

9月通胀点评

关注服务价格回升

核心CPI同比增速连续三个月持平；服务价格同比回升；PPI低于市场预期。

- 9月CPI环比0.2%，从分项看，环比增速较快的包括衣着（0.9%）、教育、文化娱乐（0.8%）和食品烟酒（0.3%），环比负增长的包括其他用品和服务（-0.9%）和交通通信（-0.1%）。
- 9月CPI同比增长1.7%，核心CPI同比增长0.5%，服务价格同比增长0.2%。在9月份1.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.2个百分点，新涨价影响约为0.5个百分点。
- 从环比看，食品价格上涨0.4%，影响CPI上涨约0.09个百分点，从同比看，食品价格上涨7.9%，影响CPI上涨约1.69个百分点。其中猪肉价格9月同比上涨25.5%，环比上涨-1.6%，对通胀的推动下降，不仅是基数效应的影响，也是生猪生产持续恢复，存栏不断改善，储备猪肉投放增多，猪肉供给有所增加的结果。
- **关注需求的持续释放。**9月CPI同比增速虽然略低于市场预期，但从结构来看也有亮点，包括核心通胀增速继续持平和服务价格同比上升，通胀下行主要仍是受到高基数的影响。虽然拖累通胀增速的项目，还包括居住和医疗保健等消费依然疲弱，但结合国情假期消费情况和三季度央行调查问卷反映出的居民消费偏好变化，我们认为四季度居民服务性消费需求有望持续上升。
- 9月PPI环比增长0.1%，其中生产资料环比增长0.2%，生活资料环比增长-0.1%。
- 9月PPI同比增长-2.1%，其中生产资料同比增长-2.8%，生活资料同比增长-0.1%。PPIRM同比增长-2.3%。
- 9月生产资料价格中，采掘业环比0.6%，原材料业环比0.3%，加工业环比0.1%，均较8月出现下行。从调查的40个工业行业大类看，价格上涨的有15个，比上月减少2个；下降的19个，增加1个；持平的6个，增加1个。受国际原油价格变动影响，石油相关行业价格由涨转降。
- **价格表现疲弱不影响生产端继续恢复。**从已发布的工业品价格数据来看，制造业PMI当中主要原材料购进价格9月较8月上升，但出厂价格较8月有所下降，与9月PPI同比增速较8月小幅下行趋势是一致的。我们认为我国生产端的恢复无须担忧，在海外疫情二次上升和国内需求开始恢复的背景下，当前企业订单回升比较明显，补库存的动力较强。预计四季度经济表现可能好于当前市场预期。
- **风险提示：全球秋冬季疫情反复；美国大选期间政策的不确定性。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

CPI

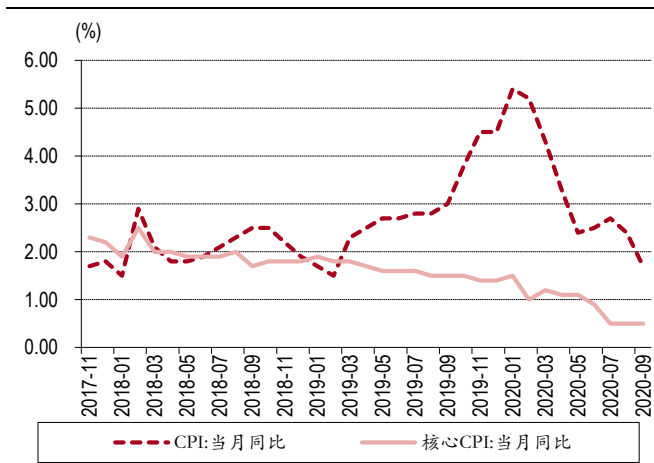
核心通胀继续持平，服务价格同比回升。9月CPI环比0.2%，较8月下降0.2个百分点。从分项看，环比增速较快的包括衣着（0.9%）、教育文化娱乐（0.8%）和食品烟酒（0.3%），环比负增长的包括其他用品和服务（-0.9%）和交通通信（-0.1%），其中衣着和教育文化娱乐的环比增速较8月明显上升，环比增速较8月明显下降的则有其他用品和服务、食品烟酒和交通通信。9月CPI同比增长1.7%，较8月增速下降0.7个百分点，核心CPI同比增长0.5%，较8月继续持平，服务价格同比增长0.2%，较8月上升0.3个百分点，消费品价格同比增长2.6%，较8月同比增速下降1.3个百分点。从分项看，依然是食品烟酒同比增长6.4%最高，交通通信同比增长-3.6%最低，相较8月同比增速下行的项目包括食品烟酒、其他用品和服务、以及居住。在9月份1.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为1.2个百分点，新涨价影响约为0.5个百分点。我们维持此前观点，认为当前CPI同比增速的下行主要受到食品烟酒高基数的影响，核心通胀增速连续三个月持平一定程度上说明需求出现起色，关注服务价格同比增速回升带动消费性服务上行的趋势。

