

## CPI 阶段性破 3，还能更高吗？

数据：9月 CPI 当月同比 3.0%（前值 2.8%），环比 0.9%（前值 0.7%）；

9月 PPI 当月同比 -1.2%（前值 -0.8%），环比 0.1%（前值 -0.1%）。

- **9月 CPI 当月同比升至 3.0%，主要原因在于猪肉价格上涨远超季节性。**9月 CPI 再度上升的核心原因依然是猪肉价格对 CPI 超季节性的贡献，据测算，2011-2018 年，9 月 CPI 猪肉分项环比均值 1.6%，但今年 9 月升至 19.7%，考虑到权重影响，其对 CPI 环比拉动约 0.5 个百分点。但要强调的是，非食品 CPI（1.0%）以及核心 CPI（1.5%）依然位于低位，CPI 并不是全面通胀。从环比来看，食品类中，蔬菜（-2.4%）价格环比下降，猪肉（19.7%）价格环比涨幅收窄，但整体水平仍高，水产品（-0.2%）价格环比下降，蛋类（6.7%）价格继续上涨，水果（-7.6%）价格跌幅收窄；非食品类中，衣着（0.8%）价格由跌转涨，医疗保健（0.1%）价格下降，教育与娱乐（0.1%）价格环比上涨，交通工具用燃料（0.1%）环比上涨。
- **9月 PPI 当月同比跌幅扩大，主要原因有两点：需求下行导致的主要工业品价格下跌以及去年整体基数偏高。**9月全球制造业 PMI 位于收缩区间、我国进出口跌幅扩大表明内外需较弱，从而对价格产生负向影响。从环比来看，煤炭开采和洗选业（-0.2%）跌幅持平前值，石油、煤炭及其他燃料加工业（-1.1%）跌幅扩大，化学原料及化学制品制造业（0.2%）价格上涨，非金属矿物制品业（0.2%）价格上涨，黑色金属冶炼及压延加工业（-1.3%）跌幅扩大，有色金属冶炼及压延加工业（1.1%）价格涨幅扩大。
- **展望 10 月，CPI 当月同比 3.0% 高位震荡，PPI 当月同比跌幅继续扩大。**从 CPI 分项来看，10 月以来猪肉价格平均批发价已涨至 41 元/公斤，对 CPI 形成较大正向贡献，而蔬菜、水果价格均值下跌，同时考虑到基数效应的综合影响，预计 CPI 环比依然为正，当月同比 3.0% 高位震荡。从 PPI 分项来看，10 月以来钢铁、水泥价格有所上涨，但原油、有色价格下跌，考虑到工业品价格变化对于 PPI 的影响具有滞后效应，预计 PPI 环比为正，但 PPI 去年同期基数较高，因此当月同比跌幅可能继续扩大。
- **9月 CPI 升破 3%，未来还能更高吗？我们认为 10 月以后，CPI 还有可能更高，届时 PPI 跌幅将逐步收窄，四季度价格水平将会上扬拉动名义 GDP 同比。**首先猪肉价格仍持续上涨，生猪养殖周期决定供给无法快速上升，供应偏紧使得猪肉价格继续维持高位。其次，PPI 方面，原油以及有色等国际大宗商品价格将处于区间震荡，但随着国内基建和建安投资的支撑，钢铁、水泥等工业品价格可能改善，从而对 PPI 形成短周期下的拉动。再次，11、12 月份 CPI、PPI 基数偏低，也将对同比形成支撑。因此四季度一个可能的情景是 10 月份将是阶段性的低点，随后整体物价水平边际改善将会对名义 GDP 形成支撑，至于实际需求的改善，取决于政策落实的力度，有待进一步观察。但对于明年下半年甚至更长期而言，我们认为 CPI 破 3 仍只是阶段性的，需求疲软导致核心 CPI 和非食品 CPI 依然处于低位，且 PPI 也将因内外部需求回落而继续下行，难以出现需求端推升的全面通胀。首先，随着猪肉养殖周期的推进（一般为 7-10 个月），明年 2 季度猪肉供给增多将显著拖累 CPI。其次，影响 CPI 升至 3.0% 的主要因素是猪肉供给端收缩，CPI 已无法全面有效地反映物价和需求。此时，核心 CPI 和 PPI 往往更反映真实需求情况，PPI 以及核心 CPI 未来半年可能会边际改善，但经济下行、需求低迷依然是长期增长的主旋律，所以往后看需求不振仍将导致价格下行。此外，我们认为在结构性通胀的行情下，工业企业实际利率成本仍被动抬升，需要降息予以应对。

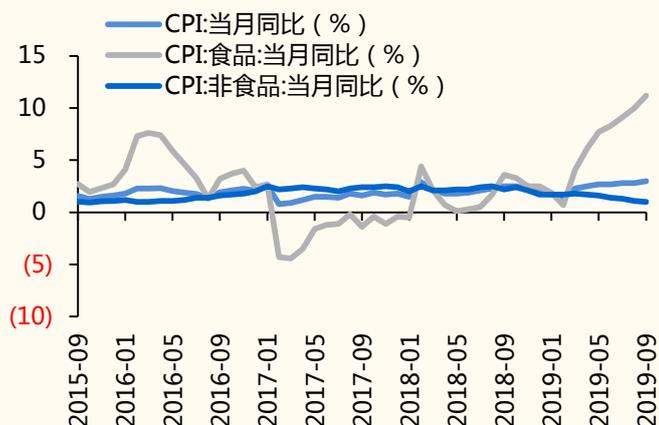
**风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

