

“宏观基本面”系列

宏观专题研究报告(深度)

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

经济“透视”，来自物价的视角

物价、作为经济的后验指标，有何结构特征、映射怎样的经济线索，往后或如何演绎？本文梳理，敬请关注。

一问：物价与经济周期的关系？滞后于经济的周期性波动，近年受供给端影响较大

传统周期下，物价的周期性波动是经济周期性变化的滞后表现。过往经验显示，经济的周期性波动，主要由需求端驱动，物价作为经济的滞后指标，表现出明显的周期性变化。PPI、CPI 等常用的物价指标，一半滞后经济表现 1-2 个季度左右；其中，PPI 增速略领先于 CPI，与政策主导下，地产和基建等传统负债驱动的增长模式等有关。

经验显示，经济复苏初期，实体需求刚刚开始修复，对价格的提振尚不明显。经济复苏初期，CPI 往往低位徘徊，典型阶段如 2015 年和 2017 年。前者，PMI 于 2015 年初站上荣枯线上方，但同期 CPI 增速掉至 0.8%；相似地，2017 年初，PMI 由 1 月的 51.3% 上涨 0.5 个百分点至 3 月的 51.8%，但同期 CPI 表现相对温和，2 月、3 月均在 1% 以下。

有别于传统周期，近年物价变化受供给端影响较大，供给侧改革、非洲猪瘟阶段即为典型。例如，2016 年下半年至 2017 年上半年，供给侧改革下，煤炭、钢铁等上游原材料价格大幅涨价带动 PPI 一度上涨至 10.4%；2019 年至 2020 年上半年，非洲猪瘟下猪肉供给大幅攀升，带动 CPI 同比快速突破 3%、一度创近年新高至 5.4%。

二问：当前物价特征与背后逻辑？CPI 回落与部分商品供给扰动等有关，服务等终端需求价格延续回升

年初以来，以 CPI 为代表的物价明显回落、一度落入负值区间。2023 年来，CPI 同比自年初的 2.1% 回落至 7 月的 -0.3%，9 月边际修复至 1%。拆分来看，非食品、影响 CPI 中枢，同比增速自年初的 1.2% 一度回落至年中的 -0.6%，而后边际修复 0.7%；食品端、影响 CPI 波动，同比增速自年初的 6.2% 回落至 9 月的 -3.2%。

拆分来看，CPI 阶段性回落与基数拖累、部分商品的供给端扰动等有关。CPI 翘尾自年初的 1.4 个百分点回落至 9 月的 -0.1 个百分点，对 CPI 支撑边际减弱。除基数影响外，食品端、非食品环比低于往年同期均值，与部分商品供给端阶段性扰动相关，较为典型的是，一季度生猪产能去化节奏相对较慢拖累猪价向上修复、二季度水果大量上市导致价格明显回落等，拖累食品价格；原油等大宗商品价格上半年的低位徘徊、也阶段性压制非食品端的上涨弹性。

与终端需求相关的领域、部分线下服务价格等，持续处于上升通道。部分原材料价格拖累非食品弹性下，核心 CPI 的相对韧性，主要缘于线下活动修复带动部分服务业价格回升等。例如，CPI 旅游同比增速自年初以来明显上涨、一度创新高至 14.8%，与线下服务相关的其他商品服务分项同比也处于稳步修复通道、自年初以来上涨 1 个百分点至 3.9%。

三问：往后来看，物价演绎路径？供给扰动减弱、需求边际回升，或支撑 CPI 向上温和修复

伴随部分供给扰动、基数拖累缓和等，部分领域的价格拖累或逐步减弱。此前对 CPI 拖累较大的商品，生猪、原油等，近月均释放涨价信号，例如，22 省市生猪均价于 7 月底企稳，带动 CPI 生猪环比一度上涨至 8 月的 11.4%；原油等大宗商品自 8 月以来明显涨价、抬升相关燃料价格，使得 CPI 交通用具燃料 8 月环比增速、超季节性回升至 4.8%。

同时，终端需求的逐步修复，或支撑部分商品涨价、尤其是低库存领域等。9 月，制造业 PMI 重返扩张区间，或已释放经济拐点信号。需求逐步回升，或支撑终端消费价格边际回升，带动非食品端的耐用消费品价格上涨，尤其是对需求变化较为敏感的低库存领域，例如，铜、焦煤、焦炭等库存均处于历史 10% 以下分位数。

近月，部分领域已开始释放涨价信号，中性情景下，CPI 或温和上升至年底的 1% 左右。综合来看，猪肉等前期对 CPI 拖累较大的分项已逐步转向正贡献，叠加需求边际修复带动部分商品涨价、尤其是低库存领域等，及基数拖累减弱等，中性情景下，CPI 同比或延续上行、11 月略有回落，年底回升至高点的 1% 左右。

风险提示

猪价大幅反弹，疫情反复。

内容目录

一问：物价与经济周期的关系？	4
二问：当前物价特征与背后逻辑？	6
三问：往后来看，物价的演绎路径？	9
流动性常规跟踪.....	12
风险提示：	15

图表目录

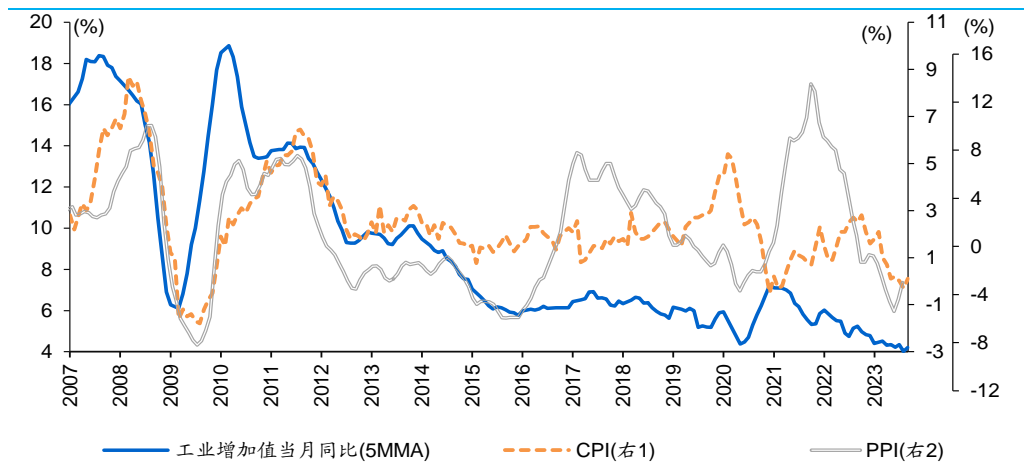
图表 1：传统周期下，物价表现滞后经济表现 1-2 个季度	4
图表 2：2015 年、2017 年初经济处于复苏初期	4
图表 3：对应阶段，CPI 表现相对温和	4
图表 4：供给侧改革带动部分原材料价格明显上涨	5
图表 5：2016 至 2017 年，PPI 大幅攀升	5
图表 6：2019 年非洲猪瘟扰动，推升生猪价格	5
图表 7：猪价上涨，推升 CPI 增速	5
图表 8：年初以来，CPI 表现一度低预期	6
图表 9：2023 年来，CPI 环比大多处于近年同期低位	6
图表 10：年初以来，CPI 同比回落、一度落入负值区间	6
图表 11：CPI 回落一定程度上与基数有关	7
图表 12：食品、非食品均阶段性低于近年同期均值	7
图表 13：上半年生猪价格拖累食品端 CPI 表现	7
图表 14：原油价格一度明显回落带动非食品 CPI 回落	7
图表 15：非食品中，服务价格明显上涨	8
图表 16：核心 CPI 相对韧性	8
图表 17：线下出行活动较近年同期明显改善	8
图表 18：旅游等 CPI 分项同比创近年新高	8
图表 19：生猪价格有所企稳	9
图表 20：油价企稳支撑部分 CPI 分项回升	9
图表 21：9 月，制造业 PMI 重返扩张区间	9
图表 22：需求逐步修复支撑部分原材料价格回升	9

