

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀略低于预期不改其上行趋势

—9月物价数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2023年10月13日

内容提要:

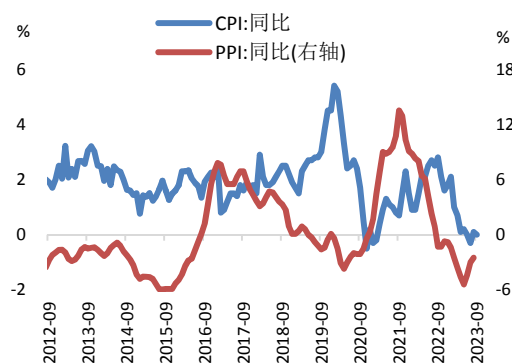
9月CPI同比持平,预期0.2%,前值0.1%;PPI同比-2.5%,预期-2.4%,前值-3.0%。

基数走高、食品价格涨幅放缓等因素拖累CPI同比涨幅,需求端仍在温和复苏。食品价格涨幅弱于季节性,9月环比上涨0.3%,弱于8月(0.5%)以及历史同期均值(1.3%),主要受肉、蛋、鲜果等价格偏弱拖累。此外,9月核心CPI同比上涨0.8%,与8月持平。展望未来,2022年四季度基数持续下降,叠加近期国内复苏势头有所增强,年末CPI或缓慢上行至0.5%左右,全年或同比上涨0.4%。

9月PPI同比跌幅收窄0.5个百分点,主要受2022年同期基数回落、工业品需求逐步恢复、国际原油价格继续上涨等因素影响。未来PPI回升趋势不改。一是从基数效应看,本轮PPI底部是今年6月(-5.4%),未来仍能提供一定的支撑。二是7月以来国内政策频出,地产政策落地,城中村改造提速,化债持续推进,8月下旬以来需求端复苏有所加快,未来工业品价格仍有上涨空间。

风险提示: 央行超预期调控,通胀超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济复苏不及预期,国内外疫情超预期变化,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,俄乌冲突升级风险,台海局势不确定性风险,海外黑天鹅事件等。

CPI与PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《服务业接棒工业复苏 经济增长向稳态回归》
- 《CPI转负 PPI反弹 未来或缓慢上行—7月物价数据点评》
- 《通胀如期反弹 未来趋于上行—8月物价数据点评》

事件：国家统计局 10 月 13 日公布的数据显示，9 月 CPI 同比持平，预期 0.2%，前值 0.1%；PPI 同比-2.5%，预期-2.4%，前值-3.0%。

点评：通胀总体延续修复上行之势。从 CPI 看，基数走高、食品价格涨幅放缓等因素拖累其同比涨幅，需求端仍在温和复苏。展望未来，2022 年四季度基数持续下降，叠加近期国内复苏势头有所增强，年末 CPI 或缓慢上行至 0.5%左右，全年或同比上涨 0.4%。从 PPI 看，降幅进一步收窄主要受 2022 年同期基数回落、工业品需求逐步恢复、国际原油价格继续上涨等因素影响。综合考虑翘尾与新增、政策加速落地等因素，预计 PPI 未来仍将继续修复。

1、基数走高、食品价格涨幅放缓等因素拖累 CPI 涨幅，核心 CPI 持平

9 月 CPI 同比持平，低于市场预期（0.2%）。从环比看，9 月 CPI 环比上涨 0.2%，稍弱于历史（2011-2019 年，下同）同期均值（0.5%），其中食品与非食品价格均弱于季节性。从同比分项看，食品价格下降 3.2%，降幅比 8 月扩大 1.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点。食品中，猪肉和鲜菜价格分别下降 22.0%和 6.4%，降幅分别扩大 4.1 和 3.1 个百分点，合计影响 CPI 下降约 0.51 个百分点，占食品价格总降幅近九成；羊肉和食用油价格分别下降 5.1%和 3.1%，降幅均有扩大；水产品 and 鲜果价格由涨转降，降幅分别为 1.5%和 0.3%。在 9 月 CPI 同比涨幅中，2022 年价格变动的翘尾影响约为-0.2 个百分点（8 月为 0.2 个百分点），新涨价影响为 0.2 个百分点（8 月为-0.1 个百分点）。

基数因素对 CPI 拖累有所加大。2022 年 9 月 CPI（2.8%）较 8 月反弹 0.3 个百分点至当年年内最高，高基数拖累有所加大。剔除基数因素后的 CPI 两年平均增速为 1.4%，为近 8 个月最高。

