

总量研究

国内通胀无虞，关注核心通缩风险

——2022 年 9 月价格数据点评兼光大宏观周报（2022-10-15）

要点

本周聚焦：

2022 年 10 月 14 日，国家统计局公布 9 月价格数据，其中，9 月 CPI 同比 2.8%，前值 2.5%，预期 3.0%；核心 CPI 同比 0.6%，前值 0.8%；PPI 同比 0.9%，前值 2.3%，预期 1.1%。

9 月 CPI 同比上行至 2.8%，进一步打消市场对年内 CPI 高点破 3% 的担忧，显示出国内通胀环境较为温和，有助于国内货币环境延续宽松。

向前看，CPI 方面，跨过 9 月高点，预计四季度同比或将回落至 2% 附近。核心 CPI 持续下探，透露出未来潜在的通缩隐患，也指向货币条件延续宽松的必要性。PPI 方面，预计四季度大宗商品价格仍处在震荡偏弱格局，四季度 PPI 同比大概率转负，指向企业成本压力进一步缓和。

具体来看，

CPI 方面，疫情反复压制消费需求、猪价持续受政策调控影响、原油等输入性通胀减弱，是导致三季度 CPI 运行低于预期的三重因素。9 月，伴随着季节性需求回升，猪肉、鲜菜等食品价格涨幅扩大，是推动 CPI 环比上涨的主因。非食品方面，由于疫情反复、地产疲弱持续压制消费需求，叠加国际油价持续回落，导致多数非食品 CPI 分项均弱于季节性。

PPI 方面，9 月 PPI 环比降幅略有收窄，高基数影响下，同比回落速度加快。其中，能源、金属等原材料价格跌幅明显收窄。一是，与内需相关的黑色、有色、水泥价格跌幅收窄，与基建项目持续落地、建筑业进入施工旺季有关。二是，原油等国际大宗商品价格经历快速回落后，进入震荡下跌区间，跌幅较前期有明显收窄。三是，国内储煤需求提升，9 月煤炭开采和洗选业价格环比转为上涨。

全球央行：

英国央行将推出新措施稳定金融市场；美联储官员表示需维持限制性政策。

海外政策：

美国发布先进制造业国家战略；沙特拒绝美国暂缓减产要求；欧盟未达成天然气限价协议。

国内观察：

10 月以来，上游：原油价格环比上涨、铜铝价格分化；中游：水泥价格环比涨幅扩大、螺纹钢价格环比上涨；下游：商品房成交面积跌幅扩大，土地成交面积同比涨幅扩大，猪价环比上涨，菜价、水果价格环比下跌，乘用车日均零售销量涨幅缩窄。

国内政策：

央行发文提出推进汇率市场化改革；易纲行长表示央行将加大稳健货币政策实施力度。

财经日历：

10.18（周二）：10:00 中国三季度经济数据发布；10.19（周三）：17:00 欧元区 CPI 数据发布

风险提示：海外能源危机持续发酵；新冠肺炎本土疫情大范围扩散。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebscn.com

相关研报

政策加码稳信用，实体需求渐回暖——2022 年 9 月金融数据点评（2022-10-12）

美方加速打出“芯片牌”：内容、目的、影响——《大国博弈》系列第三十五篇（2022-10-09）

就业供需依旧紧张，美联储难“转向”——2022 年 9 月非农数据点评兼光大宏观周报（2022-10-08）

生产修复，需求仍弱，政策仍需发力——2022 年 9 月 PMI 点评

价格回落与库存去化，或继续制约盈利修复——2022 年 8 月工业企业盈利数据点评（2022-09-27）

美元指数何时有望见顶？——光大宏观周报（2022-09-25）

美联储短期将维持大步加息——2022 年 9 月 FOMC 会议点评（2022-09-22）

政策护航融资，LPR 年内有望续降——2022 年 8 月金融数据点评（2022-09-09）

海外需求回落速度超预期——2022 年 8 月进出口数据点评（2022-09-07）

若伊核协议恢复，原油走向如何？——《大国博弈》第三十二篇（2022-09-04）

美国金融霸权如何攫取全球财富？——大国博弈系列之三十一（2022-08-31）

鲍威尔的坚定不移——2022 年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会点评（2022-08-27）

