

宏观点评

结构性通胀压力暂缓

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

2022年9月CPI同比2.8%，PPI同比为0.9%。

平安观点：

9月CPI同比增速上行，但读数低于市场预期。1）CPI低于预期。核心原因在于：受地产低迷拖累房租、线下服务（尤其是教育服务）需求偏弱、消费品成本压力减缓后“以价换量”三重因素。**2）能源价格下行。**受国际原油价格下跌、国内成品油价格调整的带动。**3）食品价格表现偏强。**猪肉、鸡蛋、鲜菜、粮油等多个分项环比涨幅强于季节性。其中，猪价上涨受供给收缩、需求增加的共同影响；鲜菜价格中枢因前期高温、多雨异常天气的扰动，超季节性抬升；鸡蛋、粮食、食用油等分项价格受中秋节日、国庆临近，消费需求增加的影响。

9月PPI同比增速虽较快回落，但主因基数拖累，环比跌幅反而有所收窄。其中，生产资料价格环比跌幅收窄、同比继续下行；但生活资料环比增速由负转正，同比增速也有抬升。**分行业看，9月PPI环比跌幅收窄的原因有三点：一是国内建筑业需求回暖，**地产“保交楼”项目推进、基建实物工作量逐渐落地，且天气转凉有助于建筑施工加速开展，带动了金属、水泥等相关行业需求回升，价格降幅均有收窄。**二是海外大宗商品跌幅趋缓，**大宗商品价格在前期快速调整后，8、9月份呈震荡态势，环比跌幅低于前期。**三是人民币汇率较快贬值，**受美元指数快速上行、国内外货币政策“松紧差”加大的影响，离岸人民币相对美元的汇率在8月15日至9月30日间贬值幅度接近6%，提升了部分工业原材料的进口成本，继而在一定程度上推升着PPI环比增速。

9月物价数据中有两条线索值得关注：一是，核心CPI增速下行。这折射出国内消费需求依然疲弱，其中既有疫情多点散发、就业形势严峻的影响，又包含了前期监管政策趋严对教育、房地产等服务行业需求和信心的冲击。**二是，四季度PPI同比增速中枢有望转负。**在海外央行“紧货币”、全球制造业景气下滑的背景下，大宗商品“超级周期”或将落幕，将有助于缓解PPI输入性通胀压力。**对于中国货币政策而言，上述物价数据的线索表明：一方面，宽松的必要性增强。**核心CPI反映出国内消费需求低迷的态势，意味着政策仍有必要进一步宽松，更大力度刺激消费。三季度货币政策委员会例会也提及，“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”。另一方面，货币宽松的通胀掣肘趋弱。尽管猪价变化仍可能对CPI读数造成扰动，但央行更为关注的核心CPI低位下行、PPI中枢移至负值区间，国内面临的结构性通胀压力暂缓，为货币维持宽松创造了更有利的环境。不过，在美联储大幅加息、美元指数强势的当下，人民币汇率及国际资本流动形势依然是中国货币政策的重要关注点。**综上，中国货币政策在维持内外均衡的同时，仍可能相机抉择、加码宽松，支持国内经济的复苏。**

