

谨防“通缩”惯性——9月物价点评

报告日期: 2022-10-15

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_CPI-PPI 见底回升,如何配置资产?——通胀系列之一》2021-12-09
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_价格传导加强,困境反转来了?》2022-02-16
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_猪价周期反转将至,三季度 CPI 同比可能破 3%—4 月物价点评》2022-05-11
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_关注 CPI 涨价,更需关注 PPI 下行非坦途—5 月物价点评》2022-06-12
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如果 CPI 连续破 3%,货币政策还会淡定吗?——兼评 6 月物价和央行“地量”逆回购》2022-07-09
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_四问利润传导,这次不一样?》2022-08-04
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI 何时破 3%,CPI-PPI 上行利好哪些行业?——7 月物价点评》2022-08-10
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_结构性通胀和通缩的“双线”投资逻辑——8 月物价点评》2022-09-12

主要观点:

●事件: 9 月 CPI 同比上涨 2.8%, 预期 3.0%, 前值 2.5%; PPI 同比上涨 0.9%, 预期 1.1%, 前值 2.3%。

●一、CPI 数据显示消费偏弱, 存在一定的通缩特征, 反映在 CPI 同比不及预期、核心 CPI 不升反降、服务价格偏弱等方面。食品项环比涨幅扩大, 主因蔬菜、猪价提振, 后续菜价有望稳定, 猪价仍趋上涨; 非食品项受交通燃料降幅收窄, 衣着、教育服务价格上涨等影响, 环比降幅缩窄。不过, 房租、教育医疗服务弱于季节性, 指向消费就业仍承压。旅游价格环比下降, 同比上升, 结合国庆旅游消费数据预计 10 月旅游价格可能承压。

CPI 数据显示消费偏弱, 存在一定的通缩特征, 反映在: 1) 9 月 CPI 同比增长 2.8%, 不及市场预期的 3%; 2) 不包括食品和能源的核心 CPI 同比不升反降, 同比增速缩窄 0.2 个百分点至 0.6%, 环比持平前值的 0%。3) 受疫情等因素影响, 服务价格偏弱, 即 9 月 CPI 服务同比较前值下降 0.2 个百分点至 0.5%, 环比较前值下降 0.1 个百分点至 -0.1%。

分项看:

1、食品项: 食品环比涨幅扩大, 不利天气导致鲜菜产量下降、价格上升, 供给偏紧叠加需求回暖推动猪价继续上行; 后续菜价有望稳定, 猪价仍趋上涨。

食品项环比涨幅扩大 1.4 个百分点至 1.9%, 其中涨幅较前月扩大的有鲜菜、猪肉、蛋类、鲜果。

蔬菜方面, 受北部天气转冷, 长江流域干旱等影响, 产量下降, 价格上涨, 9 月 CPI 鲜菜环比涨幅扩大 4.8 个百分点至 6.8%。农业农村部表示 10 月气象条件总体有利, 生产基础较好, 秋季蔬菜进入上市旺季, 价格将保持平稳运行, 截至 10 月 13 日的 28 种重点监测蔬菜平均批发价环比下降 4.7%。

猪肉方面, 受供给偏紧、中秋十一双节提振需求, 加之养殖户压栏惜售等影响, 猪价继续上涨, 9 月 CPI 猪肉环比涨幅扩大 5 个百分点至 5.4%。往后看, 一方面, 领先 10 个月的能繁母猪存栏同比继续低位运行, 供应持续偏紧; 另一方面, 天气转凉后猪肉需求提升, 部分养殖户仍存在较多压栏增重现象, 猪价仍趋上涨。9 月已投放政府猪肉储备 20 万吨, 发改委表示近日国家将投放今年第五批中央猪肉储备, 可能一定程度上平抑涨幅。总体看, 预计猪肉仍将震荡上涨。截至 10 月 7 日, 22 个省市生猪平均价环比上涨 11% 至 26.07 元/千克。