图表 23: 部分商品库存处于历史较低分位数.....	10
图表 24: 原材料价格拖累最大的阶段或已过去.....	10
图表 25: 近月, 部分领域已开始释放涨价信号.....	10
图表 26: 中性情景下, CPI 或于年底回升至 1%左右.....	10
图表 27: 10 月 7 日至 10 月 13 日, 央行公开市场净回笼资金 1.78 万亿元.....	12
图表 28: 货币市场利率整体上涨.....	12
图表 29: SHIBOR 利率普遍上涨.....	12
图表 30: 质押回购成交规模处于历史同期高位.....	13
图表 31: 隔夜质押回购成交规模占比处于高位.....	13
图表 32: 利率债发行规模较节前小幅回落.....	13
图表 33: 10 月 7 日至 10 月 13 日, 利率债发行与到期情况.....	14
图表 34: 利率债收益率变动情况.....	14
图表 35: 国债与国开债期限利差情况.....	14

一问：物价与经济周期的关系？

传统周期下，物价的周期性波动是经济周期性变化的滞后表现。过往经验显示，经济的周期性波动，主要由需求端驱动，物价作为经济的滞后指标，表现出明显的周期性波动。PPI、CPI 等常用的物价指标，与经济走势大体类似，一半滞后经济表现 1-2 个季度左右。PPI 增速略领先于 CPI，与政策主导下，地产和基建等传统负债驱动的增长模式等有关。

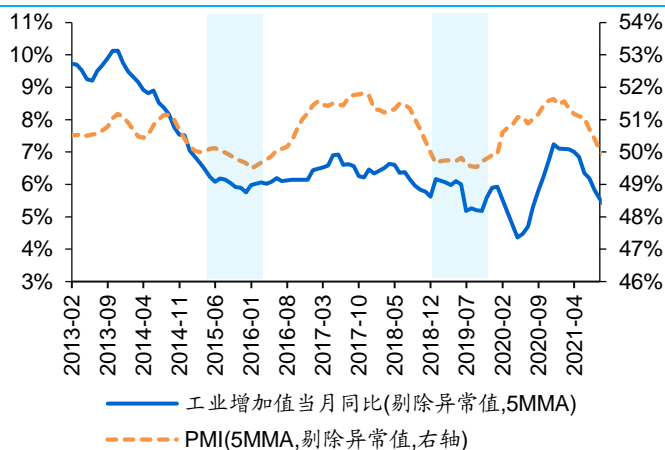
图表 1：传统周期下，物价表现滞后经济表现 1-2 个季度



来源：Wind、国金证券研究所

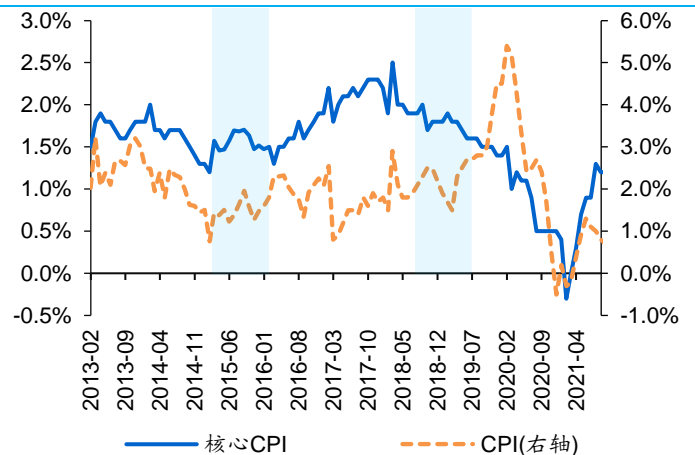
经验显示，经济复苏初期，实体需求刚刚开始修复，对价格的提振尚不明显。经济复苏初期，以 CPI 为代表的物价指标往往处于低位徘徊区间，比较典型的阶段如，2015 年和 2017 年。前者，PMI 于 2015 年初站上荣枯线上方，但同期 CPI 增速掉至 0.8%；相似地，2017 年初，PMI 由 1 月的 51.3% 上涨 0.5 个百分点至 3 月的 51.8%，但同期 CPI 表现相对温和，2 月、3 月均在 1% 以下。