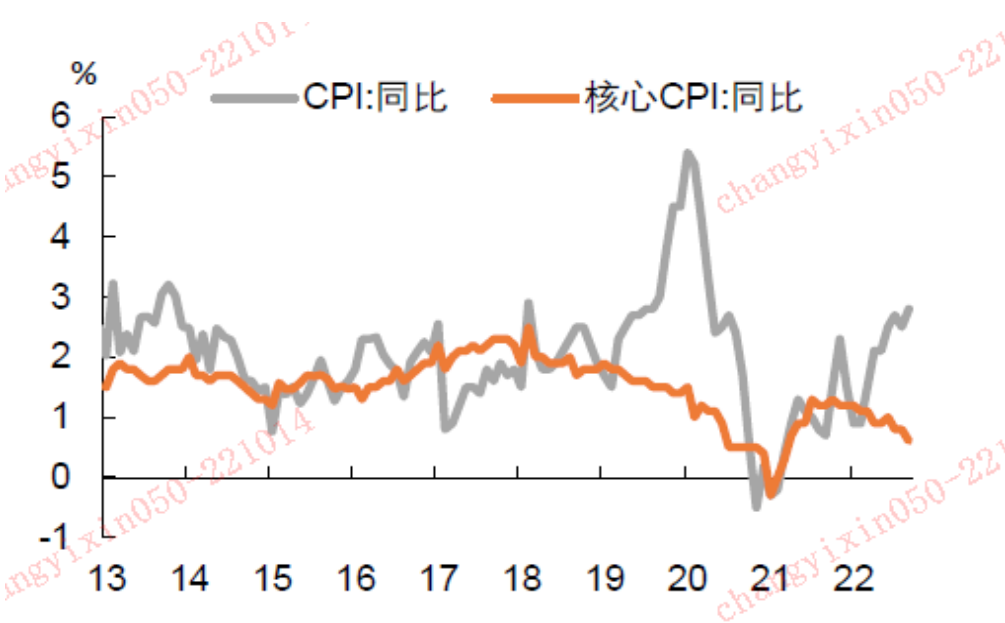
一、地产拖累核心CPI下行

9月CPI同比上涨2.8%，较上月上行0.3个百分点，但低于市场一致预期的3.0%。其中，CPI食品项同比8.8%，较上月提升2.7个百分点；非食品项同比1.5%，较上月回落0.2个百分点；剔除食品和能源的核心CPI同比增速0.6%，较上月下行0.2个百分点。**9月CPI环比增速升至0.3%，但弱于0.44%的季节性规律（2015-2021年均值），受到核心CPI表现低迷、能源价格回落的共同拖累，但食品涨幅偏强构成一定支撑。具体看：**

一方面，非食品分项对CPI增速构成较强拖累：核心CPI的表现大幅弱于季节性，能源价格小幅下跌。能源方面，国内成品油价格随国际油价下跌而下调，使得9月CPI交通工具用燃料价格分项环比下跌1.2%。**核心CPI中：一是，**在房地产市场持续低迷、就业市场不振的情况下，CPI租赁房房租分项环比收缩0.2个百分点，而过去5年同期的均值为0.21%；**二是，**生活用品及服务、娱乐文教、医疗保健、其他用品及服务分项皆弱于季节性。国内线下服务型需求依然低迷，尤其是教培行业叠加了“双减”政策的冲击，9月旺季价格表现偏弱；**三是，**PPI同比增速持续下行，中下游行业成本压力趋缓，部分后地产周期商品（如CPI家用器具中的家电类）需求低迷、“以价换量”，也在一定程度上拖累着居民消费品价格的表现。