目 录

一、核心 CPI 再度下探，通缩隐忧渐近	4
1.1 CPI 同比低预期上行，核心 CPI 低位运行	4
1.2 原材料价格跌幅收窄，PPI 同比延续下行	6
1.3 四季度通胀中枢将走低，有助于货币条件延续宽松	7
二、海外观察	8
2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率同步上行	8
2.2 全球市场：全球股市与大宗商品均涨跌分化	9
2.3 央行观察：英国央行将推出新措施稳定金融市场；美联储官员表示有必要维持限制性政策	10
2.4 海外政策：美国发布先进制造业国家战略；沙特拒绝美国暂缓减产要求；欧盟未达成天然气限价协议	10
三、国内观察	11
3.1 上游：原油价格环比上涨、铜铝价格分化	11
3.2 中游：水泥价格环比上涨、螺纹钢价格环比上涨，钢坯库存同比下降	11
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化	12
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率下行	13
3.5 国内政策：央行发文提出推进汇率市场化改革；易纲行长表示央行将加大稳健货币政策实施力度	13
四、下周财经日历	14
五、风险提示	14

图目录

图 1: 9 月食品价格同比上行, 非食品价格同比持续回落	5
图 2: 9 月食品分项中, 鲜菜肉类价格涨幅高于季节性水平	5
图 3: 9 月核心 CPI 环比走平, 明显低于季节性水平	5
图 4: 9 月非食品分项中, 多数价格涨幅低于季节性水平	5
图 5: 8 月以来, 国内疫情多点散发, 多集中在西部、东部地区	5
图 6: 因国内疫情反复, 9 月以来地铁客流量持续回落	5
图 7: 9 月 PPI 环比降幅收窄, 同比增速加快下行	6
图 8: 9 月 PPI 生产资料环比降幅收窄, 生活资料环比增速回升	6
图 9: 9 月上游原材料价格跌幅普遍收敛	7
图 10: 9 月 PPI 生活资料中, 食品、衣着价格维持上涨	7
图 11: 三季度居民储蓄意愿仍维持高位	8
图 12: 9 月以来, 国家发改委展开五次储备冻猪肉投放	8
图 13: 美国 10 年期国债收益率大幅上行	8
图 14: 各国国债收益率同步上行	8
图 15: 美国 10y-2y 国债收益率利差收窄	9
图 16: 美国投资级企业债利差扩大	9
图 17: 全球股市涨跌分化	9
图 18: 大宗商品价格涨跌分化	9
图 19: 原油价格环比上涨	11
图 20: 铜价与铜库存同比均下降	11
图 21: 螺纹钢价格环比上涨, 库存同比下降	12
图 22: 水泥价格指数环比上升	12
图 23: 商品房成交面积跌幅扩大	12
图 24: 土地成交面积同比涨幅扩大	12
图 25: 猪价环比上涨, 菜价、水果价格环比下跌	13
图 26: 乘用车日均零售销量涨幅收窄	13
图 27: 货币市场利率下行	13
图 28: 债券市场利率下行	13

表目录

表 1: 美欧央行官员表态	10
表 2: 下周全球经济数据热点	14

一、核心 CPI 再度下探，通缩隐忧渐近

1.1 CPI 同比低预期上行，核心 CPI 低位运行

9 月 CPI 同比上行至 2.8%，符合我们此前的预期，进一步打消市场对年内 CPI 高点破 3% 的担忧，有助于国内货币宽松基调的延续。

整体来看，疫情反复压制消费需求、猪价持续受政策调控影响、原油等输入性通胀减弱，是导致三季度 CPI 运行低于预期的三重因素。其中，9 月核心 CPI 同比下探至 0.6% 的低位，指向内需进一步回落的隐忧。我们之前也曾经强调，内需不足是国内经济的主要矛盾，相较于通胀风险，更需要担忧需求不足带来的潜在通缩隐患。（详见 2022 年 9 月 10 日外发报告《CPI 超预期回落，通胀担忧消退》）