图表 2：2015 年、2017 年初经济处于复苏初期



来源：Wind、国金证券研究所

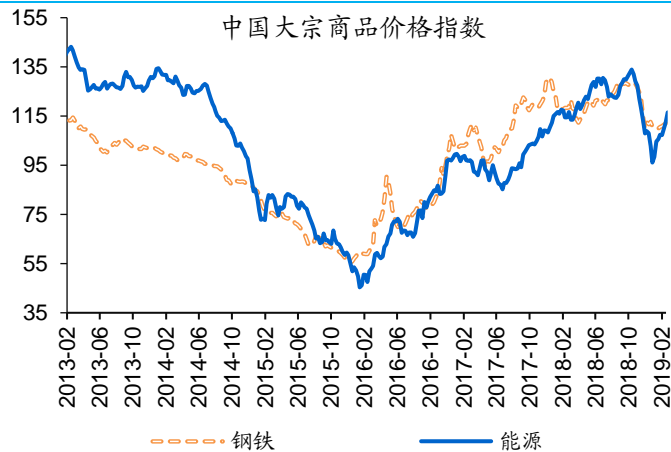
图表 3：对应阶段，CPI 表现相对温和



来源：Wind、国金证券研究所

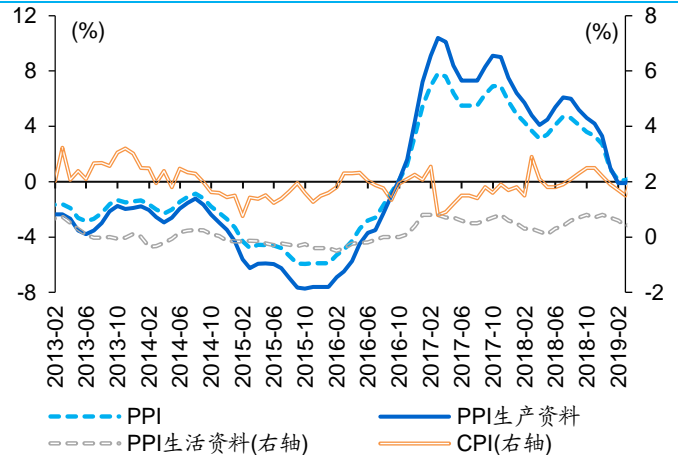
除需求端外，近年来物价表现，也阶段性受到供给端扰动等。有别于传统周期，近年物价变化受供给端影响较大，供给侧改革、非洲猪瘟阶段即为典型。例如，2016年下半年至2017年上半年，供给侧改革下，煤炭、钢铁等上游原材料价格大幅涨价带动PPI一度上涨至10.4%；2019年至2020年上半年，非洲猪瘟下猪肉供给大幅攀升，带动CPI同比快速突破3%、一度创近年新高至5.4%。

图表 4: 供给侧改革带动部分原材料价格明显上涨



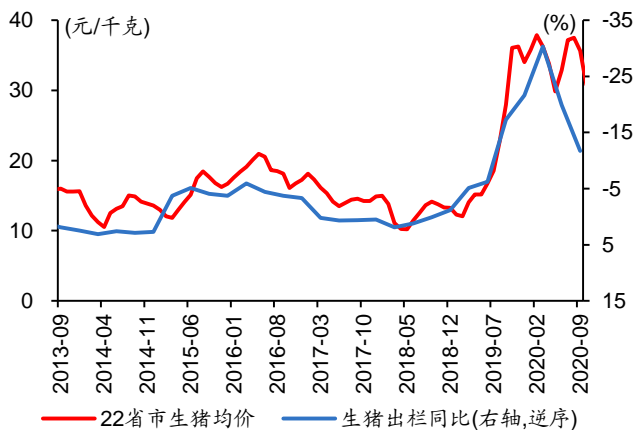
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 2016 至 2017 年, PPI 大幅攀升



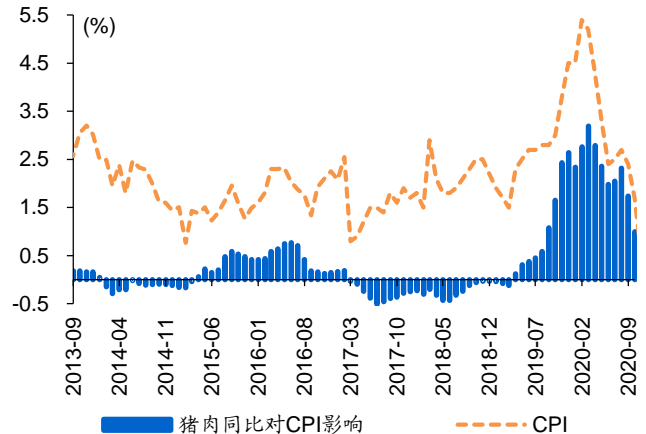
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 2019 年非洲猪瘟扰动, 推升生猪价格



来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 猪价上涨, 推升 CPI 增速

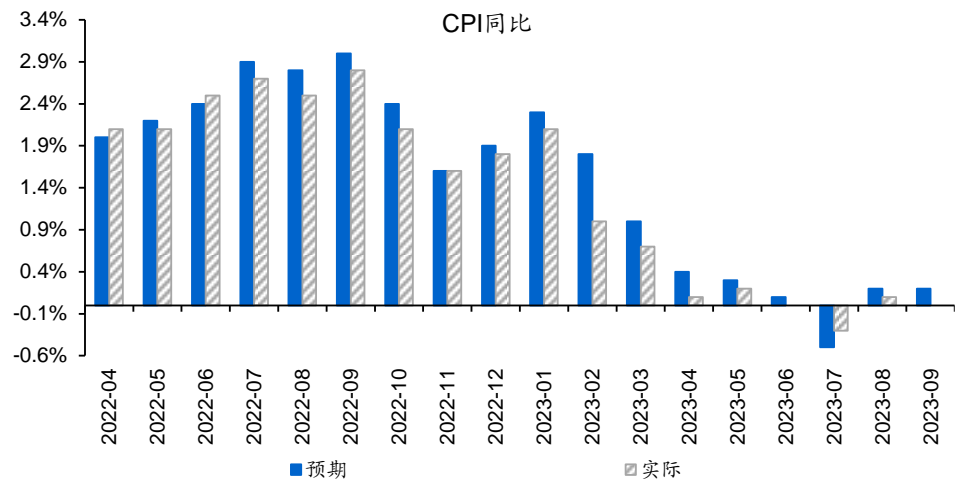


来源: Wind、国金证券研究所

二问：当前物价特征与背后逻辑？

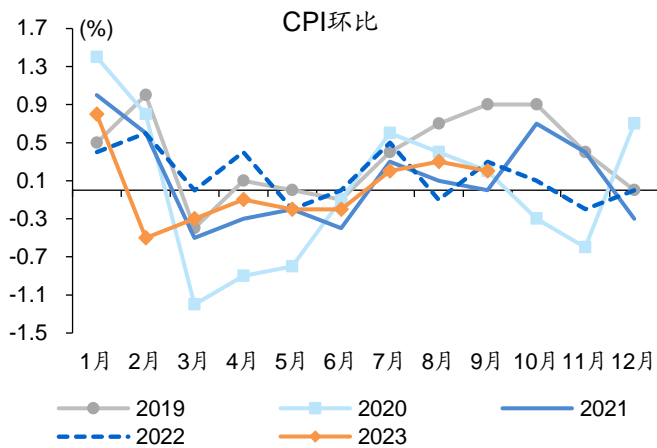
年初以来，以CPI为代表的物价明显回落、一度落入负值区间。2023年来，CPI同比自年初的2.1%持续回落至7月的-0.3%，8月转正至0.1%，9月再度回落至0%。拆分来看，非食品、影响CPI中枢，同比增速自年初的1.2%一度回落至年中的-0.6%，而后边际修复至0.7%左右；食品端、影响CPI波动，同比增速自年初的6.2%回落至9月的-3.2%（详情参见《物价“拐点”已现》、《物价回升，后续关注什么？》）。

