



## 供给端边际修复

### ——2023 年 9 月中国物价数据点评

9 月 CPI 通胀读数归零，PPI 通胀继续修复。CPI 同比增速 0（市场预期 0.2%）；环比增速 0.2%，三季度持续为正。PPI 同比增速-2.5%（市场预期-2.4%），跌幅持续收敛；环比涨幅走阔至 0.4%。

通胀整体边际改善，CPI 读数更多受到基数影响，环比已经连续 3 个月为正；PPI 同比跌幅持续收窄，环比动能改善，且从中上游蔓延至下游，指向供给端边际修复。

#### 一、CPI 通胀：低位企稳

9 月 CPI 通胀新涨价因素涨幅继续走阔，但由于翘尾因素转负，CPI 通胀归零。

食品项同比通缩持续了整个三季度，且 9 月跌幅走阔至 3.2%。这大部分来自于基数影响，环比层面已经连续 2 个月正增。一是猪肉价格同比跌幅仍高达 22%，并带动牛羊肉维持通缩状态，去年同期为一轮猪周期的顶部区域。环比来看，9 月猪价涨幅大幅收敛至 0.2%，截至 8 月能繁母猪头数仍高达 4,241 万，远低于农业农村部设定的正常保有量 3,900 万，去产能仍将继续，猪价上行暂无可持续性；二是去年 9 月仍在疫情影响之下，水产品、鲜果等分项价格基数偏高，对应分项同比跌幅随之走阔。环比来看，除肉类外显著弱于季节性的分项只有食用油，强于季节性的分项只有粮食，这反映了国际农产品价格的分化，多数国际农产品价格持续偏弱，但大米价格在俄罗斯、印度等国出口禁令的影响下逆势走强。



非食品项同比增速 **0.7%**，与疫前水平比仍有距离，但已是年内新高。一方面，国际油价同比跌幅显著收窄，交通工具用燃料同比跌幅随之大幅收窄；另一方面，服务消费持续修复，服务业通胀保持在 **1.3%** 的年内高位，对总通胀构成托举。耐用品仍是主要拖累，但环比跌幅已在收敛，供需缺口或有一定修复。交通工具、家用器具、通信工具三大分项同比维持普跌，但后两项环比止跌。房租价格仍弱，主要受到房价低迷的影响。核心 **CPI** 环比动能显著弱于季节性，主要受到旅游价格下行的影响，由于暑期脉冲，今年旅游价格波动显著大于往年。

## 二、PPI 通胀：持续修复

三季度以来制造业持续修复，在价格端亦有所体现。年中以来制造业 PMI 持续上行，并于 9 月升值荣枯线之上，PPI 同比跌幅相应收敛至 **2.4%**，环比涨幅走阔至 **0.4%**。

从产业链看，价格改善已在向下游传导。9 月下游 PPI 环比转正，至此上中下游 PPI 环比全面转正。生活资料分项环比动能强于 **CPI** 对应分项，指向现阶段企业部门修复斜率高于居民部门。CPI 中的食品和多数商品分项环比仍在下跌，但 PPI 生活资料中的食品、一般日用品和耐用消费品价格均未下跌。

主要大宗商品价格同比、环比均在走强。一是三季度以来国际油价在沙特、俄罗斯减产影响下持续走强；二是钢铁、铝材、煤炭价格也在制造业复苏影响下走强。

## 三、前瞻：平缓修复

四季度物价有望继续平缓修复。**CPI** 方面，去年四季度低基数将继续支撑读数。**PPI** 方面，虽然基数支撑已经转弱，受制造业修复支撑，PPI 同比跌幅有望继续收窄。