食品继续支撑通胀。从环比看，食品价格上涨0.4%，影响CPI上涨约0.09个百分点，从同比看，食品价格上涨7.9%，影响CPI上涨约1.69个百分点。食品依然是通胀的最大支撑。其中猪肉价格9月同比上涨25.5%，环比上涨-1.6%，对通胀的推动下降，不仅是基数效应的影响，也是生猪生产持续恢复，存栏不断改善，储备猪肉投放增多，猪肉供给有所增加的结果。食品当中除了猪肉，也需要关注由于季节和节日因素叠加的影响，鲜果、鲜菜等产品价格波动加大的情况。

疫情防控常态化，消费需求出现上升。9月核心通胀反映出的需求基本持平。食品中，受季节和节日等因素叠加影响，鲜果价格由跌转涨，受季节因素及部分地区降雨影响，鲜菜价格继续上涨但涨幅回落，猪肉供需改善，价格由涨转跌。非食品中，随着文娱消费逐步恢复，观影人数增加，电影票价格上涨，新学期开学，课外教育及部分民办学校收费有所上涨，教育服务价格上涨，夏秋换季上新，服装价格上涨。

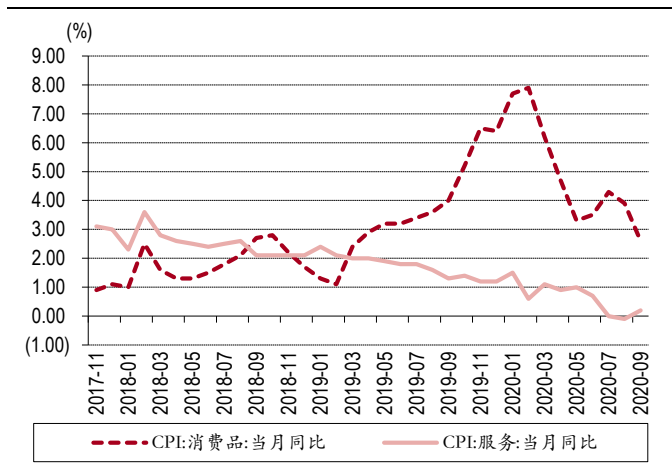
关注需求的持续释放。9月CPI同比增速虽然略低于市场预期，但从结构来看也有亮点，包括核心通胀增速继续持平和服务价格同比上升，通胀下行主要仍是受到高基数的影响。虽然拖累通胀增速的项目，还包括居住和医疗保健等消费依然疲弱，但结合国情假期消费情况和三季度央行调查问卷反映出的居民消费偏好变化，我们认为四季度居民服务性消费需求有望持续上升。