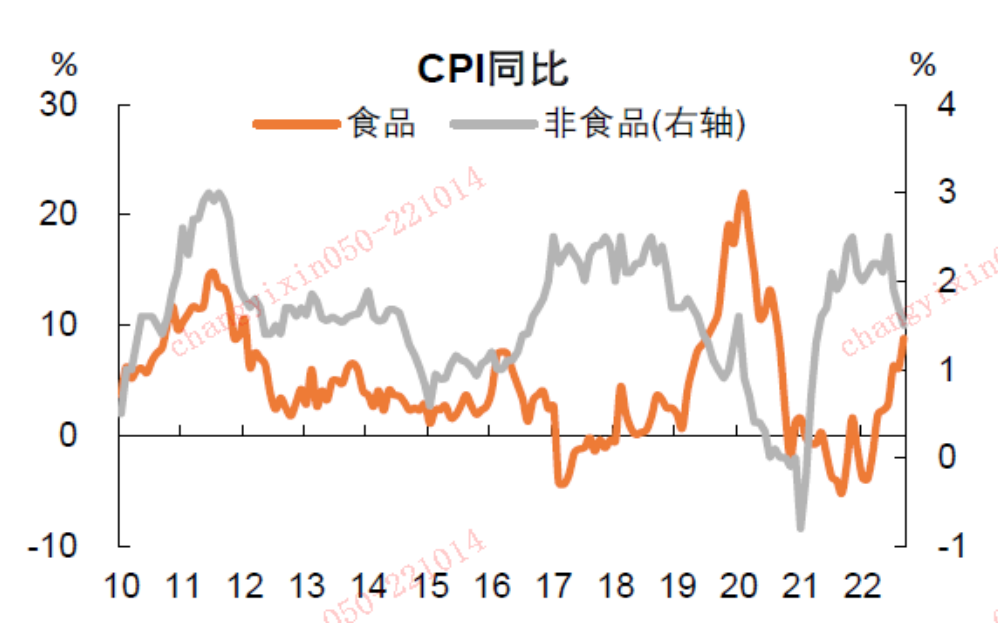
另一方面，CPI食品分项表现偏强，猪肉、鸡蛋、鲜菜、粮油等多个分项环比涨幅强于季节性。一是，9月以来猪肉价格上行，其潜在供给收缩的同时，需求端又受天气转凉、学生开学及中秋节日消费提振，但发改委多次投放猪肉储备，一定程度上减缓了价格上行的斜率。不过，年内以能繁母猪存栏推算生猪潜在供给将继续收缩，供需紧张局面暂难缓解，意味着价格上行压力不减。正因此，10月以来猪肉价格持续攀升，达本轮猪周期新高。**二是，**鲜菜价格受天气扰动中枢抬升。8月下旬，鲜菜价格在多地高温、多雨的异常天气的影响下开始上行，9月中旬秋菜上市后逐渐回落，但全月价格中枢仍有明显抬升。**三是，**鸡蛋、粮食、食用油等分项CPI环比表现强于季节性，主因中秋节日、国庆临近，消费需求增加。

图表 1 9月CPI同比增速上行，核心CPI下行



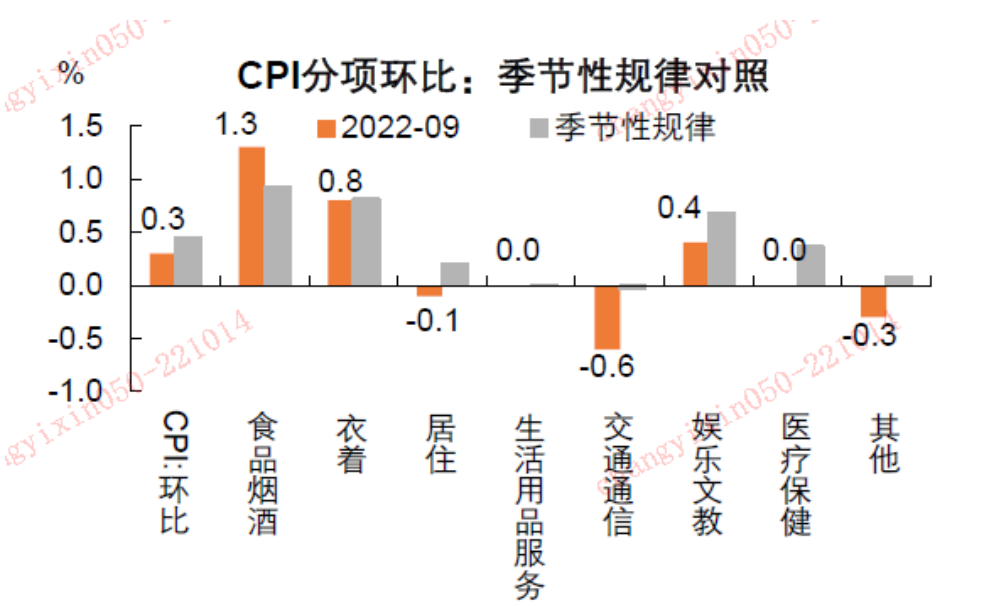
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 2 9月CPI食品项同比增速上行，非食品项下滑