图表 8：年初以来，CPI表现一度低预期



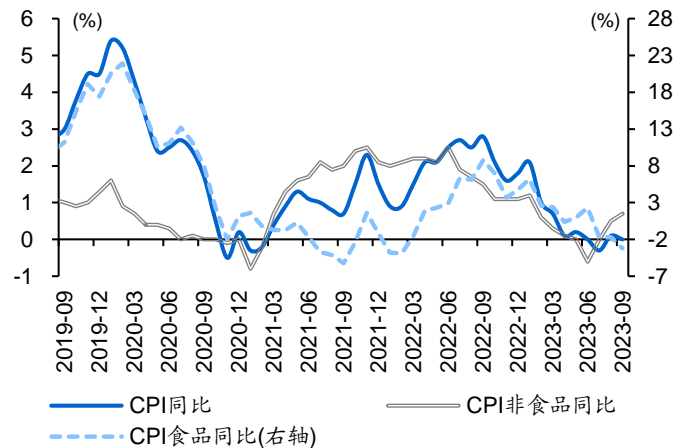
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：2023 年来，CPI 环比大多处于近年同期低位



来源：Wind、国金证券研究所

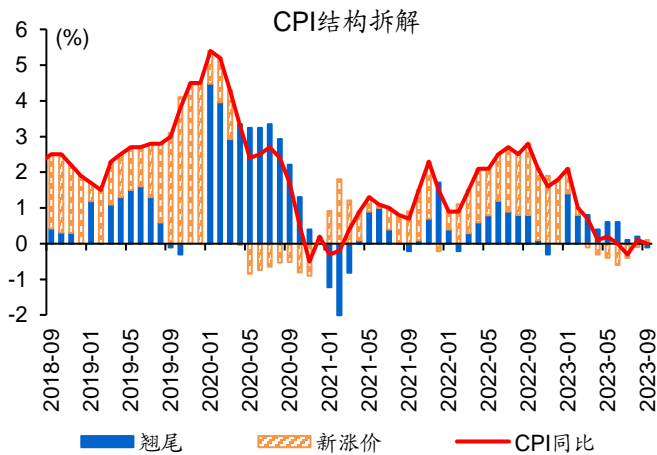
图表 10：年初以来，CPI 同比回落、一度落入负值区间



来源：Wind、国金证券研究所

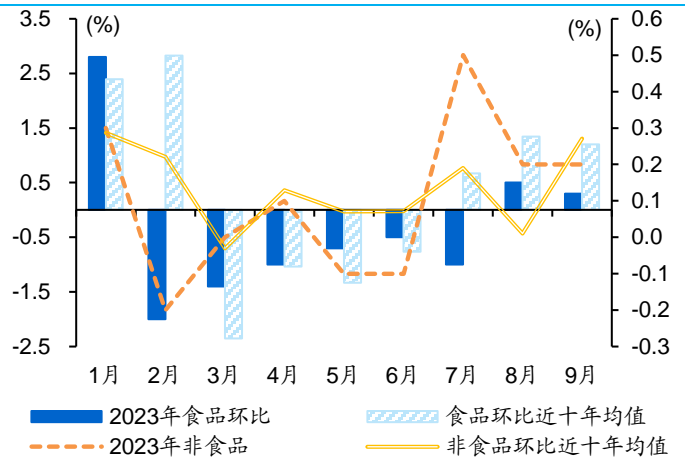
拆分来看，CPI 阶段性回落与基数拖累、部分商品的供给端扰动等有关。CPI 翘尾自年初的 1.4 个百分点持续回落至 9 月的 -0.1 个百分点，对 CPI 支撑边际减弱。除基数影响外，食品端、非食品端价格表现大多低于往年同期均值，与部分商品供给端阶段性扰动相关，较为典型的是，一季度生猪产能去化节奏相对较慢拖累猪价向上修复、二季度水果大量上市导致价格明显回落等，均阶段性拖累食品端的价格表现；原油等大宗商品价格上半年的低位徘徊、也阶段性压制非食品端的上涨弹性。

图表 11: CPI 回落一定程度上与基数有关



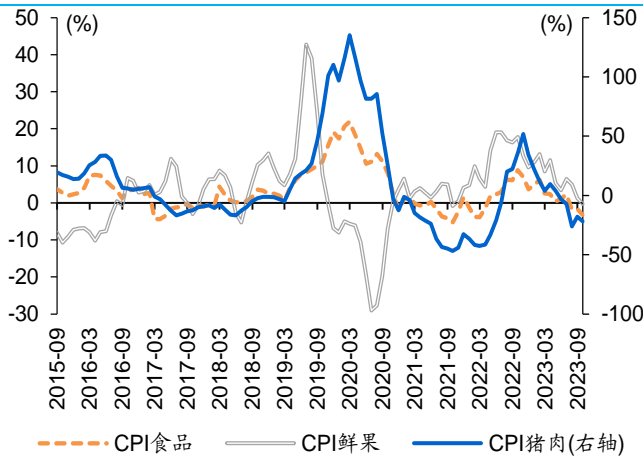
来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 食品、非食品均阶段性低于近年同期均值



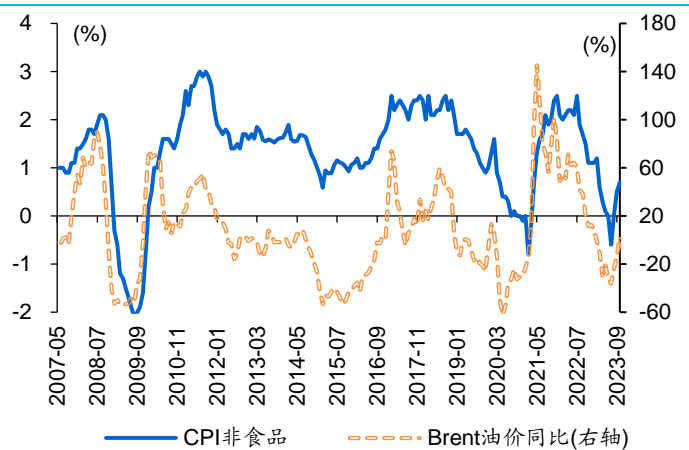
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 上半年生猪价格拖累食品端 CPI 表现