2、非食品项: 在衣着上市涨价、交通工具燃料降幅收窄、教育服务价格上涨的支撑下, 9 月非食品环比降幅缩窄。不过, 房租、教育医疗服务弱于季节性, 指向消费就业仍承压。比较反常的是, 旅游价格环比下降, 但好于季节性。结合国庆旅游消费数据预计 10 月旅游价格可能承压。

9 月 CPI 非食品项同比涨幅缩窄 0.2 个百分点至 1.5%, 环比降幅收窄 0.3 个百分点至 0%。分项看, 环比降幅收窄主要源于交通工具燃料价格虽继续下降, 但环比降幅较上月缩窄。

1) 与上月相比, 环比涨幅较前月改善的行业是衣着 (受换季上市提振, 服装和鞋类涨价)、交通工具燃料 (环比降幅缩窄 3.5 个百分点至 -1.2%)、教育服务等。涨幅较前月下降的行业有房租 (就业压力仍大)、旅游 (受暑期结束和疫情反复等影响, 旅游价格环比降幅扩大)。

2) 与环比的季节性规律 (指 2016-2019 年同期均值) 相比, 明显低于季节性的分项是房租、居住水电燃料、交通工具燃料、教育服务、医疗服务, 反映消费、就业偏弱, 油价下降的影响。比较反常的是, 9 月旅游价格环比不及 8 月, 但比季节性好 1 个百分点, 可能的原因是疫情之后旅游波动变小, 因此暑期结束, 9 月回落幅度弱于季节性; 需要注意的是, 国庆期间旅游人次恢复至 2019 年同期的 6 成, 但收入恢复至 4 成, 即旅游人次高、收入少, 10 月旅游 CPI 同比可能承压。

3、核心 CPI: 同比涨幅回落, 环比涨幅持平前值的 0%, 可能与疫情对服务业、中小微企业的压制有关。

9 月剔除食品和能源的核心 CPI 同比较前值回落 0.2 个百分点至 0.6%, 环比 0%, 核心通胀承压。结合 CPI 服务环比下降, 服务业 PMI 回落 3 个百分点至 48.9%、中国企业经营状况指数 (BCI) 环比下降 1.1 个百分点至 45% 来看, 疫情对服务业、中小微企业的压制也制约了核心 CPI 的增长。

●二、PPI 同比延续下行。受海外加息、衰退预期、需求下降、国内地产偏弱等影响, 石化、黑色、国际铜价等环比仍下降; 但国内基建对金属、水泥等形成支撑, 黑色、国内有色、非金属矿降幅收窄。多个复合指标显示, 价格传导更趋畅通。

PPI 同比延续回落, 9 月 PPI 同比涨幅缩窄 1.4 个百分点至 0.9%, 环比降幅缩窄 1.1 个百分点至 -0.1%。

1、多重复合指标显示, 价格延续传导。

1) CPI-PPI 同比剪刀差连续 11 个月上行, 9 月较前值大幅提升 1.7 个百分点至 1.9%; PPI 生产资料-生活资料同比增速差缩窄 2.0 个百分点至 -1.2%; PPI-PPIRM 同比负缺口继续缩窄 0.2 个百分点至 -1.7%; 同时, 上游的采掘工业、

原材料工业、加工工业同比涨幅缩窄，但下游的食品、衣着、一般日用品和耐用消费品同比涨幅较前值不变或上升。以上指标均反映了若以同比为衡量基准，下游涨价快于上游，价格延续传导。

2) 根据我们测算的价格传导指数 (CTIC 指数) 来看，中下游行业价格传导能力持续提升。截至 8 月，较为典型的有交通运输设备、电气机械、仪器仪表、金属制品、农副食品加工业、纺织业、皮革制品、木材、家具、印刷、文娱制品、医药制品等行业。持续提示上游成本下降，带来的中下游盈利改善机会。

2、40 个工业行业看：美联储鹰派加息加大衰退风险、需求下降、国内地产低迷等总体对工业品价格形成抑制，石化、黑色等产业链环比仍下降，但国内基建开工、施工需求对金属、水泥等形成支撑。总体看，黑色、国内有色、非金属矿降幅收窄；动力煤供需偏紧，价格环比上涨。