图表 1. CPI 和核心 CPI 同比走势



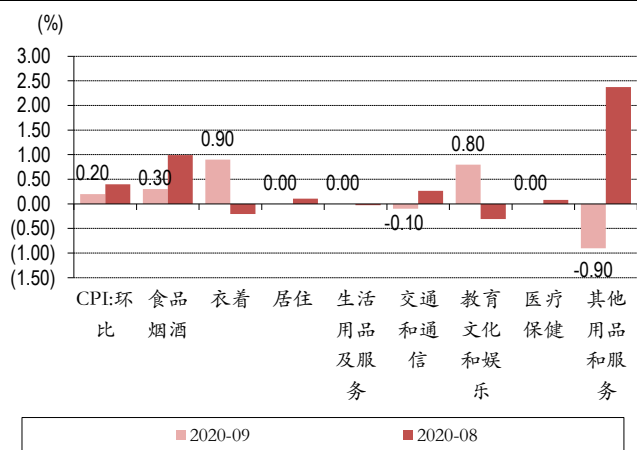
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 消费品和服务 CPI 当月同比



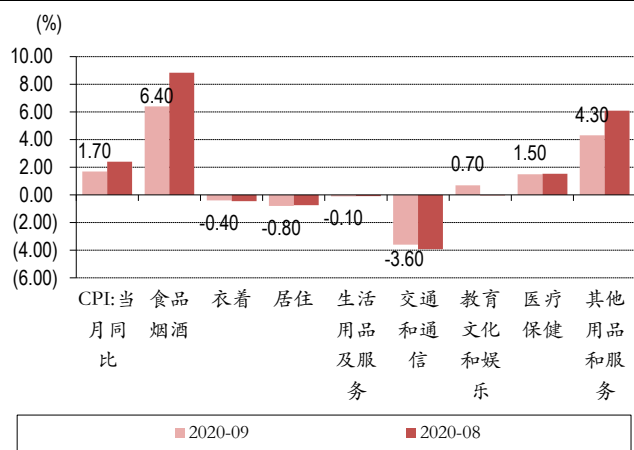
资料来源：万得，中银证券

图表 3. CPI 环比走势



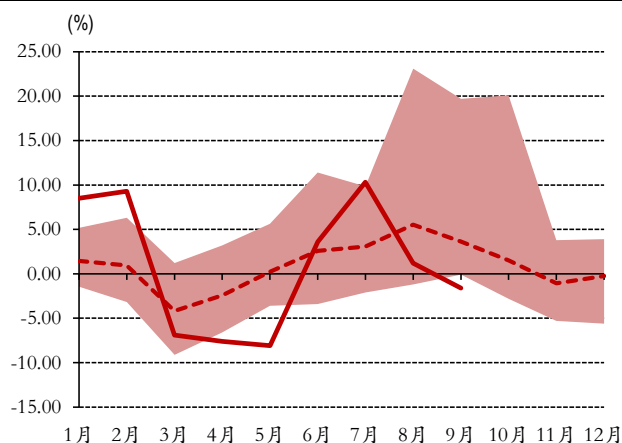
资料来源：万得，中银证券

图表 4. CPI 同比走势



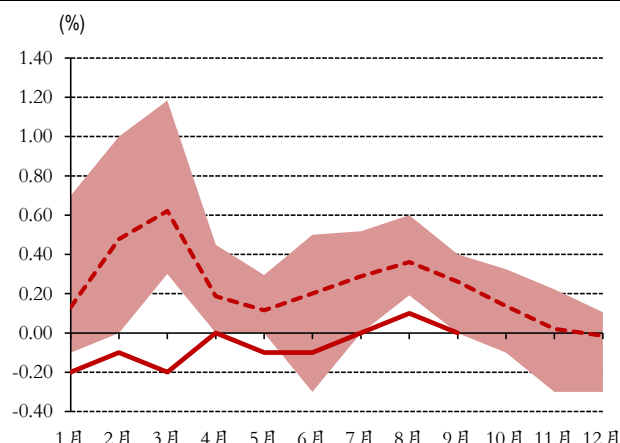
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 猪肉价格环比下行



