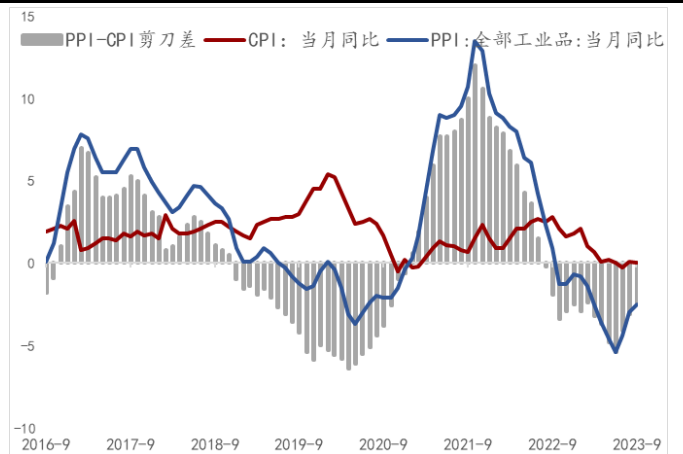
下游制造业价格大多持平或小幅上行，电力、热力的生产和供应业同比显著回落。中游通用设备制造业同比持平于-0.4%，环比0%；下游汽车制造同比持平于-1.4%，环比0%，铁路、船舶等运输设备制造业同比由0%小幅上行为0.1%，环比0%；计算机、通信等电子设备制造业同比上行0.1个pct至-1.8%，环比由-0.4%上行为0.3%。整体中下游行业价格涨幅小于上游原材料开采和加工业。电力、热力的生产和供应业同比由1.7%回落为0.5%，环比增速由0.2%小幅回落为0.1%。

图表13: 能化、黑色、有色产业链价格均上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差持续收窄 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

CPI年内预期保持低位，PPI逐步上行。CPI在原油、服务、中药等非食品项带动下上行，十一期间出行给服务项带来一定支撑。猪肉的拖累作用延续，产能去化趋势不变，随着春节备货需求回暖，有望减少对CPI的负向拖累。工业品需求转好，高基数作用逐步减弱，PPI逐步上行，PPI-CPI剪刀差持续收窄。原油价格在地缘政治影响下波动性较强，或带来一定扰动，黑色、有色金属需求预期好转。地产产业链修复仍需要时间来消化，海外紧缩政策周期下，海外经济压力仍存，PPI上行速度仍受到一定约束。

图表15: M1领先于PPI, 但上行幅度有限 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 出口底部改善, PPI回升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

海外经济衰退幅度超预期，原油价格上行幅度超预期，居民消费需求持续疲弱。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场