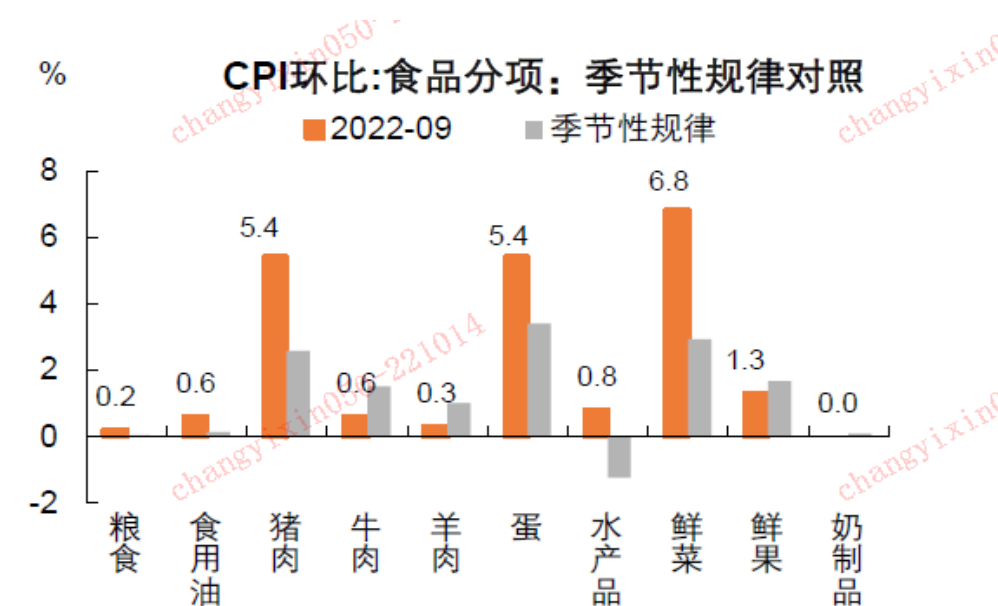
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 3 9月CPI环比上行幅度弱于季节性规律



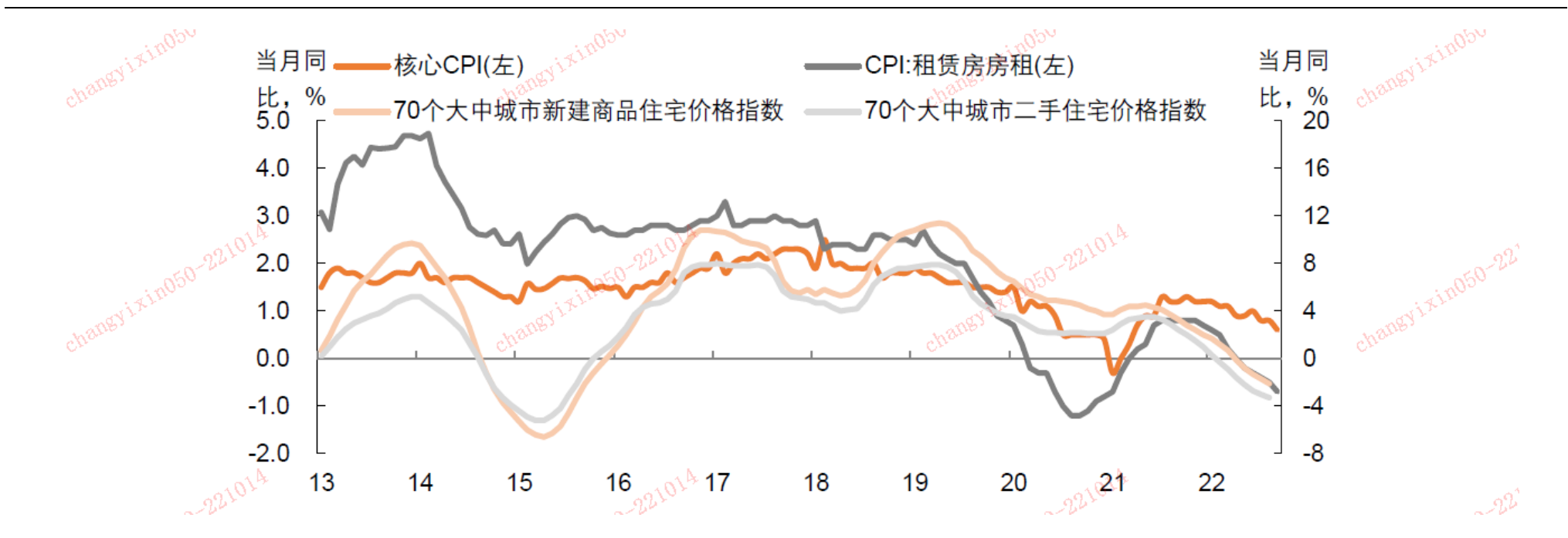
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 4 9月食品分项环比增速多强于季节性规律