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 房租价格环比持续走弱



资料来源：万得，中银证券

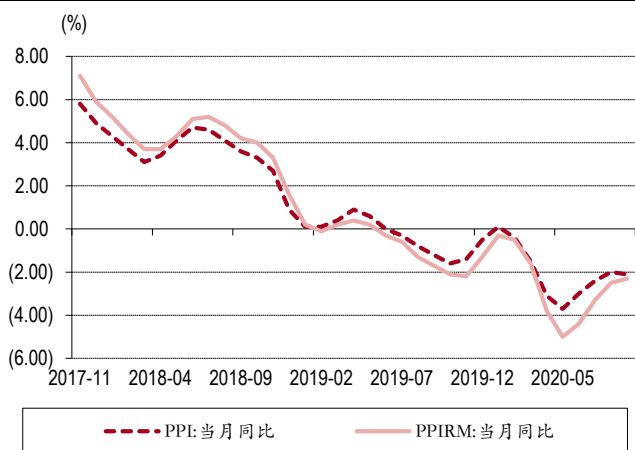
PPI

PPI 环比连续四个月正增长。9月 PPI 环比增长 0.1%，其中生产资料环比增长 0.2%，生活资料环比增长-0.1%。9月 PPI 同比增长-2.1%，较 8 月回落 0.1 个百分点，其中生产资料同比增长-2.8%，较 8 月上升 0.2 个百分点，生活资料同比增长-0.1%，较 8 月下降 0.7 个百分点。PPIRM 同比增长-2.3%，较 8 月上升 0.2 个百分点，从构成来看，上涨的产品包括农副产品、有色金属材料、黑色金属材料，但除此之外，大多数产品价格同比增速较 8 月有所上行。在 9 月份 2.1% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响为 0，新涨价影响约为-2.1 个百分点。

环比涨幅进一步收窄。9 月生产资料价格中，采掘业环比 0.6%，原材料业环比 0.3%，加工业环比 0.1%，均较 8 月出现下行。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 15 个，比上月减少 2 个；下降的 19 个，增加 1 个；持平的 6 个，增加 1 个。受国际原油价格变动影响，石油相关行业价格由涨转降。

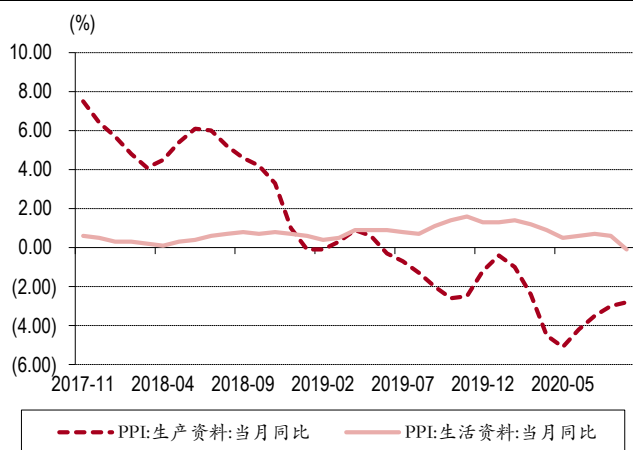
价格表现疲弱不影响生产端继续恢复。从已发布的工业品价格数据来看，制造业 PMI 当中主要原材料购进价格 9 月较 8 月上升，但出厂价格较 8 月有所下降，与 9 月 PPI 同比增速较 8 月小幅下行趋势是一致的。我们认为我国生产端的恢复无须担忧，在海外疫情二次上升和国内需求开始恢复的背景下，当前企业订单回升比较明显，补库存的动力较强。预计四季度经济表现可能好于当前市场预期。