1) 能源方面，国际油价继续下跌，PPI 石化产业链环比下降，但降幅收窄；煤炭价格环比涨幅扩大，动力煤上涨，焦煤下跌。

美联储鹰派加息导致市场对未来衰退预期增加，需求下降拖累国际油价继续下跌，布伦特原油期货价格 9 月环比下降 7.3%，WTI 原油期货环比下降 8.2%，对应 PPI 石油和天然气开采业、石油加工、化学制品、化学纤维等行业价格环比继续下降，但总体降幅收窄。

煤炭价格由负转正。动力煤方面，受供给偏紧，需求稳定等影响环比上涨 16.3%，四季度旺季到来叠加欧洲能源危机发酵，价格有望继续上涨；焦煤受下游钢铁拖累，价格环比下降 4.7%。总体看，PPI 煤炭开采和洗选业环比涨幅扩大 4.8 个百分点至 0.5%。

2) 金属方面，地产拖累钢铁需求，美联储加息和全球衰退风险抑制铜价，但国内基建开工、施工需求对金属、水泥等形成支撑。总体看，黑色链价格继续下降，但降幅收窄；国际铜价下跌，但国内有色链价格环比基本转正；基建需求支撑非金属矿价格。

黑色方面，地产景气度持续低迷，对螺纹钢需求拖累较大；基建开工、施工有所好转，但用钢需求占比较低，难以对冲地产拖累。黑色产业链价格偏弱，9 月螺纹钢月均期货价环比下降 7.8%，PPI 黑色金属矿采选业环比降幅收窄 3.8 个百分点至 -3%，黑色金属冶炼及压延加工业降幅收窄 2.4 个百分点至 -1.7%。

有色方面，美联储鹰派加息加大衰退风险，国际铜价回落；国内稳增长扩投资政策生效维持需求韧性，同时库存低位、供给偏紧，对铜价形成一定支撑。LME3 个月铜月均期货价环比下跌 4%，国内 PPI 有色金属矿采选业环比由负转正至 0.4%，有色金属冶炼及压延加工业环比降幅收窄 1.9 个百分点至 -0.1%。

非金属矿方面，受基建开工、施工拉动，9 月水泥价格上行，带动 PPI 非金属矿物制品业环比降幅收窄 0.6 个百分点至 -0.4%。

● **三、后续通胀预测：CPI 高点已现，PPI 进入通缩。从全球来看，美国通胀依然坚挺，国内通胀从结构上看已显疲弱，这一分化年内将持续存在。投资上，推荐猪价上涨的结构性行情，以及上游成本回落利好的部分中游设备制造业。**

1、CPI 预测

高频数据看，截至 10 月 13 日食品价格较上月总体下降，特别是蔬菜水果降幅较大，猪肉价格环比继续上涨 3%；疫情等因素可能继续压制消费恢复，非食品暂按略低于季节性假设，初步预测 10 月 CPI 同比将下行至 2.1% 左右。再往后，虽然猪价仍趋上行，油价高位震荡，但疫情、消费等压制下，核心通胀承压，非食品通胀表现可能不及季节性，因此年内高点应已经出现，四季度 CPI 同比预计先下后上，整体在 1.5%-2.5% 之间波动，全年累计同比在 2.0% 左右。

2、PPI 预测

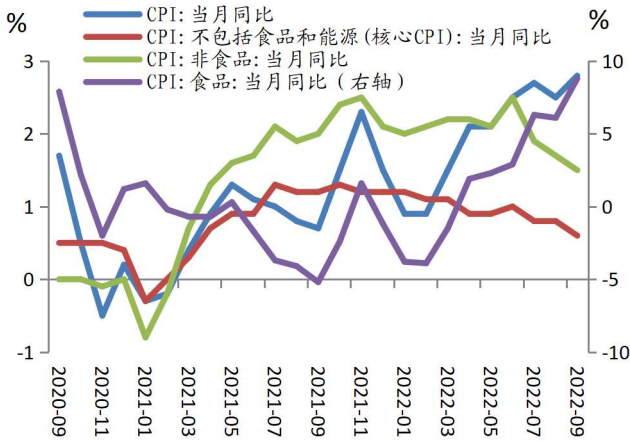
高频数据看，10 月上旬大宗商品价格涨跌互现，截至 10 月 14 日的南华工业品指数环比上涨 2.1%，CRB 工业原料现货指数环比下降 2.5%，以此推断 10 月 PPI 环比可能在零附近波动，初步判断 PPI 同比可能继续下行至 -1.5% 左右。往后看，受高基数影响，四季度 PPI 同比可能整体处于通缩区间。不过，当前国际油价仍高位震荡，因此 PPI 通缩幅度预计不大，全年同比预计在 4% 左右。

