

## 中国 CPI 高点已经过去

## ——9 月通胀数据点评

## 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**CPI 同比涨幅不及预期。**9 月 CPI 同比上涨 2.8%，低于市场 3% 的预期。由于基数因素的作用，9 月份 CPI 同比大概率是全年最高点，这意味着年内 CPI 难以到达 3% 的警戒线。几个月以来，市场一致认为年内 CPI 会突破 3%，甚至央行也预计会有部分月份超过 3%，但我们自 3 月份发布报告《中国会有高通胀压力吗》以来坚持认为今年 CPI 难破 3%。而今通胀压力最大的时期已过，市场利率也随之下行，我们的结论得到初步验证。9 月 CPI 的上行力量来自于食品项的拉动。一方面，猪肉价格同比、环比均呈上行，主要受供需两侧及基数因素的影响。同比涨幅由 22.4% 扩张至 36%，环比则上涨 5.4%。不过这一涨幅并不算大，加之猪肉在 CPI 中的权重较去年降低，所以对 CPI 拉动有限。另一方面，鲜菜价格拉动作用明显增强。9 月高温及干旱等天气因素影响蔬菜供给从而推升鲜菜价格。CPI 的拖累因素主要有两方面。第一，国际油价下行带动国内成品油价下调，这也削弱了交通通信和居住的拉动作用。第二，消费不振导致核心 CPI 持续疲软。

**PPI 延续下行趋势。**9 月 PPI 同比涨幅继续回落至 0.9%，下行的因素主要有两点。首先是基数因素，去年下半年在能耗双控的影响下，9 月 PPI 同比实现 10.7% 的两位数高增，基数的抬高大幅削弱了本月 PPI 同比涨幅。其次，在全球经济走弱的预期之下，国际大宗商品价格也受到压制，相关行业 PPI 涨幅收窄。原材料工业 PPI 环比转正至 0.1%，或因政策拉动和季节性影响之下国内基建投资加快，项目落地提速增加相关原材料需求，但地产需求依旧相对偏弱，因此原材料的环比改善也较为有限。此外，本月生活资料 PPI 同比涨幅首次高于生产资料，表明中下游企业成本端压力有所减轻。9 月食品类生活资料同比上挑 4.1%，农副食品加工业同比涨幅为 7.4 个百分点，环比上涨 0.8%。这其中猪肉价格上涨对相关行业价格上升的贡献很大。

**CPI 高点已过，对货币政策制约进一步减小。**从 10 月开始，CPI 翘尾因素大幅走低，在核心 CPI 持续低迷的情况下，除非猪肉价格出现类似 2019 年“超级猪周期”中的表现，否则四季度 CPI 能再创新高可能性很低。我们预计 9 月 CPI 同比 2.8% 的涨幅即为年内的高点。近期高频数据显示 10 月份猪价再次出现一定程度的上涨，但我们认为未来猪价对 CPI 向上的拉动还是有限，一是猪价涨幅处于可控范围之内，

二是猪肉整体权重有所下调，叠加天气对鲜菜供应的短期扰动减弱、油价易跌难涨，我们预计 10 月 CPI 同比涨幅为 2.4%。物价形势稳定的背景下货币政策所受制约进一步减少。10 月 13 日央行行长易纲表示中国物价水平基本稳定，将加大稳健货币政策实施力度。这与上半年央行持续提示通胀压力的表态出现了根本性的转变，也意味着货币政策将继续保持宽松的取向。

**风险提示：**猪周期出现快速上行。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. CPI 同比涨幅不及预期 .....	5
3. PPI 延续下行趋势 .....	6
4. CPI 高点已过，对货币政策制约进一步减小 .....	8

## 图表目录

图表 1: 9 月 CPI 上行但低于预期.....	5
图表 2: 9 月猪价涨势重回升势.....	6
图表 3: 9 月鲜菜价格有所上行.....	6
图表 4: 9 月 PPI 同比涨幅持续下行.....	7
图表 5: 9 月生活资料 PPI 首超生产资料.....	8

## 1. 数据

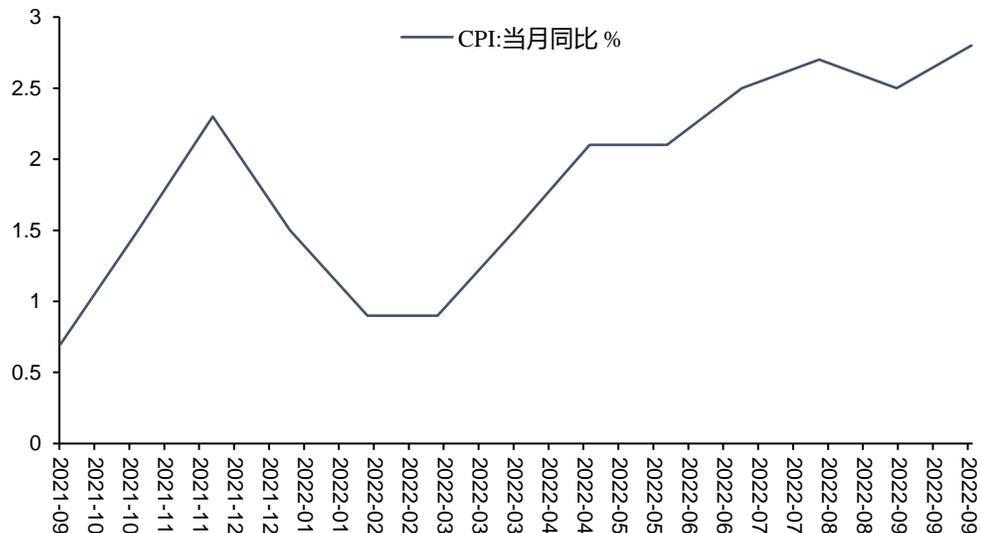
中国 9 月 CPI 同比上涨 2.8%，市场预期（Wind）上涨 3.0%，前值 2.5%。