图表 7. PPI 和 PPIRM 当月同比增长



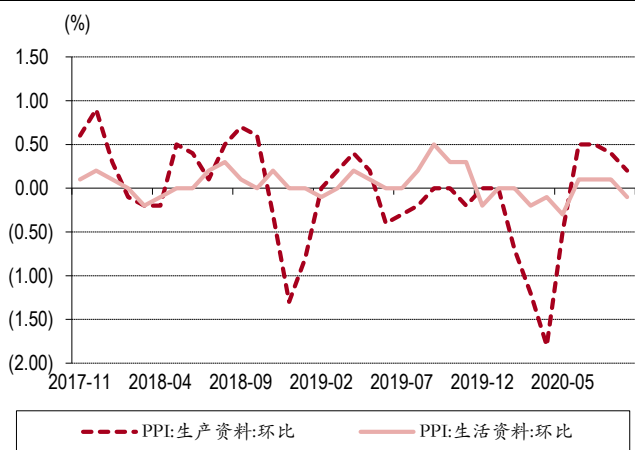
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. PPI 生产资料和生活资料当月同比走势



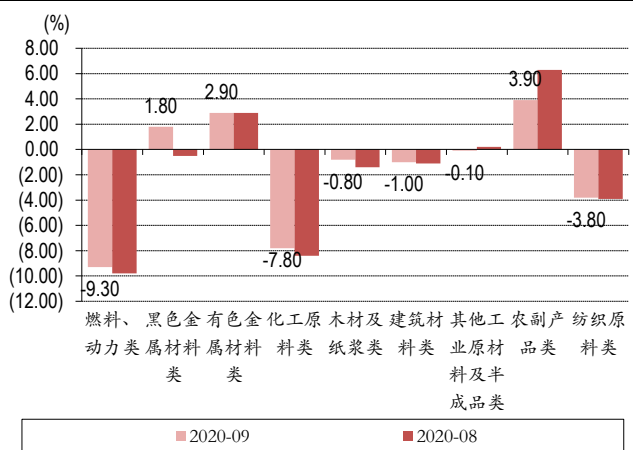
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. PPI 生产资料和生活资料环比走势



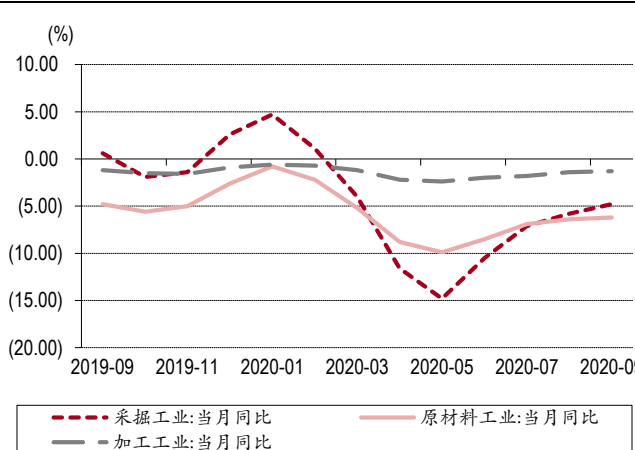
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. PPIRM 构成当月同比



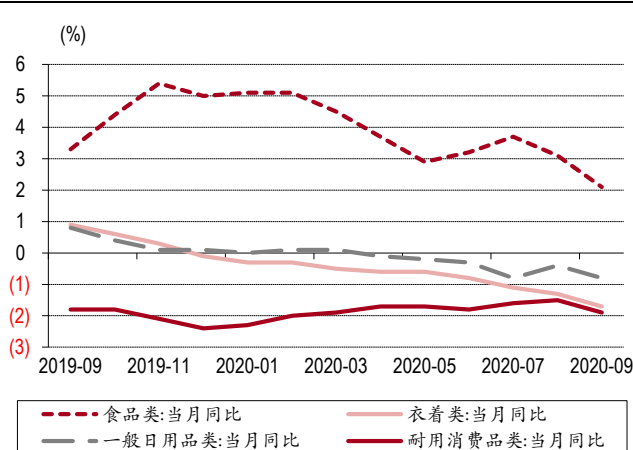
资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 采掘工业产品价格相对较强



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 生活资料价格表现疲弱



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 全球秋冬季疫情反复; 美国大选期间政策的不确定性。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2072