总体看，猪价上行幅度连续 3 个月维持稳定，俄乌冲突持续发酵、OPEC+ 大幅减产，国际油价高位震荡，但随着海外持续加息、全球需求回落，输入性通胀对 PPI 的影响逐渐钝化。在结构性通胀、输入性通胀等因素之外，9 月数据突出反映的是全球衰退预期升温，国内消费、地产偏弱对物价的拖累，即存在一定的通缩特征，例如核心 CPI 不升反降、服务价格偏弱，PPI 石化、黑色等环比仍下降。需要关注的是，当欧美衰退真正到来，国内消费、地产没有明显改善，这种核心 CPI 和 PPI 的通缩趋势是否会形成惯性。从全球来看，美国通胀依然坚挺，国内通胀从结构上看已显疲弱，我们判断这一分化年内将持续存在。投资方面维持此前观点，即持续看好猪价上涨的结构性行情，但后续猪价涨幅总体可能受限。对于 PPI 通缩，我们推荐上游成本下行，CPI-PPI 上行带来的中下游盈利改善机会，以及上游成本回落利好的部分中游设备制造业。

● 风险提示

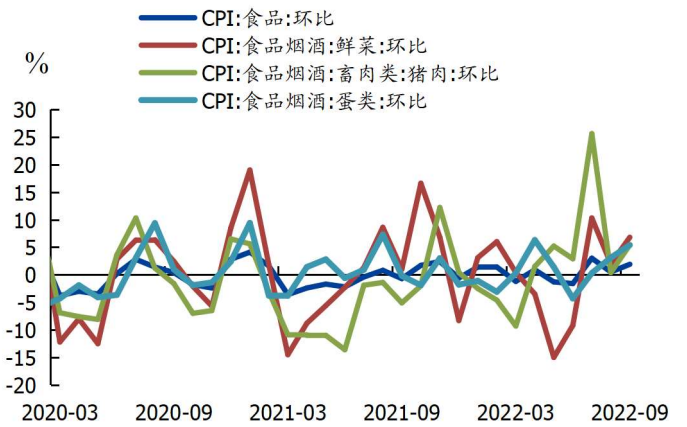
俄乌冲突超预期恶化，国内经济超预期下行。

图表 1 核心 CPI 和非食品 CPI 同比下行



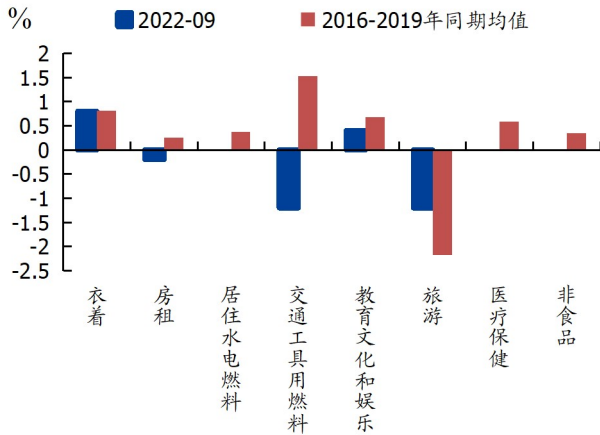
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 9 月食品价格环比上涨