食品价格涨幅放缓。9 月食品价格环比上涨 0.3%，弱于 8 月（0.5%）以及历史同期均值（1.3%），主要受肉、蛋、鲜果等价格偏弱拖累。

肉类价格连续第 2 个月环比正增长，但涨幅较 8 月大幅放缓。9 月肉禽及其制品价格环比增长 0.3%，弱于 8 月（4.7%）及历史同期均值（2.7%）；同比下跌 12.8%，降幅较 8 月扩大 2.3 个百分点，主因 2022 年同期基数上升。其中，猪肉价格环比上涨 0.2%，大幅弱于 8 月（11.4%）及历史同期均值（3.6%）；同比下跌 22.0%，较 8 月扩大 4.1 个百分点，亦受 2022 年同期基数上升影响。虽然双节临近，但猪肉价格涨势温和，主要受供给较为充裕而需求上升有限这条主线影响。展望未来，猪肉供需关系很

难在短期扭转，虽然能繁母猪存栏数在今年前 8 个月中有 7 个月环比减少，但 8 月（4241 万头）仍是正常保有量的 103%，叠加 2022 年 10-11 月基数上升，其很难对 CPI（同比）形成有效支撑。

其他主要食品涨跌互现，但多数仍弱于历史同期均值。开学季叠加双节临近，鲜菜和蛋类价格分别上涨 3.3%和 2.8%；粮食类价格上涨 0.4%，涨幅为近 16 个月最高，不过此前 8 个月环比均低于历史同期均值；水产品、油脂类、鲜果、奶制品类则分别下跌 0.8%、0.6%、0.3%、0.2%。上述食品中，仅鲜菜、水产品、粮食小幅强于历史同期均值，其余类则不同程度的弱于均值。从农产品、菜篮子产品批发价格 200 指数走势看，10 月上旬较 9 月末继续回落。对比国际价格，9 月 FAO 食品价格指数（121.5）环比上 0.1%，同比下跌 10.9%。

非食品价格再度弱于季节性。9 月非食品价格环比上涨 0.2%，略弱于历史同期均值（0.3%）。分项数据 5 涨 1 平 1 降，衣着、教育文化娱乐价格分别上涨 0.8%和 0.4%，生活用品及服务、交通通信、医疗保健价格均上涨 0.1%，居住价格持平，其他用品及服务价格下降 0.1%。受国际油价上行影响，国内汽油价格上涨 2.4%；秋装换季上新，服装价格上涨 0.9%。服务价格由 8 月的上涨 0.1%转为下降 0.1%，其中暑期结束出行减少，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别下降 12.6%、5.5%和 3.4%；新学期开学，教育服务价格上涨 1.4%。

核心 CPI 低位持平。9 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.8%，与 8 月持平；两年平均增速回落至 0.7%，为 2022 年 3 月以来的低位。

综合而言，基数走高、食品价格涨幅放缓等因素拖累 CPI 同比涨幅，需求端仍在温和复苏。展望未来，2022 年四季度基数持续下降，叠加近期国内复苏势头有所增强，年末 CPI 或缓慢上行至 0.5%左右，全年或同比上涨 0.4%。

2、PPI 跌幅持续收窄但略低于预期

PPI 持续反弹。9 月 PPI 环比上涨 0.4%，同比回落 2.5%，稍弱于市场预期（-2.4%），两年平均增速（-0.8%）较 8 月（-0.4%）回落 0.4 个百分点，四年平均增速（1.61%）则较 8 月（1.58%）微幅回升。9 月 PPI 同比跌幅收窄 0.5 个百分点，主要受 2022 年同期基数回落、工业品需求逐步恢复、国际原油价格继续上涨等因素影响。

生产资料连续第 2 个月环比上涨。从环比看，9 月生产资料价格环比上涨 0.5%，较 8 月（0.3%）有所加快；生活资料价格上涨 0.1%，涨幅与 8

月持平。从同比的两年平均增速看，生活资料（0.7%）持平 8 月，生产资料（-1.2%）较 8 月有所回落。

从行业看，国际原油价格继续上行，带动国内石油和天然气开采业价格上涨 4.1%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 3.1%。需求改善、供给偏紧，推动有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 1.2%，煤炭开采和洗选业价格上涨 1.1%。黑色金属冶炼和压延加工业价格持平。此外，文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 0.7%，农副食品加工业价格上涨 0.6%，纺织业价格上涨 0.2%；计算机整机制造价格上涨 0.7%，智能消费设备制造价格上涨 0.5%；锂离子电池制造价格下降 1.5%，新能源车整车制造价格下降 0.1%。

未来 PPI 回升趋势不改。一是从基数效应看，本轮 PPI 底部是今年 6 月（-5.4%），未来仍能提供一定的支撑。二是 7 月以来国内政策频出，地产政策落地，城中村改造提速，化债持续推进，8 月下旬以来需求端复苏有所加快，未来工业品价格仍有上涨空间。不过，考虑到 2022 年 10 月（-0.4%）与 11 月翘尾（-0.5%）较 9 月（-0.3%）、8 月（-0.2%）有所下行，短期 PPI 修复上行势头或有所放缓。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

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注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层