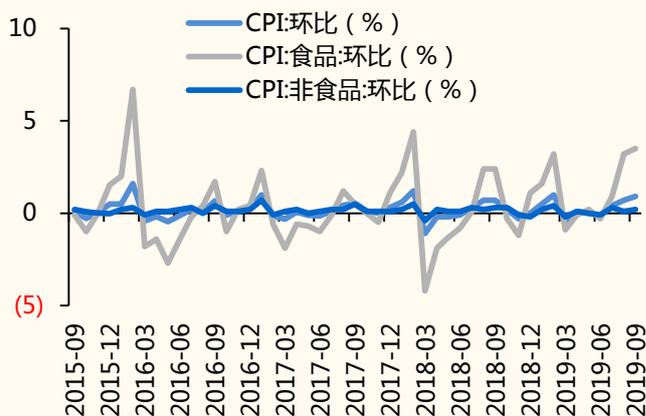
高翔 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1: CPI 当月同比上升



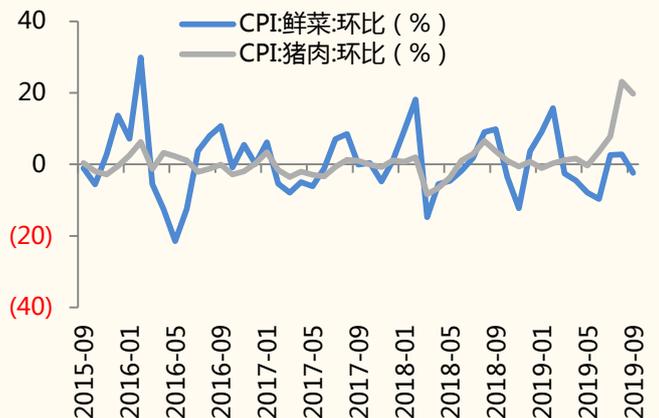
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 2: CPI 环比上升



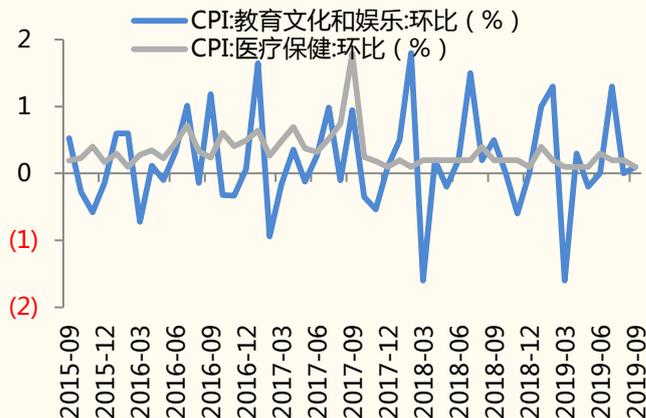
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 3: 猪肉价格上升, 蔬菜价格下降



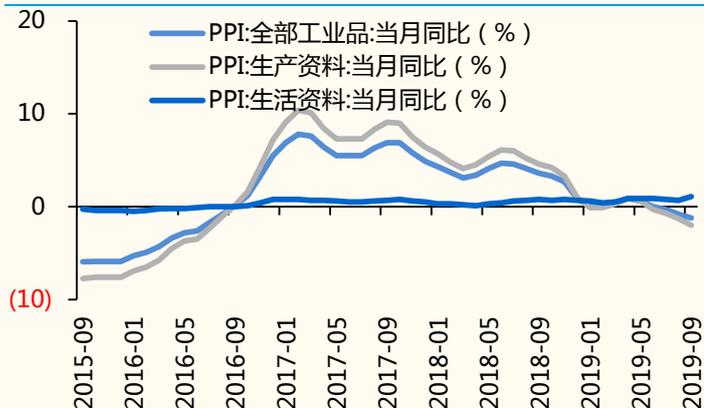
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 4: 文教娱乐环比上升



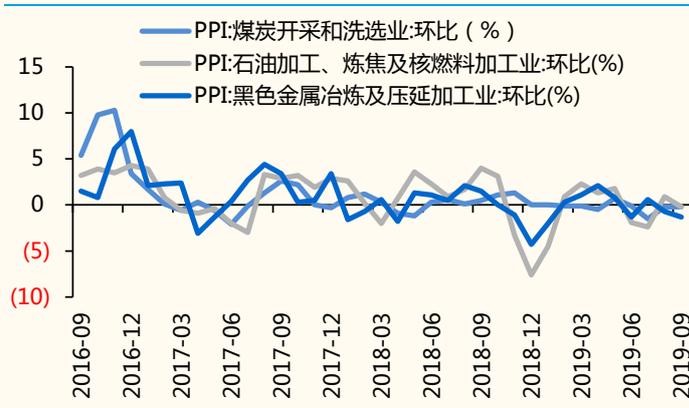
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 5: PPI 当月同比跌幅扩大



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 6: 黑色系价格下跌



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

**风险提示：**

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；如果美联储加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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，而不应当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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**  
电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**  
电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**  
电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH

**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\\_9631](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9631)

