

弱需求压低 CPI 的“天花板”——9 月价格数据点评

研究结论

事件：10 月 14 日统计局公布最新价格数据，9 月 CPI 同比上涨 2.8%，前值 2.5%，环比 0.3%，前值-0.1%；PPI 同比上涨 0.9%，前值 2.3%，环比-0.1%，前值-1.2%。

- **两大价格指数接连低于市场预期，9 月 CPI 同比上涨 2.8%（万得一致预期 3%），PPI 同比上涨 0.9%（万得一致预期 1.1%）。我们认为三方面的因素制约了价格上行，其一，国际原油等大宗商品价格波动下降，输入性通胀压力减轻；其二，国内需求相对疲弱，新冠疫情影响了服务消费，对应于 CPI 服务项和核心 CPI 继续下探；其三，CPI 同比权重中猪肉的占比下降，9 月猪肉的同比权重为 1.25%，为 2013 年以来的最低值，导致猪价对 CPI 同比走势的影响减弱。**
- **以猪价为首的食品价格依然是引领 CPI 向上的主要动能，但能源和服务价格环比下行压制 CPI：**1）8 月 CPI 食品项同比上涨 8.8%（前值 6.1%，下同），其中猪价同比上涨 36%（22.4%），受高温天气和节假日的影响，鲜菜、鲜果、蛋分别同比上涨 12.1%（6%）、17.8%（16.3%）、7.3%（1.7%）；2）国际油价下跌推动工业消费品涨幅回落，9 月工业消费品价格同比上涨 2.6%（3%）。
- **后疫情时期消费复苏的“天花板”导致服务业的价格中枢低于疫情之前，核心 CPI 和 CPI 服务分项持续低迷，并且每轮疫情反弹均带来服务 CPI 下滑。**9 月不包括食品和能源的核心 CPI 同比为 0.6%（0.8%），低于 2016-2019 年同期的均值 1.8%；CPI 服务项同比 0.5%（0.7%），低于 2016-2019 年同期均值 2.3%。服务价格的变动也反映了旅游消费的新特征，即出行消费减少、周边游比重提升，统计局提到，受暑期结束及疫情散发影响，跨区域出行减少，飞机票、宾馆住宿和旅行社收费价格环比分别下降 9.9%、2.9%和 1.3%；本地游和周边游增多，交通工具租赁费价格环比上涨 4.0%。
- **上游价格回落推动 PPI 环比延续负增，叠加基数效应的影响，PPI 同比持续回落。**分行业来看：1）能源相关行业价格回落，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业 PPI 同比分别为-2.7%（8.6%）、-31.1%（35%）；2）基建项目加速开工建设，据报道，9 月有超 1.5 万亿元基建项目密集开工，带动金属、水泥等相关行业需求回暖，部分上游黑色和有色行业价格环比降幅收窄、同比下降斜率放缓，黑色、有色金属冶炼和压延加工业 PPI 同比分别为-18%（-15.1%）、-4.4%（-1.5%）；3）受高温天气的影响，电力、热力生产和供应业价格上行，同比为 10.1%（9.2%）。在此背景下，PPI-CPI 剪刀差继续下行，9 月剪刀差为-1.9%（-0.2%），后续关注通胀格局变化对盈利的影响。
- **CPI 大概率已接近年内高点，突破 3%的概率较低，其上行存在两方面的制约，一是预计未来几个月 CPI 同比权重中猪肉的比重偏低，二是新冠疫情影响下服务和部分商品需求弱于疫情以前，核心 CPI 表现低迷，两大因素决定年内 CPI 表现温和；PPI 下行趋势明确，下行斜率主要取决于全球衰退预期下国际大宗的价格变动。**进入 10 月后，部分地区疫情出现反弹（截至 10 月 13 日，日均本土新增确诊加无症状病例超过 1300 例，高于 9 月约 1000 例的日均值），这一因素预计将持续制约接触式消费需求，压制服务 CPI 和核心 CPI。实物消费的支撑相对更强，中高频数据来看，截至 10 月 10 日，36 个城市猪肉平均零售价走高至 21.2 元/500 克，同比上涨 36.9%（前值 28.3%）；截至 10 月 13 日，布伦特原油均价回升至 94 美元/桶，同比上涨 12.1%（前值 20.2%）。中外对比来看，海外高通胀问题正迫使欧美央行维持紧缩性政策，而国内物价水平更加温和，对货币政策来说几乎不构成制约。

风险提示

- 疫情反弹导致总需求超预期回落；
- 地缘冲突演绎超预期，导致原油等大宗商品价格再度转涨。

报告发布日期

2022 年 10 月 21 日

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932

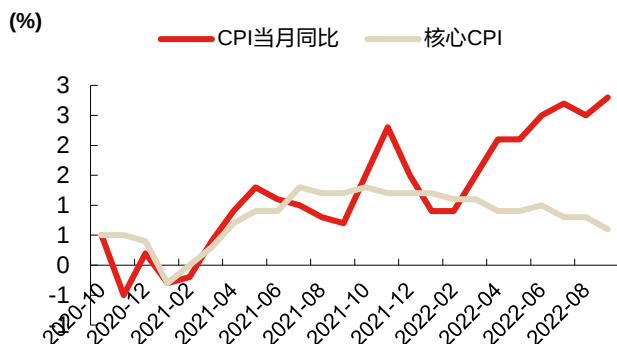
联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