来源: Wind、国金证券研究所

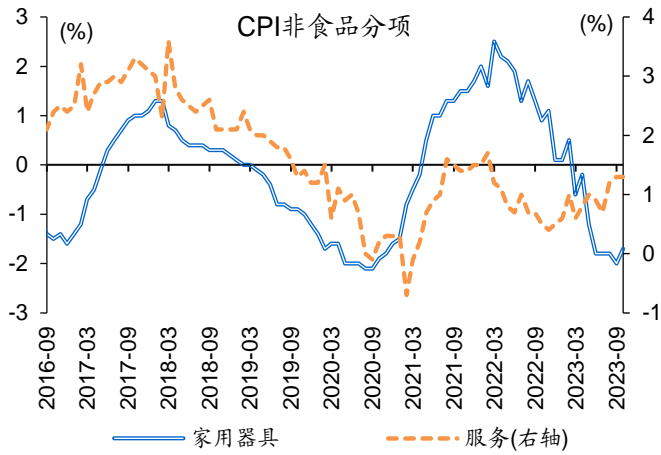
图表 14: 原油价格一度明显回落带动非食品 CPI 回落



来源: Wind、国金证券研究所

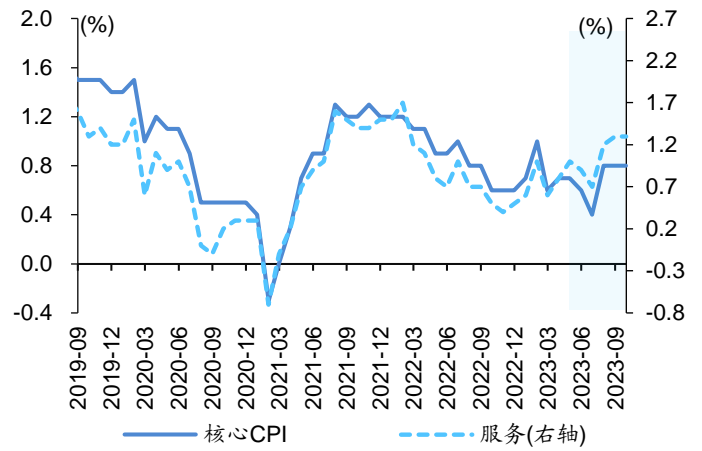
而与终端需求相关的领域、部分线下服务价格等，持续处于上升通道。相较于 CPI，剔除食品和能源的核心 CPI，前三季度呈浅“V”形、9 月修复至 0.8%。部分原材料价格拖累非食品弹性下，核心 CPI 的相对韧性，主要缘于线下活动修复带动部分服务业价格回升等。例如，CPI 旅游同比增速自年初以来明显上涨、一度创新高至 14.8%，与线下服务相关的其他商品服务分项同比也处于稳步修复通道、自年初以来上涨 1 个百分点至 3.9%。

图表 15: 非食品中, 服务价格明显上涨



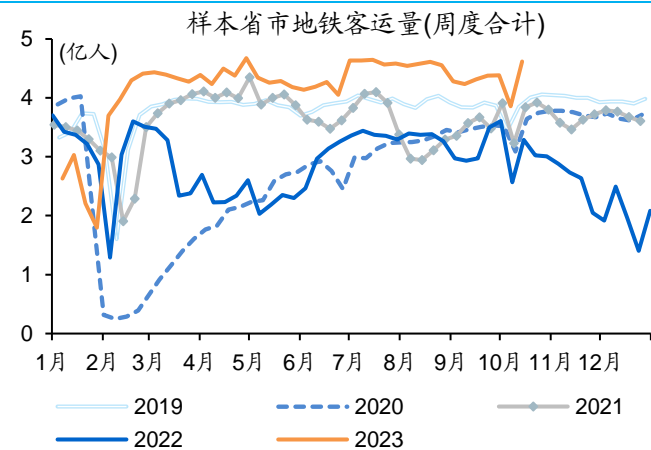
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 核心CPI相对韧性



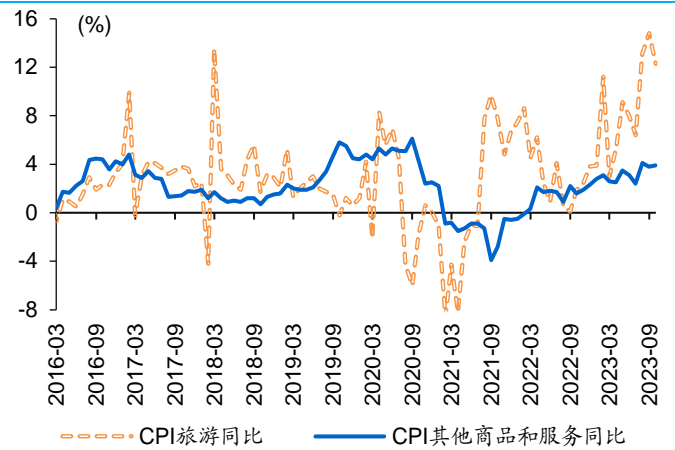
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 线下出行活动较近年同期明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 旅游等CPI分项同比创近年新高



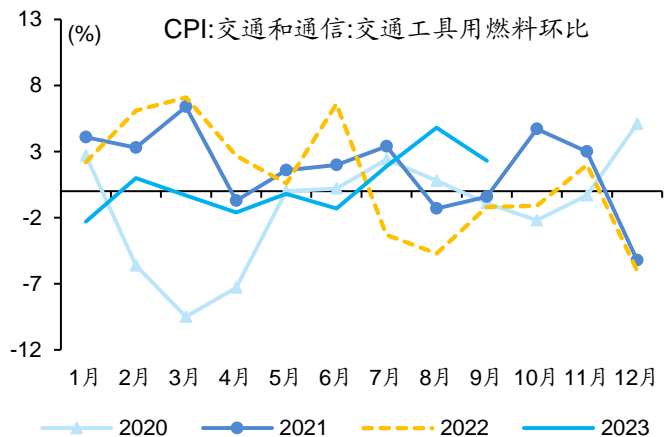
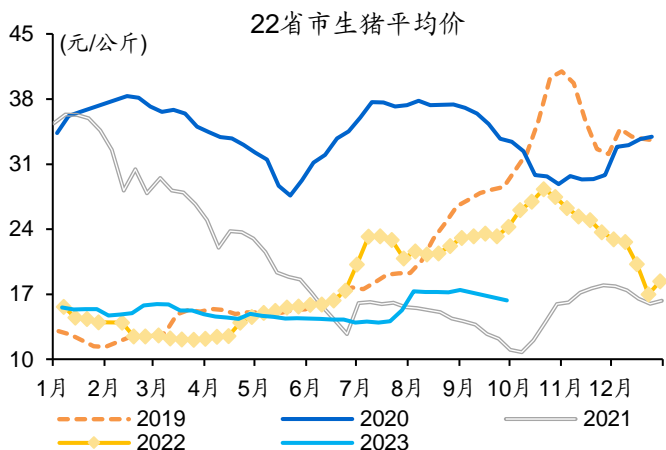
来源: Wind、国金证券研究所