具体来看，9 月食品价格环比涨幅扩大，非食品价格环比涨幅回落。9 月 CPI 环比自上月 -0.1% 上行至 0.3%，远低于季节性水平 0.5%（2017-2021 年均值，下同）。其中，食品 CPI 环比自上月 0.5% 上行至 1.9%，高于季节性水平 1.2%；非食品 CPI 环比自上月 -0.3% 回升至 0.0%，低于季节性水平 0.3%；核心 CPI 环比持平于上月的 0%，低于季节性水平 0.3%。

食品方面，伴随着季节性需求回升，猪肉、鲜菜等食品价格涨幅扩大，是推动 9 月 CPI 环比上涨的主因。猪价方面，伴随着消费需求季节性回升，加之看涨预期下部分养殖户压栏惜售，猪价处在新一轮上涨通道内。但随着 9 月以来，中央密集投放 5 轮储备肉，猪价涨幅温和可控，9 月环比上涨 5.4%，上月为 0.4%。鲜菜方面，受高温少雨天气影响，鲜菜价格环比上涨 6.8%，涨幅比上月扩大 4.8 个百分点。此外，受节日期间消费需求增加影响，鸡蛋、虾蟹类和鲜果价格分别环比上涨 6.0%、2.4% 和 1.3%。

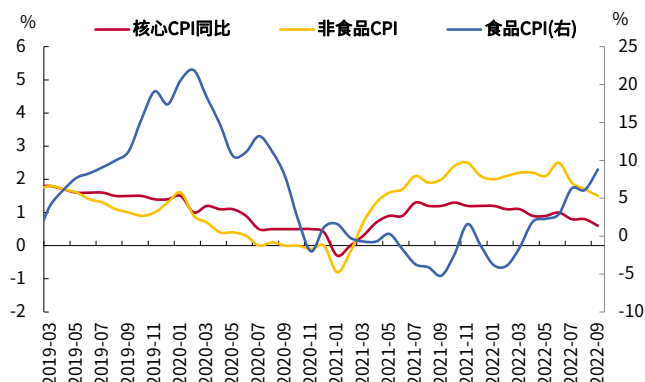
非食品方面，疫情反复、地产疲弱持续压制消费需求，叠加国际油价持续回落，多数非食品 CPI 分项均弱于季节性。其中，居住、交通通信、教育文化和娱乐、医疗保健价格环比均低于季节性水平；衣着价格环比上涨 0.8%，符合季节性波动。

居住价格环比再度回落，走低至 -0.1%，低于季节性水平 0.2%。其中，租赁住房房租价格环比增速连续两个月回落，跌至 -0.2%，低于季节性水平 0.1%，显示出青年群体就业压力仍然较大、房地产市场延续疲弱。

交通通信价格环比自上月的 -1.7% 小幅回升至 -0.6%，主要与国际油价跌幅收窄有关。9 月，交通工具用燃料价格环比自上月的 -4.7% 回升至 -1.2%。

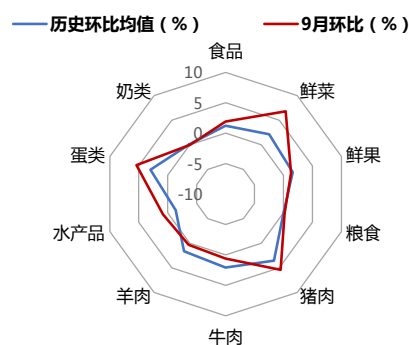
教育文化和娱乐价格环比自上月的 0.1% 回升至 0.4%，低于季节水平 0.6%。其中，教育服务价格环比上涨 0.7%，与开学季到来、教育费提价有关；但旅游价格环比下跌 1.2%，主要受暑期结束、疫情散发影响，人员跨区域流动减少。