中国 9 月 PPI 同比上涨 0.9%，市场预期（Wind）上涨 1.1%，前值 2.3%。

## 2. CPI 同比涨幅不及预期

9 月 CPI 同比上涨 2.8%，低于市场 3% 的预期。由于基数因素的作用，9 月份 CPI 同比大概率是全年最高点，这意味着年内 CPI 难以到达 3% 的警戒线。几个月以来，市场一致认为年内 CPI 会突破 3%，甚至央行也预计会有部分月份超过 3%，但我们自 3 月份发布报告《中国会有高通胀压力吗》以来坚持认为今年 CPI 难破 3%。而今通胀压力最大的时期已过，市场利率也随之下行，我们的结论得到初步验证。

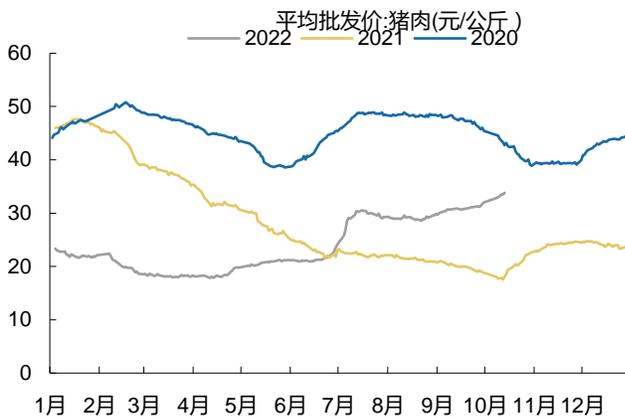
图表 1：9 月 CPI 上行但低于预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

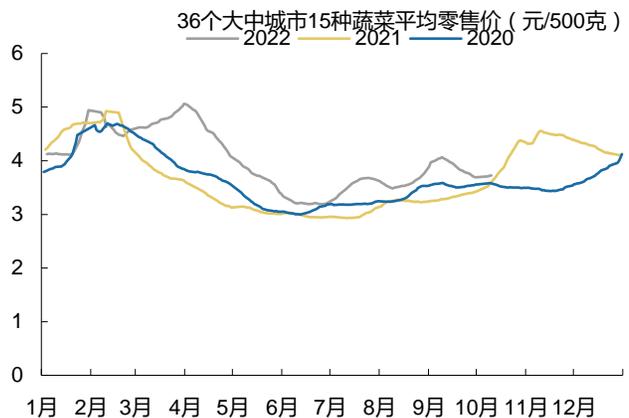
9 月 CPI 的上行力量来自于食品项的拉动。一方面，猪肉价格同比、环比均呈上行，主要受供需两侧及基数因素的影响。需求端国庆假期及高温天气缓解拉动居民猪肉消费意愿；供给端养殖户受看涨预期的驱动压栏惜售情绪有所加重，此外去年 9 月猪价处于下降区间，低基数推动本月猪价实现同比上扬，其同比涨幅由 22.4% 扩张至 36%，环比则上涨 5.4%。不过这一涨幅并不算大，加之猪肉在 CPI 中的权重较去年降低，所以对 CPI 拉动有限。另一方面，鲜菜价格拉动作用明显增强。9 月高温及干旱等天气因素影响蔬菜供给从而推升鲜菜价格，高频数据显示 36 个大中城市 15 种蔬菜平均零售价在 9 月初期呈上行趋势，就 CPI 指数而言，9 月鲜菜消费价格环比上涨 6.8%，同比增加 12.1%，对 CPI 同比的拉动也增至 0.25 个百分点（8 月为 0.12 个百分点）。

图表 2: 9 月猪价涨势重回升势



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 9 月鲜菜价格有所上行



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

CPI 的拖累因素主要有两方面。第一，国际油价下行带动国内成品油价下调，这也削弱了交通通信和居住的拉动作用。9 月工业消费品价格涨幅相比 8 月回落 0.4 个百分点，汽油、柴油及液化石油气虽实现两位数的同比涨幅，但涨势均不及前期强劲，涨幅普遍回落。与之关联密切的交通通信消费价格同比涨幅降低 0.4 个百分点达 4.5%。居住分项的同比涨幅也收窄至 0.3%，两者对 CPI 同比的贡献均呈边际减弱。第二，消费不振导致核心 CPI 持续疲软。9 月核心 CPI 同比降至 0.6%，为年内新低，这反映出居民的实际消费能力对通胀的拉动非常弱，因此我们认为中国的环境是“假通胀、真通缩”。

### 3. PPI 延续下行趋势

9 月 PPI 同比涨幅继续回落至 0.9%，其中翘尾影响约 1.3 个百分点，新涨价则影响-0.4 个百分点。本月 PPI 同比涨幅较上月收缩 1.4 个百分点，环比降幅则由 1.2% 收窄至 0.1%。PPI 同比的涨幅的收窄一方面来自高基数效应，另一方面，油价下行和地产需求偏弱继续影响生产资料 PPI 表现，本月生产资料对整体 PPI 同比涨幅的贡献也由 1.87 个百分点缩减至 0.49 个百分点。

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\\_47309](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47309)

