



9月价格数据点评

分化的价格与持稳的央行

9月CPI同比增长3.0%，PPI同比下降1.2%。CPI与PPI分化趋势延续。关注后续CPI向PPI传导的可能。央行政策目前维持定力，对货币政策宽松不宜预期过高。

- 9月CPI同比上涨3.0%，核心CPI上涨1.5%。食品价格继续推动CPI加速上行。9月PPI同比下跌1.2%，环比上涨0.1%。CPI与PPI分化格局延续，需关注后续CPI向PPI传导的可能性。
- 9月6日央行全面降准后并未下调MLF利率，央行依然在逆周期调节，稳定杠杆率和结构调整之间相机抉择。后续货币政策不会收紧，但宽松程度可能低于市场预期。

相关研究报告

《流动性跟踪》 20191014

《大类资产配置周报(2019.10.13)》 20191013

《策略周报》 20191013

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

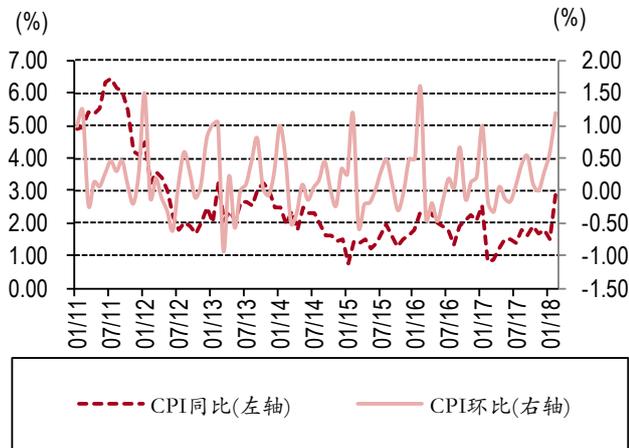
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

9月CPI与PPI走势分化加剧

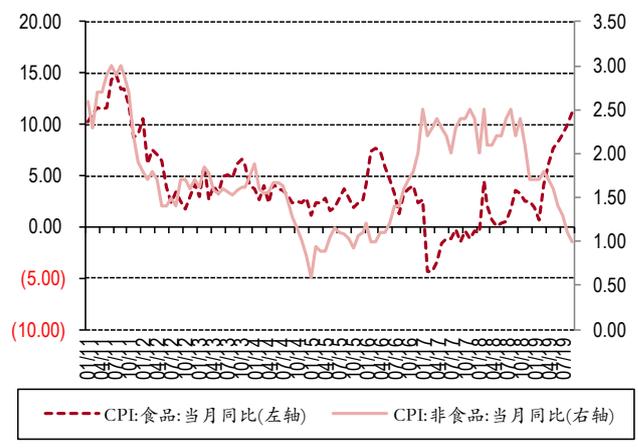
2019年9月，CPI同比上涨3.0%，涨幅较上月扩大0.2个百分点，自2013年12月以来再度触及3%的政策目标；9月CPI环比上涨0.9%，环比涨幅较上月扩大0.2个百分点。从分项看，食品价格继续推动CPI上行。9月食品价格同比上涨11.2%，涨幅较上月扩大1.2个百分点，呈加速上行趋势；非食品价格同比上涨1.0%，涨幅较上月收窄0.1个百分点。食品中，9月猪肉价格同比上涨69.3%，影响CPI上涨约1.65个百分点。