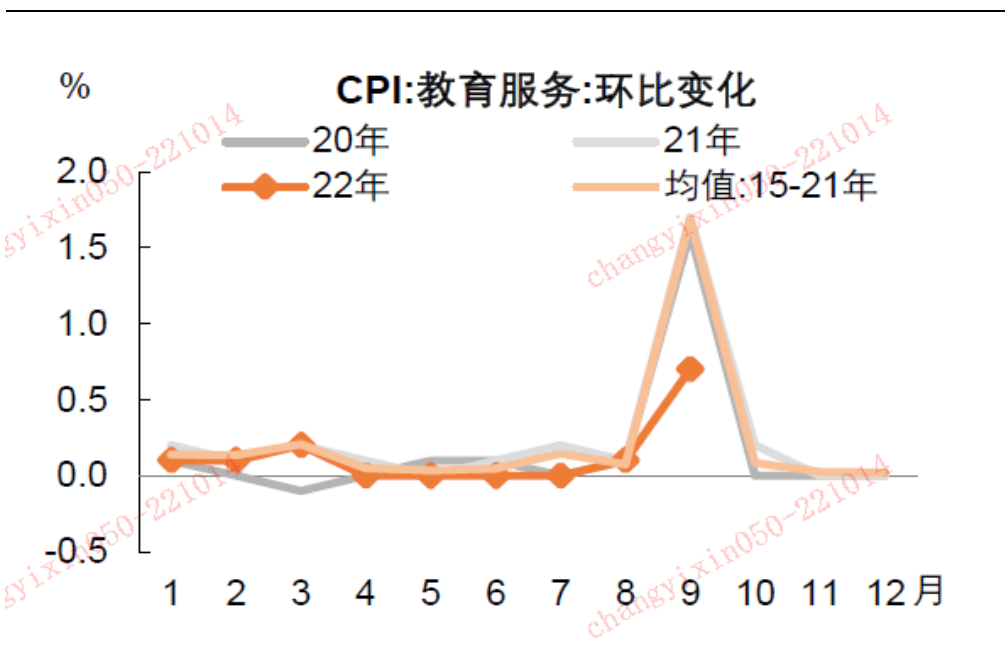
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 5 房地产市场低迷态势下，房租同比下跌，继而带动核心CPI下行