图 1：9 月食品价格同比上行，非食品价格同比持续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

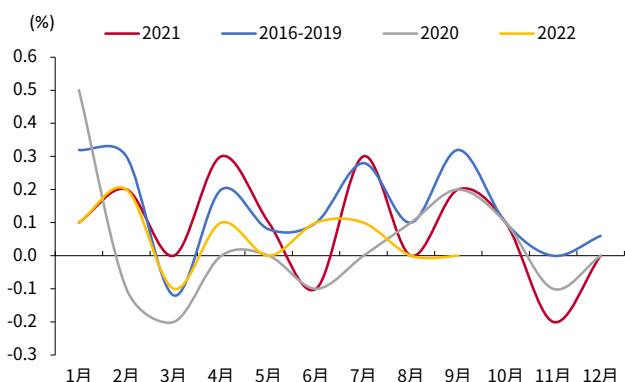
图 2：9 月食品分项中，鲜菜肉类价格涨幅高于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

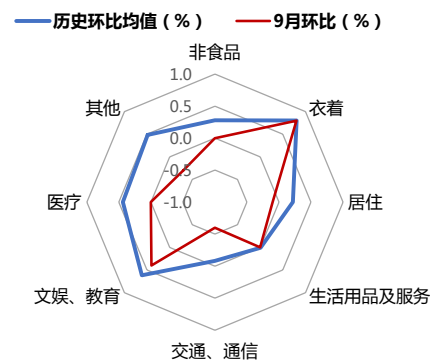
注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 9 月环比均值

图 3：9 月核心 CPI 环比走平，明显低于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

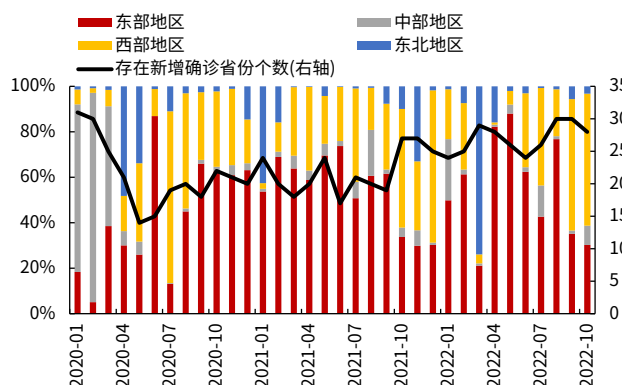
图 4：9 月非食品分项中，多数价格涨幅低于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 9 月环比均值

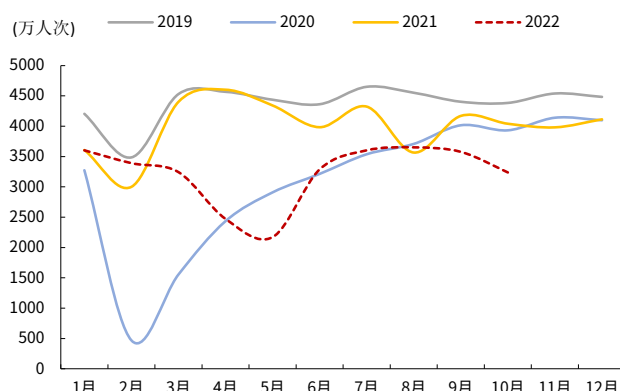
图 5：8 月以来，国内疫情多点散发，多集中在西部、东部地区



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至 2022 年 10 月 13 日；左轴数据为我国四大地理区域中，各地区新增确诊病例占全国比重，东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江。

图 6：因国内疫情反复，9 月以来地铁客流量持续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至 2022 年 10 月 13 日；选取北京、上海、广州、成都、南京、西安、苏州、重庆地铁月均客运量加总。