图表 1.9月CPI触及3%的政策目标



资料来源：万得，中银国际证券

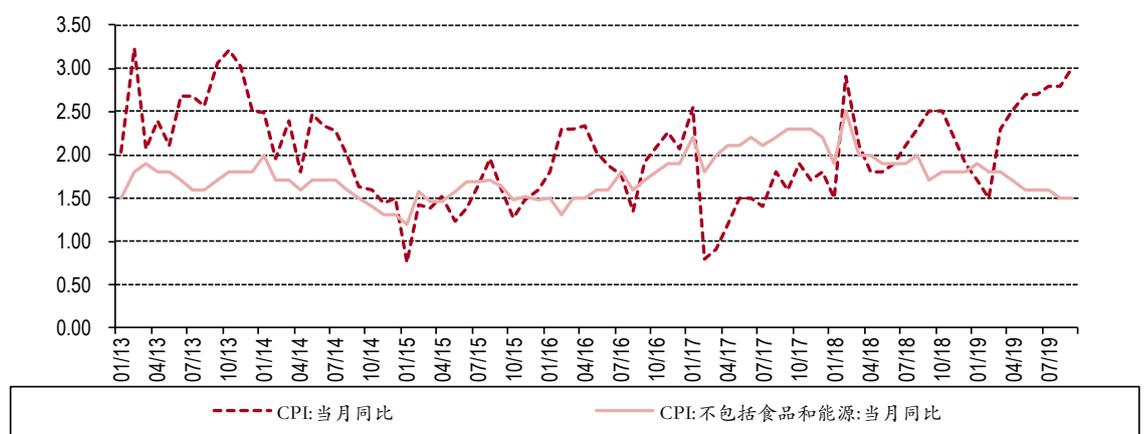
图表 2.9月食品价格同比涨加速上行



资料来源：万得，中银国际证券

在CPI维持高位的同时，9月核心CPI维持弱势，同比上涨1.5%，涨幅与上月持平，继续凸显需求的弱势。9月猪肉价格影响CPI上涨约1.65个百分点，而8月CPI同比2.8%的涨幅中，猪肉价格影响CPI上涨1.08个百分点，可以看到，剔除猪肉后，9月其他因素对CPI上涨的影响其实较8月有所减弱。

图表 3.9月核心CPI维持弱势

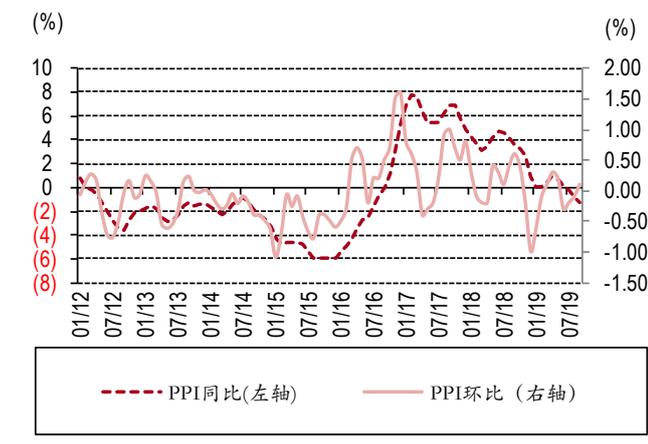


资料来源：万得，中银国际证券

2019年9月，PPI同比下降1.2%，PPIRM同比下降1.7%，降幅均较上月扩大0.4个百分点；9月PPI环比上涨0.1%，PPIRM环比上涨0.2%。

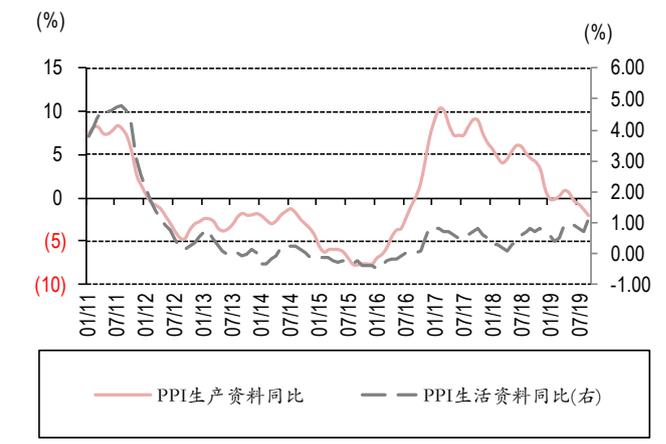
PPI中，生活资料涨幅继续强于生产资料。生产资料价格同比下降2.0%，降幅较上月扩大0.7个百分点；环比持平，环比降幅收窄0.2个百分点。生活资料价格同比上涨1.1%，涨幅较上月扩大0.4个百分点；环比上涨0.5%，环比涨幅扩大0.3个百分点。

图表 4.9 月 PPI 继续走低



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. PPI 生活资料强于生产资料



资料来源：万得，中银国际证券

综合看，此前我们指出的 CPI 与 PPI 的分化、CPI 和核心 CPI 的分化在 9 月延续，成本端的食品价格上涨与需求端的弱势并存的局面在 9 月进一步加剧。我们维持此前的观点，猪肉的供求缺口短期难有好转，并将继续推动 CPI 上行，上调全年 CPI 同比至 2.7%。

与此同时，我们注意到，9 月 PPI 环比有所回升。随着地方债券发行完毕，四季度基建投资有望加速，进而对 PPI 形成一定程度的拉动。在基数影响下，10 月 PPI 同比仍会下探，同时也已达到底部，11 月起，PPI 同比以回升为主，我们预计全年 PPI 涨幅在 0 左右。

