

2022 年 10 月 14 日

PPI 低位运行并不意味生产偏弱

固定收益研究团队

——2022 年 9 月通胀数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

● 价格稳定对稳增长有支撑

1. 核心 CPI 偏弱，稳内需、稳增长“时不我待”。我国 9 月 CPI 同比涨幅扩大，录得 2022 年来最高值。除了受 2021 年低基数效应影响外，与假期对食品囤货等消费需求上升有关。除了食品和能源的核心 CPI 涨幅收窄，非食品项中的多数分项同比也均出现收窄，证明内需仍有上行空间，实体经济恢复还有待进一步巩固和加强。尤其进入四季度后，稳经济大盘工作推进会议强调，四季度经济在全年分量最重，多项扩投资促消费、调动市场主体积极性的政策或将在四季度见效。

2. 2020 年后，PPI 与生产出现分化。PPI 和工增在 2017 年到 2019 年期间有较为相似的运行趋势，直到疫情之后出现分化。这或许是由于在 2019 年前的 PPI 主要受内部影响，与国内生产走势较为一致。在 2020 年之后，PPI 主要受外部影响，如原油、供应成本等影响。2022 年 9 月 PPI 受高基数、原油价格回落读数较低，但由于 PPI 与工增分化，并不意味着生产较差，反而从高频来看，多项指标回暖，如高炉开工率、钢材产量等。

3. 较低的 PPI 可以持续中国出口的价格优势。受高基数和原油等能源类行业价格回落影响，我国 PPI 涨幅继续收窄。相对于其他国家，如美国 9 月 PPI 高位运行，我国 9 月 PPI 仍处低位，相对于其他国家仍有较大的价格优势。出口增速或将在海外需求和高基数下降并成新平衡，但我国的全球出口份额占比或将在价格优势下占优。

4. 工业品价格低有助于形成更多实物工作量。PPI 涨幅持续收窄，在经历 7 月和 8 月的高温、疫情影响后，环比下降也有企稳现象，但 PPI 进入低位。如果 PPI 低位运行，工业品价格较低，那这之后形成的实物工作量就会越多，从而促进如基建等投资增，整体的经济增速也会上升。

5. 对于债市而言，随着稳增长措施进一步加码，叠加 PPI 较低形成更多实物工作量，有助于带动经济上行，需警惕债市调整风险，看好与内需相关的转债。

● 9 月 CPI 受食品项拉动涨幅扩大

9 月，我国 CPI 同比+2.8%（前值+2.5%，下同），同比涨幅扩大。**分项来看**，食品项同比+8.8%（+6.1%），对 CPI 拉动最为明显。其中，猪肉价格同比+36%（+22.4%），涨幅扩大，猪肉需求季节性回升叠加部分压栏惜售行为，导致猪肉价格上涨，成为同比增速最高项。

9 月，我国 PPI 同比+0.9%（+2.3%），受高基数和原油价格回落影响，同比涨幅大幅回落。**分项来看**，生产资料价格涨幅收窄，同比+0.6%（+2.4%）。其中，采掘工业同比降幅最大，同比+3.5%（+10.1%）。行业来看，超半数行业涨幅出现收窄或降幅扩大。煤炭开采同比-2.7%（+8.6%），出现较大回落。受油价下降影响，石油和天然气开采价格同比涨幅收窄。黑色系、有色系从采选到加工同比均呈现下跌。电力供应同比+10.1%（+9.2%），同比涨幅扩大，或由于开工回升对电力需求旺盛导致。