（作者：谭卓 王天程）

附录

图 1：CPI 通胀新涨价因素转正

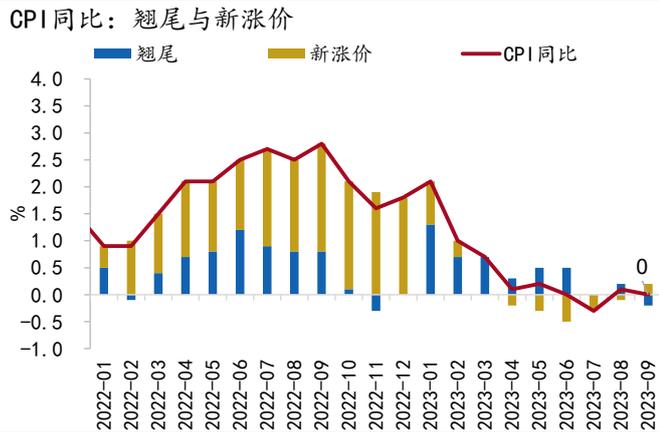


图 2：非食品通胀涨幅走阔

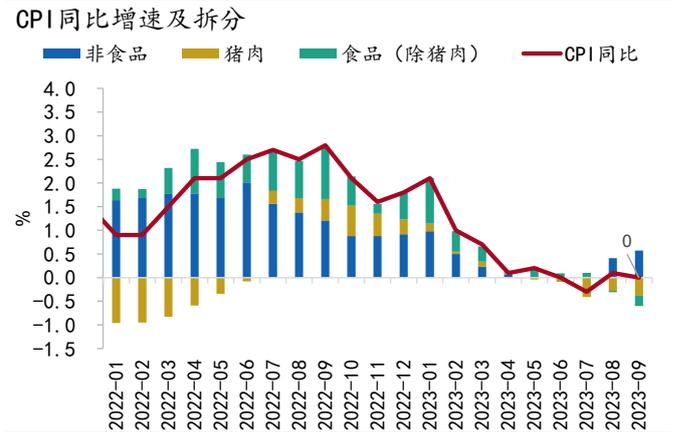


图 3：食品各分项环比分化收敛

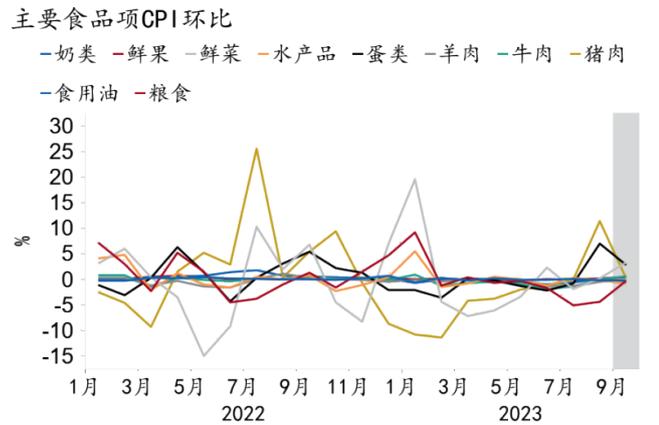


图 4：核心 CPI 环比增速弱于季节性水平

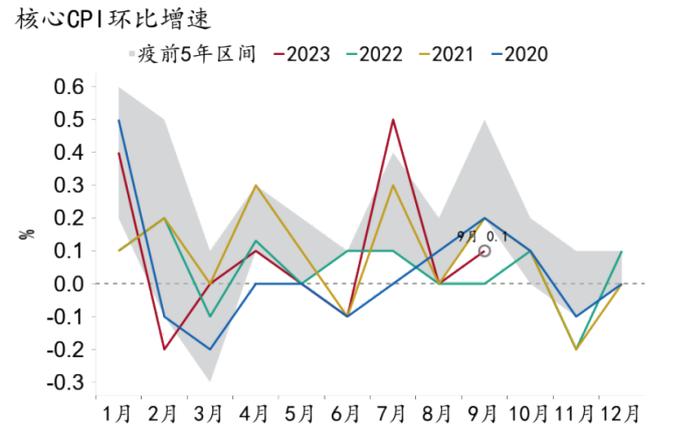
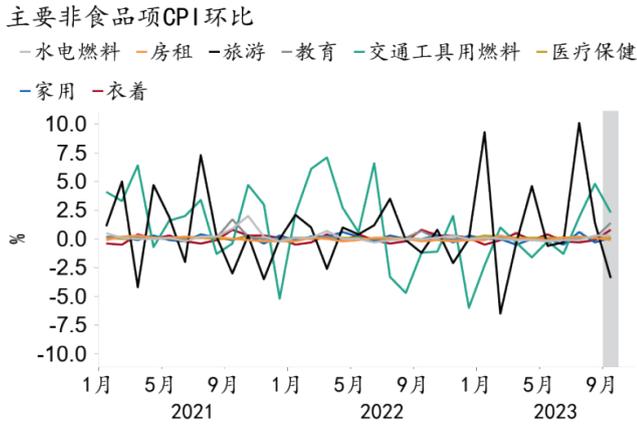