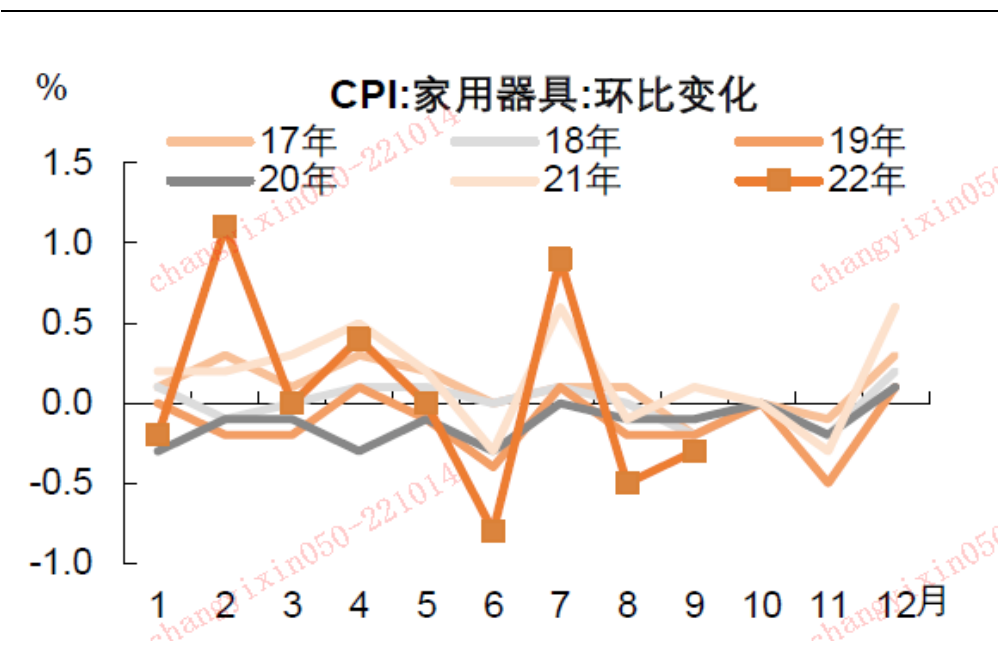
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 6 9月CPI教育服务环比增速弱于季节性