三问：往后来看，物价的演绎路径？

伴随部分供给扰动、基数拖累缓和等，部分领域的价格拖累或逐步减弱。此前对CPI拖累较大的商品，例如，生猪、原油等，较前期已有明显涨价，例如，22省市生猪价格于7月底企稳，均价由7月的14元/千克上涨至9月初的17元/千克左右，CPI生猪环比也由7月的持平一度上涨至8月的11.4%；原油等大宗商品自8月以来明显涨价、抬升相关燃料价格，使得CPI交通用具燃料8月环比增速、超季节性回升至4.8%。

图表 19：生猪价格有所企稳

图表 20：油价企稳支撑部分CPI分项回升



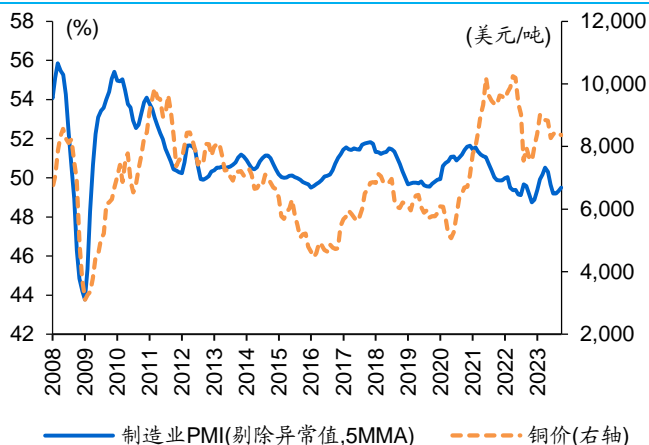
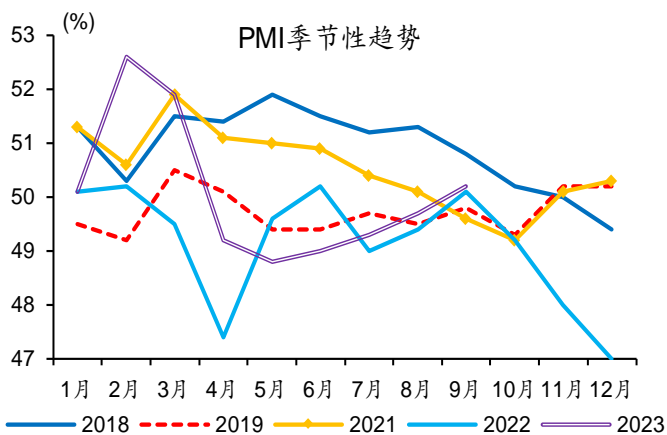
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

同时，终端需求的逐步修复，或支撑部分商品涨价、尤其是低库存领域等。9月，制造业PMI重返扩张区间，或已释放经济拐点信号。需求逐步回升，或支撑终端消费价格边际回升，带动非食品端的耐用消费品价格上涨，尤其是对需求变化较为敏感的低库存领域，例如，铜、焦煤、焦炭等库存均处于历史10%以下分位数（详情参见《物价磨底，后续关注什么？》、《“低库存”下的投资机遇？》）。

图表 21：9月，制造业PMI重返扩张区间

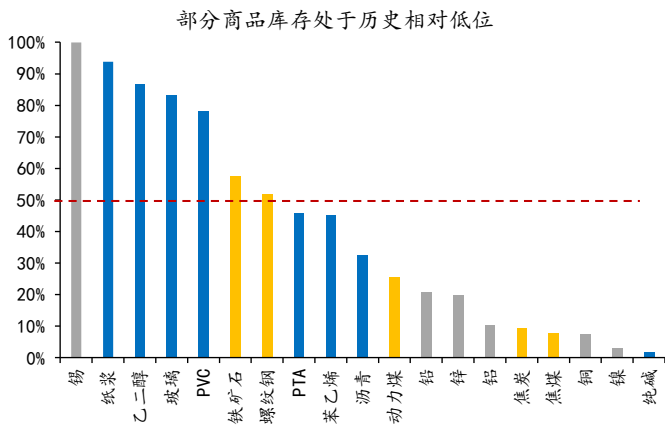
图表 22：需求逐步修复支撑部分原材料价格回升



来源：Wind、国金证券研究所

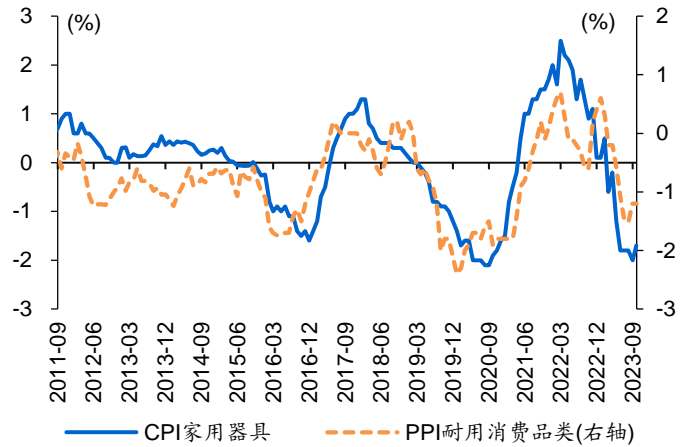
来源：Wind、国金证券研究所

图表 23: 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

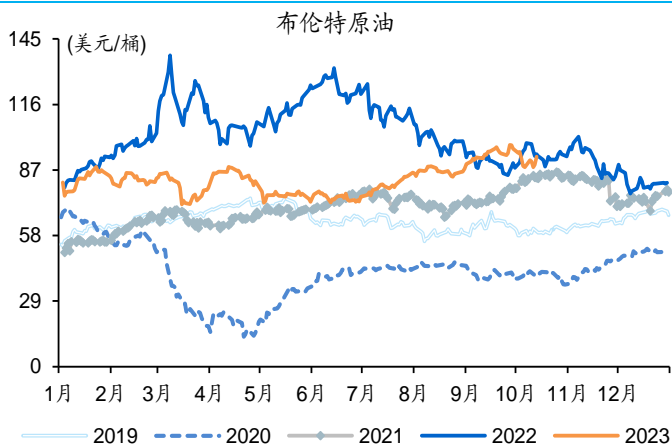
图表 24: 原材料价格拖累最大的阶段或已过去



来源: Wind、国金证券研究所

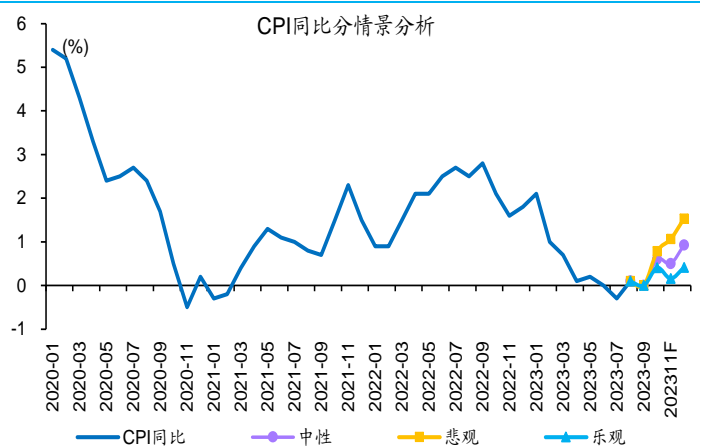
近月, 部分领域已开始释放涨价信号, 中性情景下, CPI 或温和上升至年底的 1%左右。综合来看, 猪肉等前期对 CPI 拖累较大的分项已逐步转向正贡献, 叠加需求边际修复带动部分商品涨价、尤其是低库存领域等, 叠加基数拖累减弱等, 中性情景下, CPI 同比或延续上行、11 月略有回落, 年底回升至高点、1%左右。