● **风险提示：**政策变化超预期；价格变化超预期；疫情变化超预期。

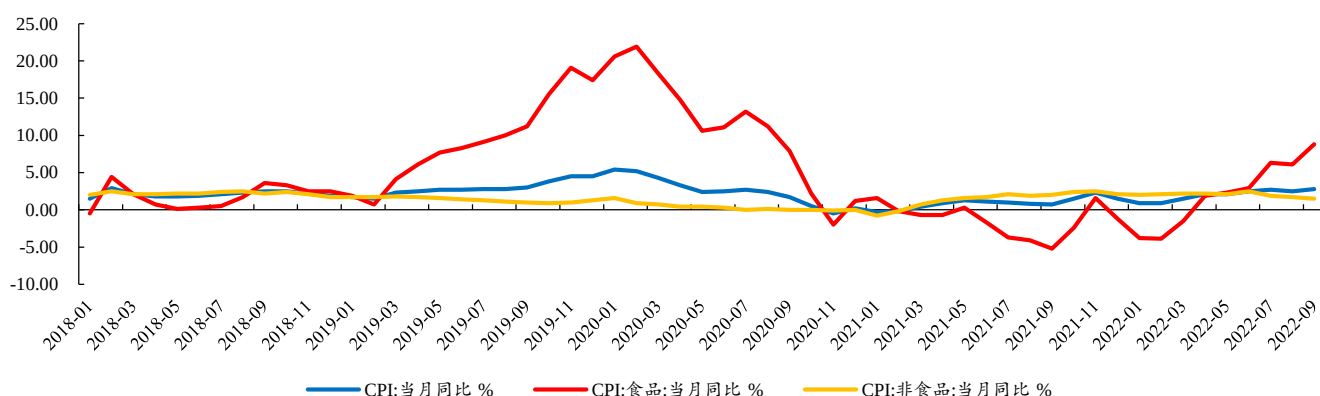
相关研究报告

《稳地产和物量形成情况是影响后续宽信用的关键——2022 年 9 月金融数据点评》-2022.10.12

《房企拿地回升，部分更新高频指标回升——经济高频周报》-2022.10.9

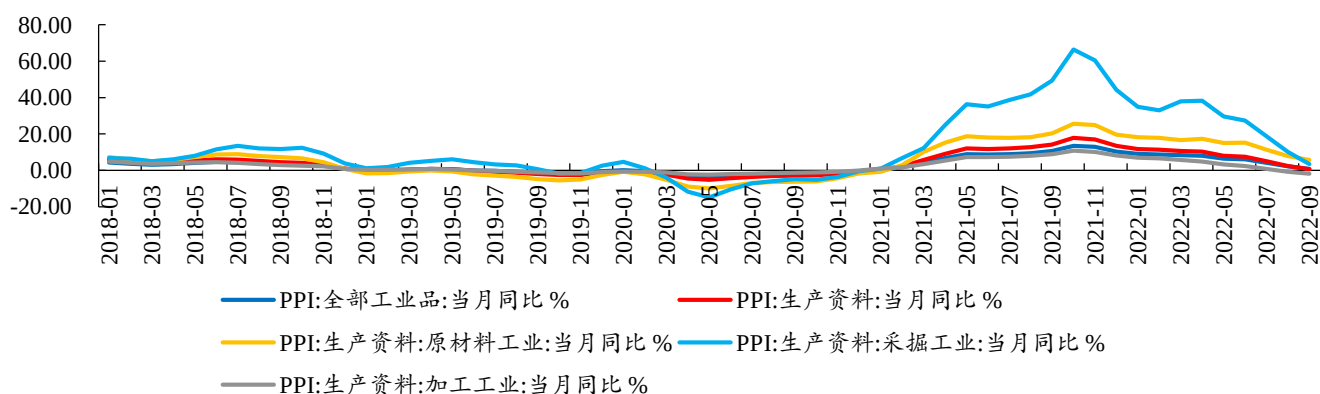
《稳楼市政策接连发布，美国政策利率进入限制性区间——利率债周报》-2022.10.9

附图 1：2022 年 9 月 CPI 同比涨幅扩大



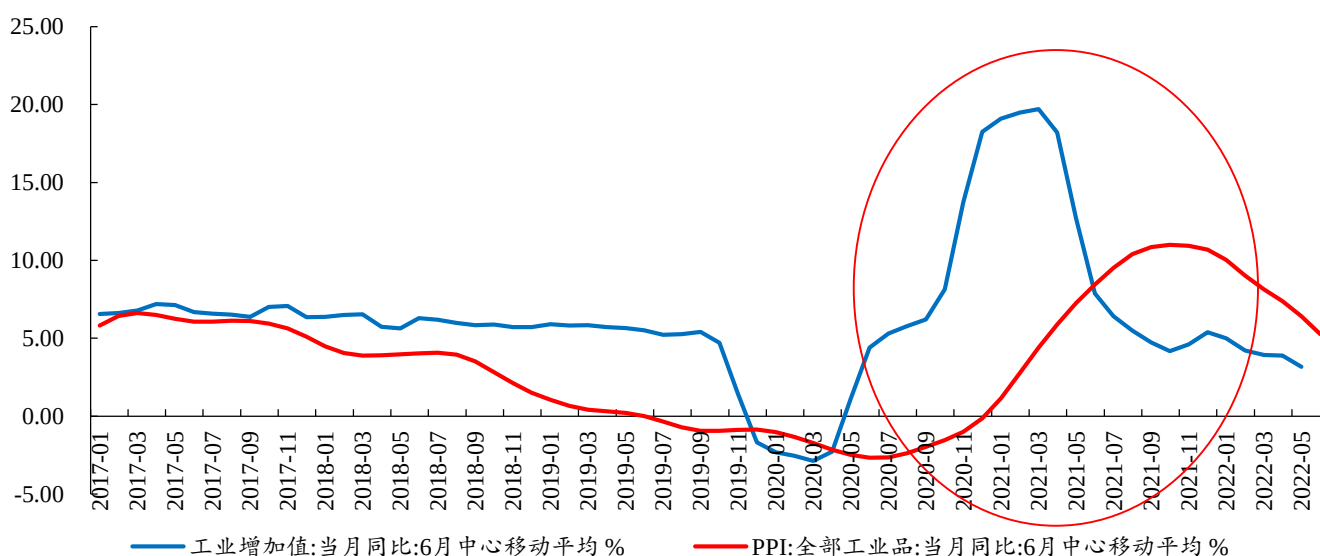
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：2022 年 9 月 PPI 同比涨幅继续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：2020 年后工增和 PPI 出现分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型

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_47249