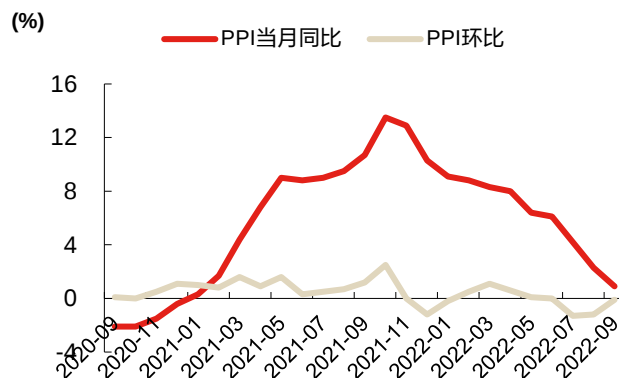
如何看待四季度宏观经济的引擎——月度宏观经济回顾与展望	2022-10-10
PMI 重返扩张区间，生产端贡献大于需求端——9 月 PMI 点评	2022-10-08
弱需求削弱价格上涨动能——8 月价格数据点评	2022-09-13

图 1：CPI 同比上行，核心 CPI 持续低迷



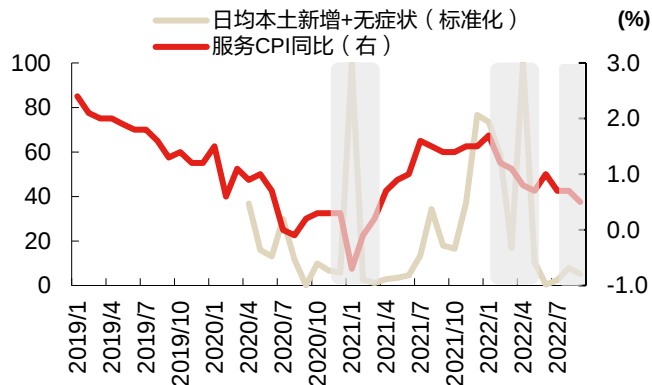
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：PPI 同比持续下降



数据来源：Wind，东方证券研究所

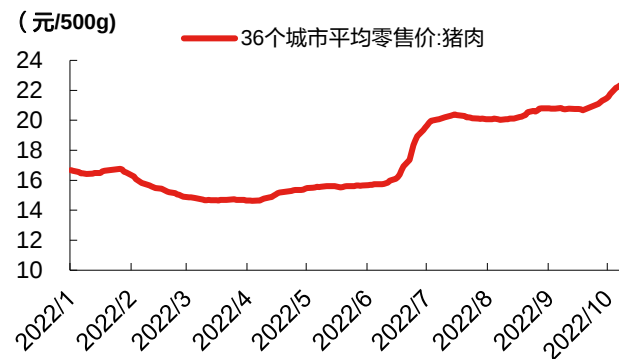
图 3：新冠疫情压制服务业 CPI



数据来源：Wind，东方证券研究所

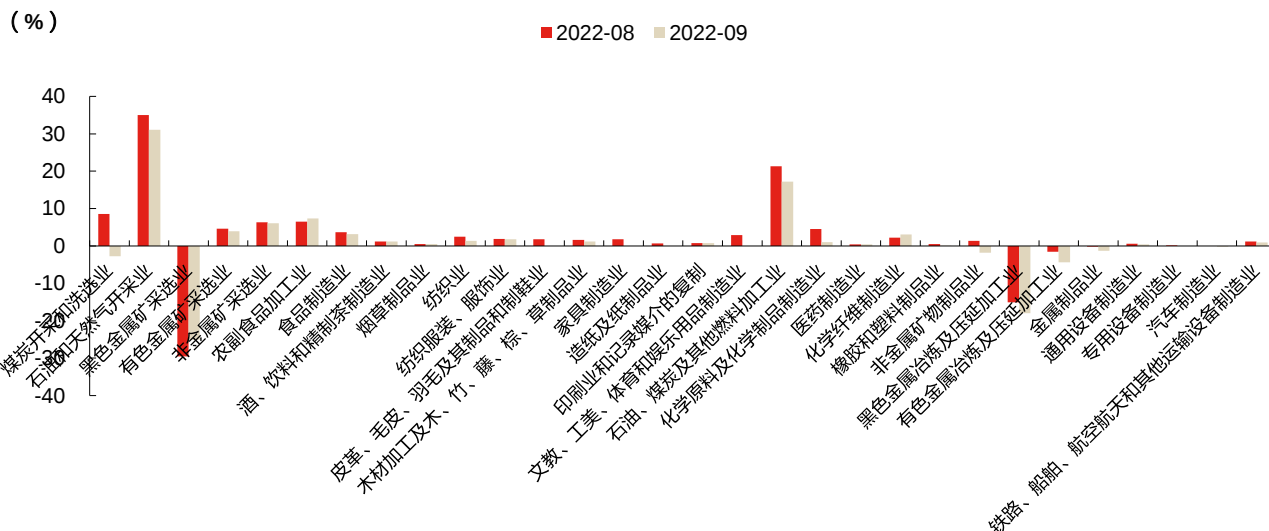
备注：2022 年 2 月及以前以 2021 年 1 月的本土新增确诊为 100, 2022 年 2 月以后以 2022 年 4 月为 100

图 4：猪价持续走高



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：分行业 PPI 同比



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

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_47508