图表 25: 近月, 部分领域已开始释放涨价信号



来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 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

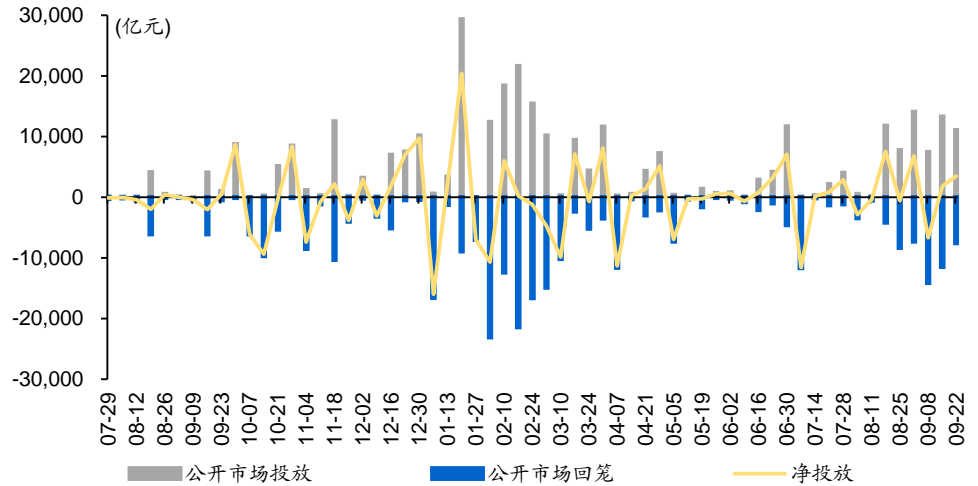
经过研究，我们发现：

1. 传统周期下，物价的周期性波动是经济周期性变化的滞后表现。经验显示，经济复苏初期，实体需求刚刚开始修复，对价格的提振尚不明显。有别于传统周期，近年物价变化受供给端影响较大，供给侧改革、非洲猪瘟阶段即为典型。
2. 年初以来，以 CPI 为代表的物价明显回落、一度落入负值区间。拆分来看，CPI 阶段性回落与基数拖累、部分商品的供给端扰动等有关；与终端需求相关的领域、部分线下服务价格等，持续处于上升通道。
3. 伴随部分供给扰动、基数拖累缓和等，部分领域的价格拖累或逐步减弱；同时，终端需求的逐步修复，或支撑部分商品涨价、尤其是低库存领域等。近月，部分领域已开始释放涨价信号，中性情景下，CPI 或温和上升至年底的 1% 左右。

流动性常规跟踪

10月7日至10月13日期间，央行公开市场净回笼资金1.78万亿元，其中，7天逆回购投放6660亿元、利率持平于1.8%，7天逆回购到期3010亿元，14天逆回购到期2.15万亿元。本周（10月16日至10月22日），将有1.22万亿元资金到期，其中，7天逆回购到期6660亿元，1年期MLF到期5000亿元，国库定存到期500亿元。

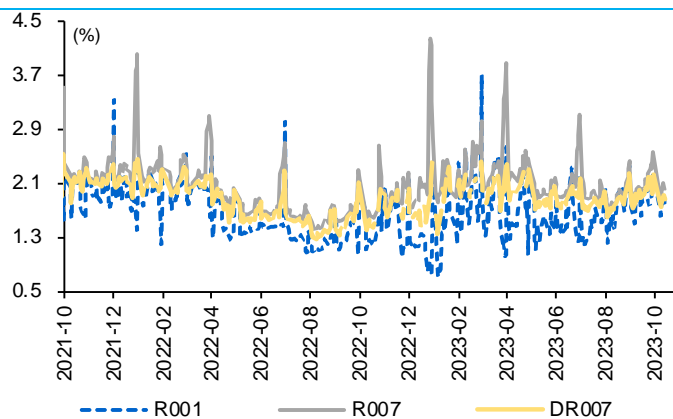
图表 27: 10月7日至10月13日，央行公开市场净回笼资金1.78万亿元



来源: Wind、国金证券研究所

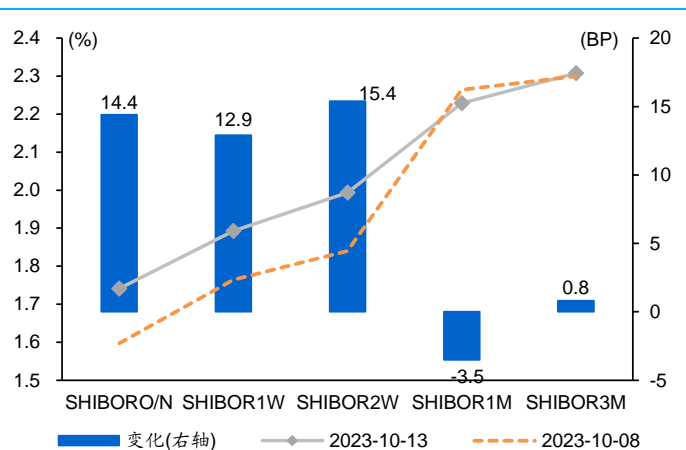
货币市场利率普遍上涨。10月7日至10月13日期间，R001和R007分别较上周上涨18.8BP和22.5BP至1.81%和2.03%，DR007较上周上涨12.6BP至1.88%、略高于同期政策利率的1.8%。SHIBOR隔夜和2周利率分别为1.74%和1.99%，分别较上周上涨14.4BP和15.4BP。