1.2 原材料价格跌幅收窄，PPI 同比延续下行

9 月 PPI 环比降幅略有收窄，高基数影响下，同比回落速度加快。9 月 PPI 同比自上月的 2.3% 加快回落至 0.9%，环比则由上月的 -1.2% 收窄至 -0.1%。其中，生产资料价格环比自上月的 -1.6% 收窄至 -0.2%，生活资料价格环比自上月的 -0.1% 回升至 0.1%。

生产资料方面，能源、金属等原材料价格跌幅明显收窄。

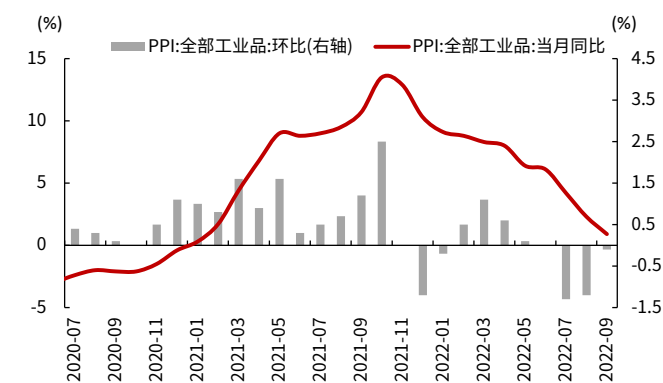
一是，与内需相关的黑色、有色、水泥价格跌幅收窄，与基建项目持续落地、建筑业进入施工旺季有关。9 月，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 1.7%，降幅较上月收窄 2.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 0.1%，降幅较上月收窄 1.9 个百分点；非金属矿物制品业价格环比下降 0.4%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点。

二是，原油等国际大宗商品价格经历快速回落后，进入震荡下跌区间，跌幅较前期有明显收窄。尤其是 9 月下旬以来，随着 OPEC+ 由前期缓慢增产转向减产，对油价形成底部支撑。9 月，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比分别下降 3.8%、0.1%，上月则分别下降 7.3%、4.8%。

三是，国内储煤需求提升，9 月煤炭开采和洗选业价格环比由上月的 -4.3% 回升至 0.5%。

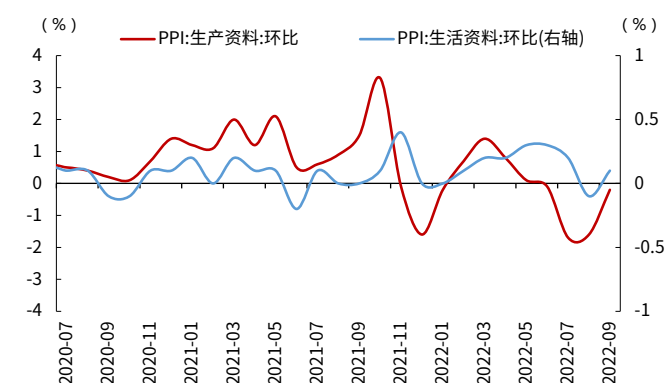
生活资料方面，9 月环比小幅回升，食品、衣着价格是主要贡献项。其中，食品类环比自上月的 0% 抬升至 0.3%，与猪肉等食品价格上涨有关；衣着类价格环比持平于上月的 0.3%，与换季提价有关；一般日用品环比持平于上月的 0%；耐用消费品价格环比自上月的 -0.4% 抬升至 0%，与电子产品上新有关。

图 7：9 月 PPI 环比降幅收窄，同比增速加快下行



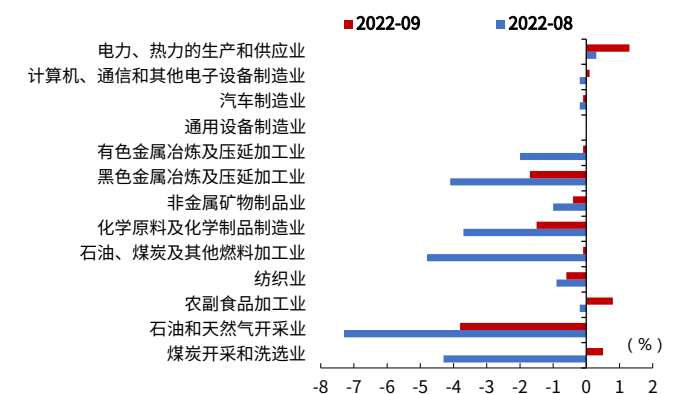
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：9 月 PPI 生产资料环比降幅收窄，生活资料环比增速回升