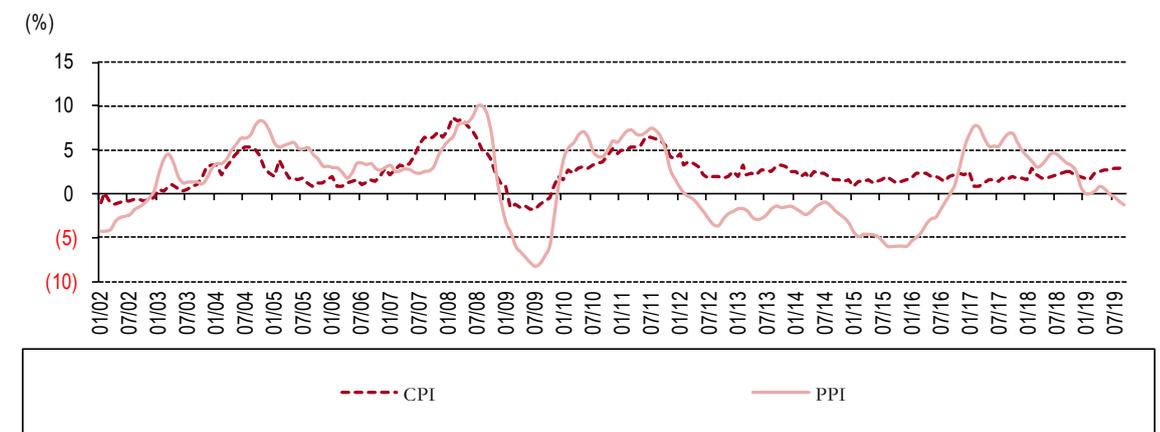
关注 CPI 向 PPI 可能的传导

从目前看，CPI 与 PPI 的分化仍将持续，但我们强调，同时也应关注 CPI 上涨向 PPI 可能的传导。

从历史数据看，CPI 与 PPI 的走势相关，但领先关系并不固定，二者之间存在相互传导。在当前食品价格加速上涨的背景下，需关注 CPI 上涨—生活成本上升—工资上行—PPI 上行这一链条的可能性。历史上，2006—2008 年，出现过 PPI 跟随 CPI 上行的情况。

此外，随着美欧经济数据继续走弱，全球宽松趋势愈来愈明显，流动性宽松有可能进一步推动商品价格的上涨，进而助推国内 PPI。

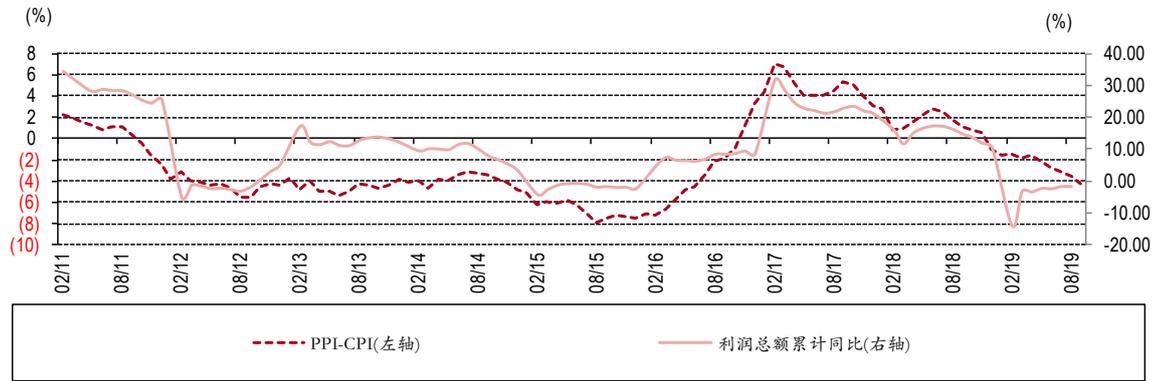
图表 6. CPI 与 PPI 存在相互传导



资料来源：万得，中银国际证券

9月，PPI与CPI的剪刀差为4.2个百分点，已经是2016年7月以来新低。如果上述判断成立，那么，PPI与CPI的剪刀差则在2020年有望逐步收窄，进而对企业盈利构成正面影响。

图表 7. PPI-CPI 剪刀差收窄有助于企业盈利回升



资料来源：万得，中银国际证券

政策维持定力

如我们此前所指出的，CPI与PPI走势的分化使得货币政策的选择较为微妙。一方面，CPI的上行给货币政策造成了制约；另一方面，工业品价格的低迷（需求的低迷）造成了企业盈利面临压力，需要货币政策维持宽松。而作为总需求调控政策，货币政策本身也很难对食品推动的通胀产生效果。

从央行的政策操作看，在9月6日降准之后，并未如市场所预期的下调MLF利率。9月24日，易纲行长指出，中国货币政策取向要保持定力。既要加强逆周期调节，也要注意保持杠杆率的稳定；同时，要加大结构调整的力度，下大力气疏通货币政策的传导机制，以改革的方式降低企业的融资成本，推动经济高质量发展。我们认为，这表明央行总体保持定力，在逆周期调节、稳定杠杆率和结构调整等长短期目标之间相机抉择，保留货币政策的操作空间。

尽管短期内，PPI的低迷要求货币政策维持宽松以降低实体经济面对的实际利率，但一方面，触及政策目标的CPI对货币政策构成制约，另一方面，PPI后续如以逐步回升为主，则央行也有了更多的选择余地。短期内货币政策虽然总体上不会收紧，但其宽松程度很可能低于市场预期。

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：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 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_9635