图 5: 旅游价格环比大幅转负



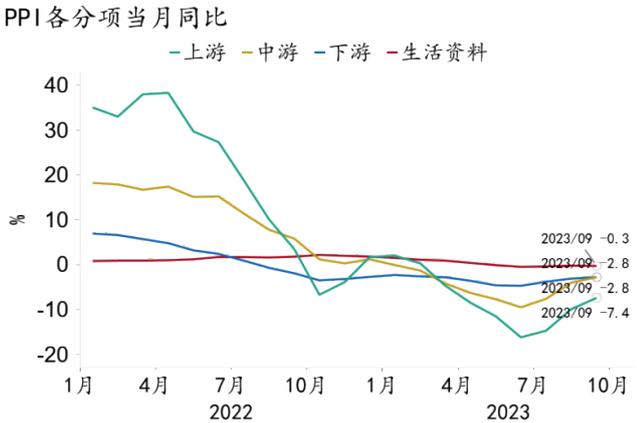
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: PPI 同比跌幅继续收窄



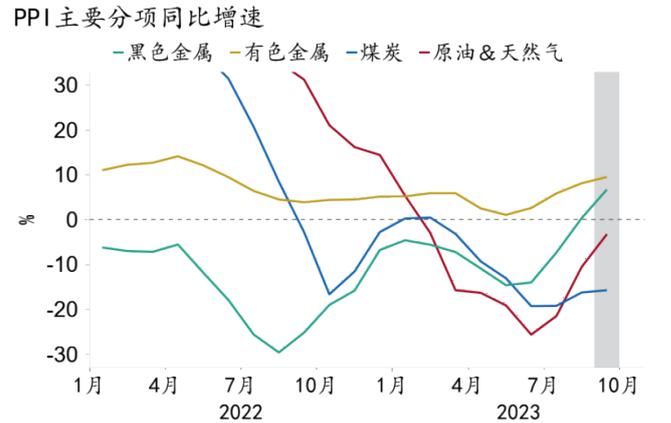
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 上中下游同比跌幅均在收窄



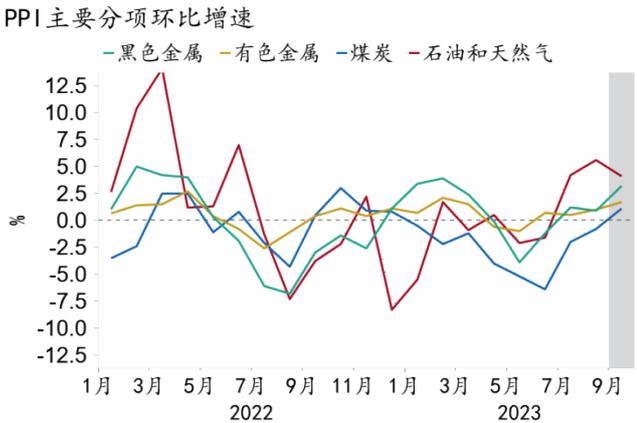
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 主要大宗商品同比增速均在上行



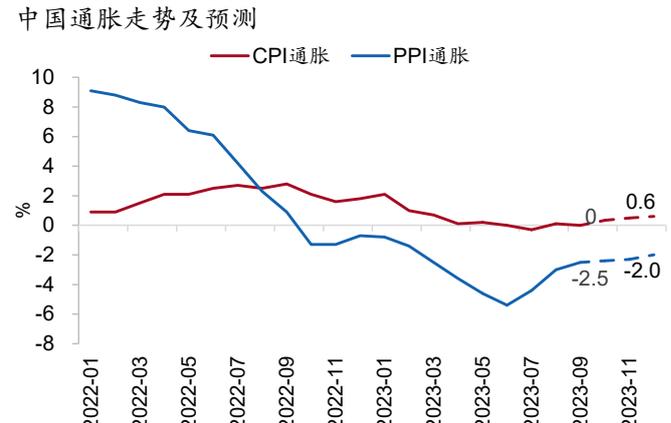
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 9: 主要大宗商品价格环比全面转涨



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 10: CPI、PPI 通胀或将 继续上行



资料来源: Macrobond、招商银行研究院