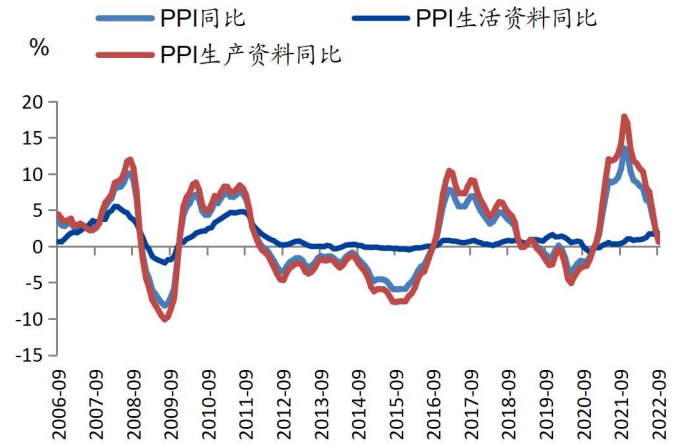
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 9 月 CPI 非食品环比较季节性表现



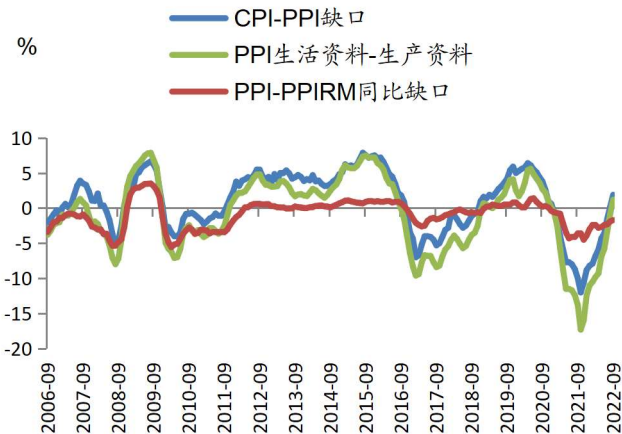
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 PPI 同比延续下行



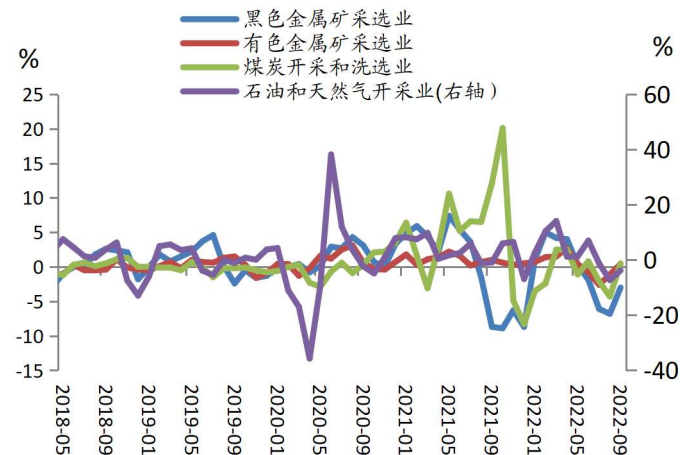
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 PPI 上下游传导更趋通畅



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 PPI 重点工业品分项环比降幅收窄



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 截至 2022 年 8 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数