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 7 9月CPI家用器具环比弱于季节性

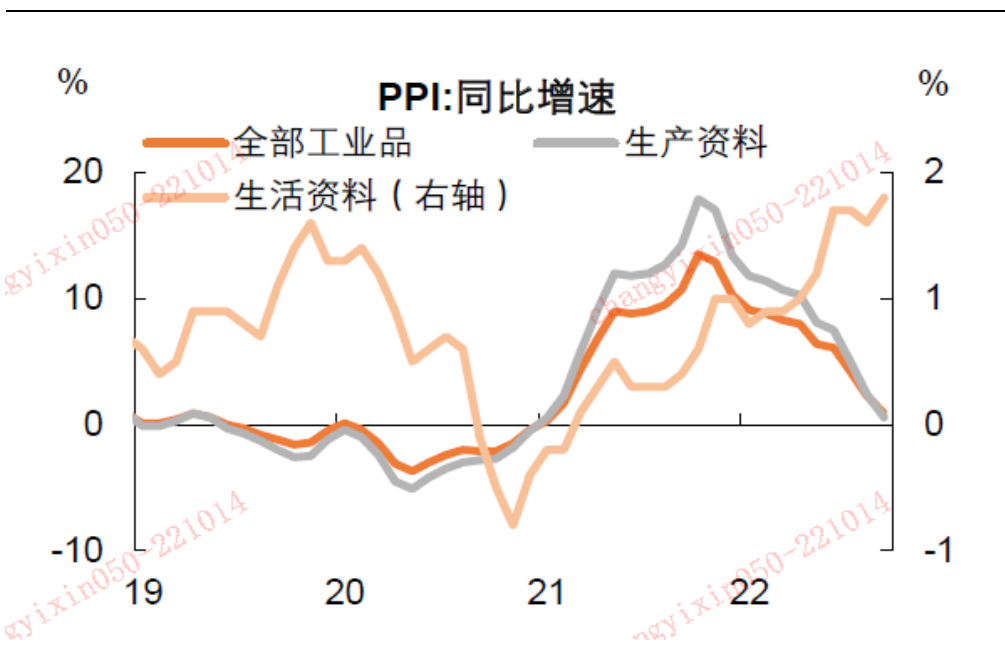


资料来源：Wind、平安证券研究所

二、PPI环比跌幅收窄

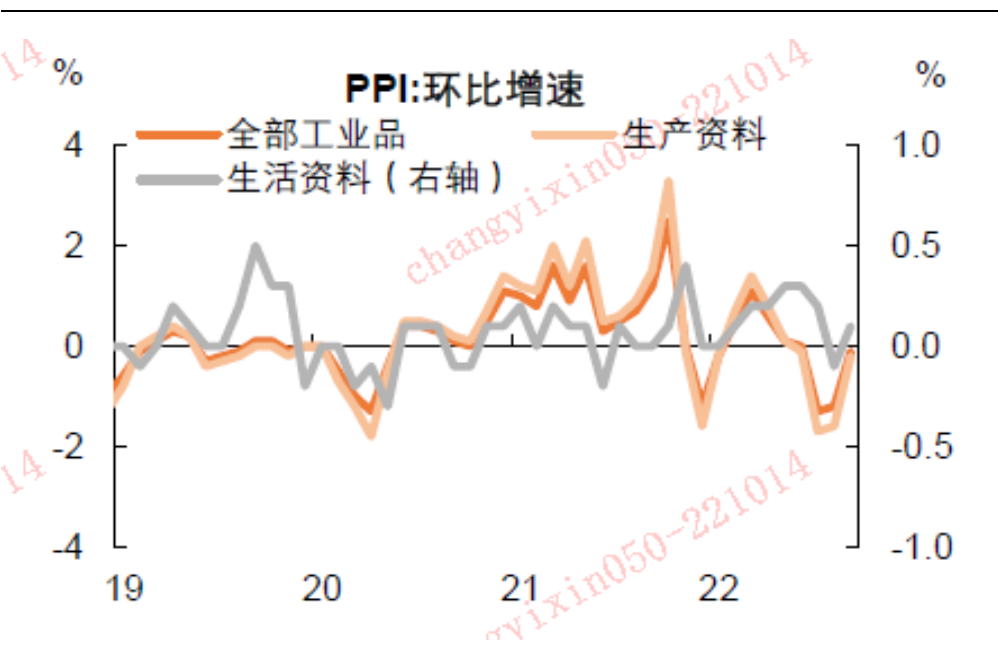
9月PPI环比跌幅收窄，但因基数拖累，同比增速仍较快回落。PPI环比增速为-0.1%，跌幅虽较上月收窄1.1个百分点。PPI同比上涨0.9%，较上月下滑1.4个百分点，自历史高位已连续11个月回落。