图表 28: 货币市场利率整体上涨



来源: Wind、国金证券研究所

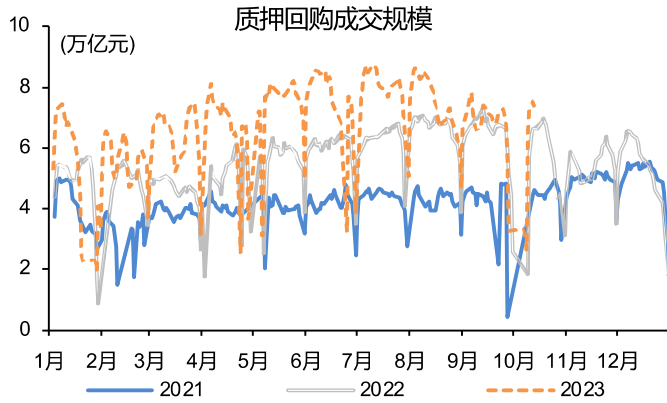
图表 29: SHIBOR 利率普遍上涨



来源: Wind、国金证券研究所

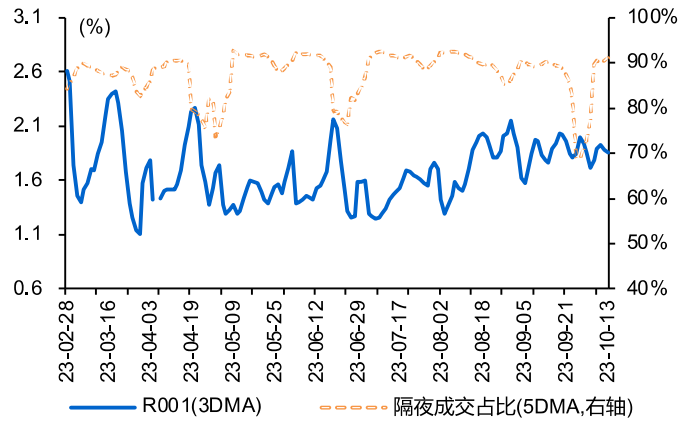
质押回购成交规模维边际向上修复。10月7日至10月13日期间，银行间质押回购成交规模维持高位、日均6.02万亿元，其中，隔夜质押回购成交占比短暂回落后恢复到90%以上的高位，机构“滚隔夜”加杠杆的现象依然突出。

图表 30: 质押回购成交规模处于历史同期高位



来源: Wind、中国货币网、国金证券研究所

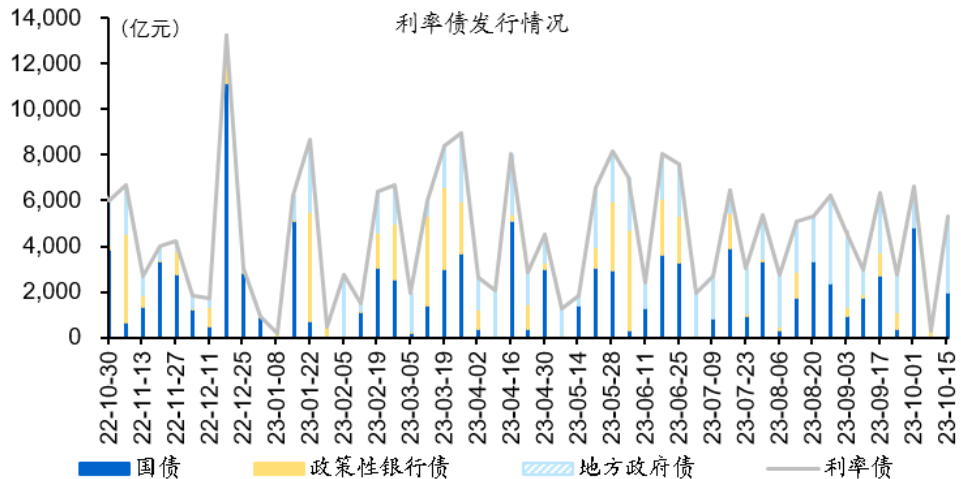
图表 31: 隔夜质押回购成交规模占比处于高位



来源: Wind、中国货币网、国金证券研究所

利率债发行规模较节前小幅回落。10月7日至10月13日期间，利率债总计发行5329亿元、较节前减少1591亿元，净融资3149亿元、节前为4785亿元。其中，国债发行1961亿元、较前周减少2848亿元；政策性银行债发行40亿元、较节前减少260亿元；地方政府债发行3328亿元、较节前增加1516亿元；国债和政策性银行债净融资分别为1332亿元和-1008亿元。

图表 32: 利率债发行规模较节前小幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

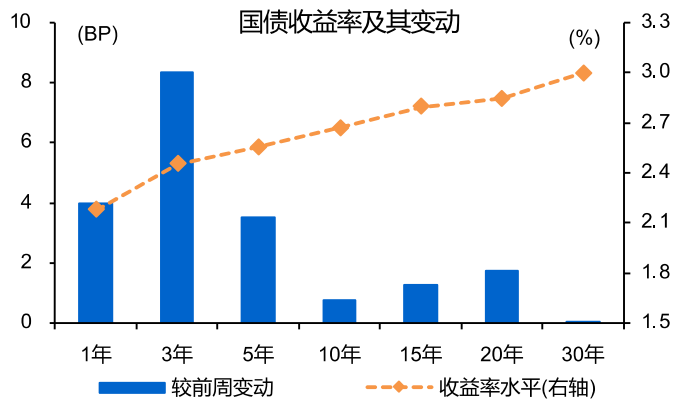
图表 33: 10月7日至10月13日, 利率债发行与到期情况

类别	发行只数	总发行量	总偿还量	净融资额
国债	6	1961	628	1332
政策银行债	1	40	1048	-1008
地方政府债	72	3328	504	2825
合计	79	5329	2180	3149

来源: Wind、国金证券研究所

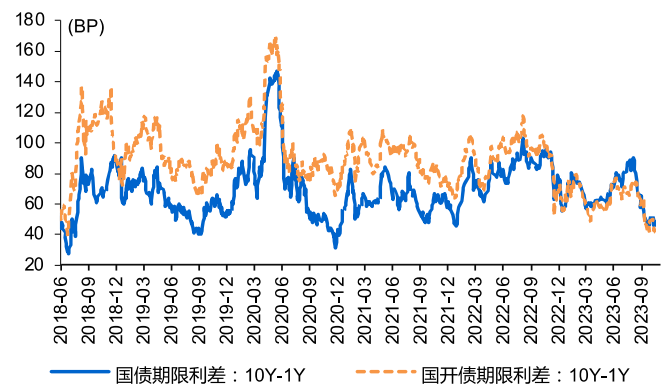
利率债收益率整体上行, 期限利差收窄。10月7日至10月13日期间, 10年期国债收益率上行0.8BP至2.67%, 1年期、3年期、5年期、15年期、20年期和30年期国债收益率分别较前周上行4.0BP、8.3BP、3.5BP、1.3BP、1.7BP和0.04BP。10年期与1年期国债、国开债利差分别较上周收窄3.2BP和7.4BP至49.3BP和42.6BP。

图表 34: 利率债收益率变动情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 35: 国债与国开债期限利差情况



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。

任何形式的复制、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：北京市东城区建国内大街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