各行业k值较自身历史分位数（2003年以来）		2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08
上游	煤炭开采和洗选产品	68.60%	65.80%	73.20%	74.60%	72.20%	70.60%	73.30%	76.70%
	石油和天然气开采产品	71.30%	74.40%	81.40%	81.90%	84.10%	87.20%	88.50%	92.40%
	黑色金属矿采选产品	8.00%	7.90%	7.80%	12.30%	1.50%	1.40%	94.10%	88.40%
	有色金属矿采选产品	50.00%	52.30%	54.60%	55.30%	54.50%	44.70%	42.60%	42.00%
	非金属矿采选产品	46.00%	46.30%	45.20%	43.30%	46.10%	48.00%	57.60%	67.00%
	石油、煤炭及其他燃料加工业	64.70%	56.70%	53.40%	70.80%	60.20%	51.40%	53.80%	48.50%
	化学原料及化学制品制造业	61.20%	53.90%	28.10%	21.50%	24.20%	25.30%	22.00%	7.20%
	化学纤维制品	12.90%	9.50%	4.60%	4.60%	10.60%	11.90%	11.70%	8.60%
	非金属矿物制品业	61.70%	60.60%	57.70%	48.40%	44.00%	34.80%	36.40%	35.40%
	黑色金属冶炼及压延加工业	53.20%	44.40%	29.60%	24.60%	15.10%	5.90%	95.50%	91.30%
	有色金属冶炼及压延加工业	48.30%	49.20%	40.60%	24.60%	16.60%	14.90%	10.20%	4.30%
	废弃资源和废旧材料回收加工业	51.90%	51.60%	51.40%	50.20%	48.00%	47.30%	0.40%	95.30%
	电力、热力生产和供应	66.90%	72.70%	69.30%	70.80%	81.60%	84.20%	86.40%	93.60%
	燃气生产和供应	64.70%	64.00%	73.20%	78.90%	79.40%	77.80%	80.50%	82.20%
中游	水的生产和供应	35.60%	33.70%	35.30%	35.60%	35.00%	32.70%	34.70%	38.80%
	金属制品	91.30%	90.00%	91.80%	92.20%	94.80%	95.70%	3.30%	16.00%
	通用设备制造业	72.90%	72.30%	70.90%	67.20%	81.70%	83.40%	96.00%	11.60%
	专用设备制造业	79.50%	75.60%	78.20%	80.00%	82.50%	88.10%	96.00%	13.90%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	78.20%	84.40%	88.30%	89.20%	94.80%	96.10%	97.40%	98.70%
	电气机械及器材制造业	72.60%	74.00%	76.20%	76.80%	79.00%	80.40%	86.80%	97.80%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	25.20%	25.90%	23.70%	21.80%	23.50%	25.10%	20.30%	5.00%
	仪器仪表	75.60%	74.40%	68.10%	75.10%	82.90%	88.00%	90.20%	94.00%
	其他制造产品	41.20%	43.90%	49.00%	46.80%	50.40%	57.30%	61.70%	88.70%
下游	金属制品、机械和设备修理服务	33.60%	30.80%	32.20%	29.60%	66.60%	77.90%	91.40%	95.30%
	农副食品加工业	14.50%	12.60%	21.80%	40.00%	45.40%	53.70%	57.30%	60.80%
	食品制造业	88.70%	93.60%	87.50%	61.50%	56.00%	50.70%	45.50%	43.40%
	酒、饮料和精制茶制造业	17.70%	14.20%	20.30%	24.60%	24.20%	23.80%	17.60%	39.10%
	烟草制品	66.10%	66.60%	67.10%	67.60%	65.10%	61.10%	64.70%	71.00%
	纺织业	69.10%	70.50%	76.70%	76.30%	71.30%	68.00%	70.70%	72.50%
	纺织服装服饰	27.40%	26.90%	20.30%	23.00%	36.30%	70.10%	76.40%	89.80%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	41.90%	41.20%	35.90%	26.10%	31.80%	47.70%	50.00%	68.10%
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	58.00%	57.10%	64.00%	64.60%	66.60%	64.10%	63.20%	78.20%
	家具	48.30%	52.30%	50.00%	50.70%	72.70%	82.00%	83.80%	86.90%
	造纸和纸制品	17.70%	9.50%	7.80%	9.20%	7.50%	8.90%	14.70%	20.20%
	印刷和记录媒介复制业	77.40%	79.30%	82.80%	81.50%	66.60%	79.10%	79.40%	86.90%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	72.50%	77.70%	87.50%	86.10%	87.80%	92.50%	92.60%	95.60%
	医药制品	40.30%	46.00%	46.80%	46.10%	45.40%	49.20%	50.00%	49.20%
	橡胶和塑料制品业	38.70%	38.00%	34.30%	29.20%	28.70%	25.30%	20.50%	11.50%
	汽车制造	50.00%	57.10%	62.50%	63.00%	63.60%	58.20%	70.50%	33.30%

资料来源：wind，华安证券研究所测算

图表 8 CPI 和 PPI 预测

图表 9 CPI-PPI 预测

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_47243