图表 8 9月PPI同比增速较快下行



资料来源：Wind、平安证券研究所

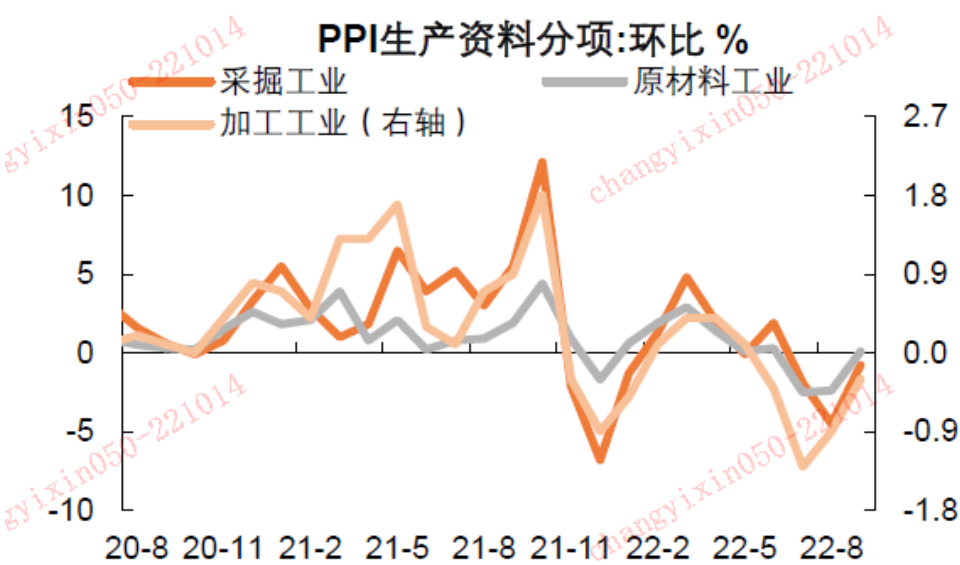
图表 9 9月PPI生活资料环比小幅上行



资料来源：Wind、平安证券研究所

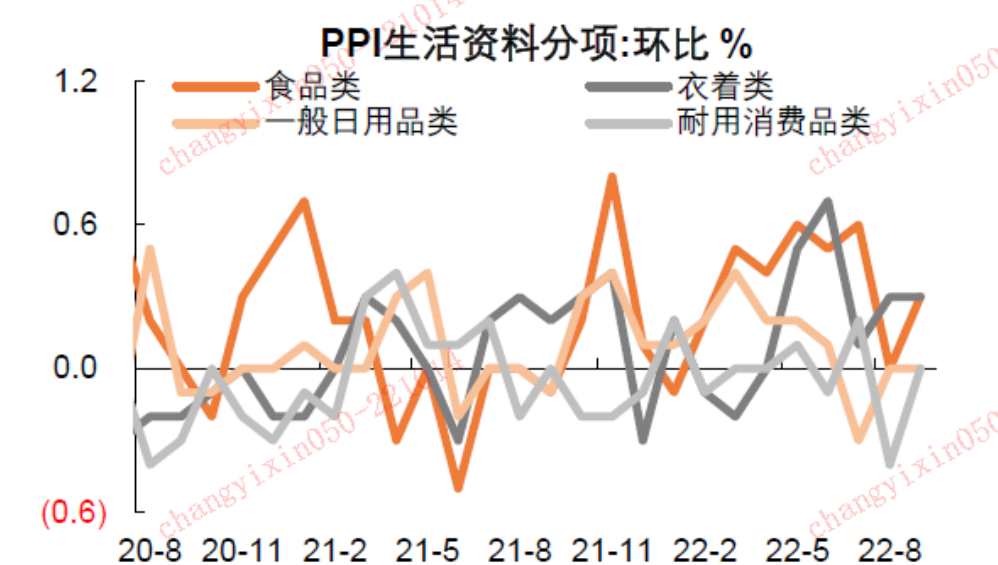
从分项看，9月PPI生产资料环比跌幅收窄、同比进一步下行；生活资料环比增速由负转正，同比也有抬升。
生产资料环比下跌0.2%，跌幅较上月收窄1.4个百分点。其中采掘工业、加工工业环比跌幅收窄，原材料工业环比增速由负转正，或因9月正值建筑施工旺季，螺纹钢、焦煤、焦炭等黑色系商品价格随需求改善而企稳。
生活资料环比上行0.1%，增速较上月提升0.2个百分点，同比增速也转而上行。分项中，衣着类、食品类环比表现偏强，而一般日用品类、耐用消费品类环比持平。

图表 10 9月PPI生产资料各分项环比增速



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 11 9月PPI生活资料各分项环比增速



资料来源：Wind、平安证券研究所

分行业看，30个大类行业中，8月有21个价格环比提升，3个环比持平，仅6个行业出厂价格环比下行。
9月PPI环比跌幅收窄，原因有三：一是国内方面，地产“保交楼”项目推进、基建实物工作量逐渐落地，且天气转凉有助于建筑施工的加速开展，带动了金属、水泥等相关行业需求回升，价格降幅均有收窄。二是海外方面，大宗商品前期快速调整后，8、9月份呈震荡态势，环比跌幅低于前期。三是人民币汇率，受美元指数快速上行、国内外货币政策“松紧差”加大的影响，离岸人民币相对美元的汇率在8月15日至9月30日间贬值幅度接近6%，提升了部分工业原材料的进口成本，继而在一定程度上推升着PPI环比增速。

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_47304