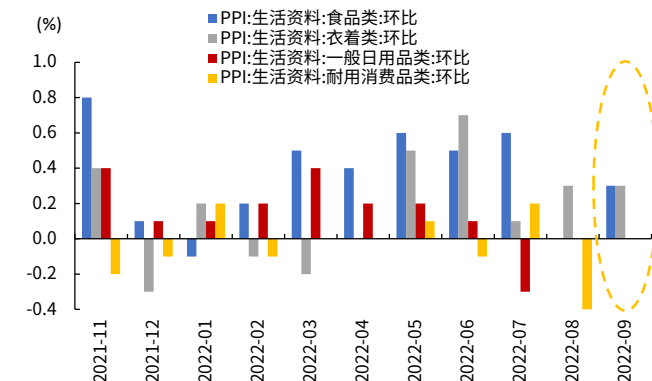
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：9 月上游原材料价格跌幅普遍收敛



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：9 月 PPI 生活资料中，食品、衣着价格维持上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所；

注：2022 年 9 月 PPI 生活资料中，一般日用品和耐用消费品价格环比增速皆为 0

1.3 四季度通胀中枢将走低，有助于货币条件延续宽松

向前看，PPI 方面，预计四季度大宗商品价格仍处在震荡偏弱格局，四季度 PPI 同比大概率转负，指向企业成本压力进一步缓和。

一则，随着海外刺激政策退出、欧美央行大步抑制通胀，能源短缺叠加利率抬升，持续削弱海外经济增长动能。从数据上看，欧美 PMI 指数持续回落，美国居民消费、制造业补库需求转弱仍在持续，外需回落背景下，国际大宗商品仍处在下行通道内。

二则，国内仍存在需求不足、预期转弱的问题，居民加杠杆意愿偏弱，地产销售恢复缓慢，预计年内房地产投资大概率表现低迷，建筑业相关的大宗商品价格，预计维持相对弱势。

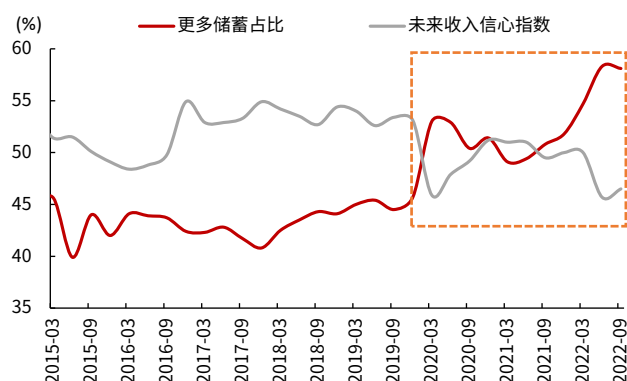
CPI 方面，预计 9 月为年内高点，四季度同比或将回落至 2% 附近，通胀中枢走低，有助于国内货币政策维持宽松环境。同时核心 CPI 持续下探，显示出未来潜在的通缩隐患，也指向货币条件延续宽松的必要性。

一则，疫情、地产仍然是约束国内需求恢复的两大因素，居民储蓄意愿仍然较强，在上述两方面约束尚未缓解前，预计核心 CPI 大概率维持低位。

二则，尽管新一轮猪周期已开启，四季度随着需求转暖，猪价涨幅或将扩大，但考虑到政策及时介入，9 月以来已陆续开启 5 批储备肉投放，以稳定生猪价格，预计四季度猪价上涨幅度相对温和，对 CPI 拉动偏弱。

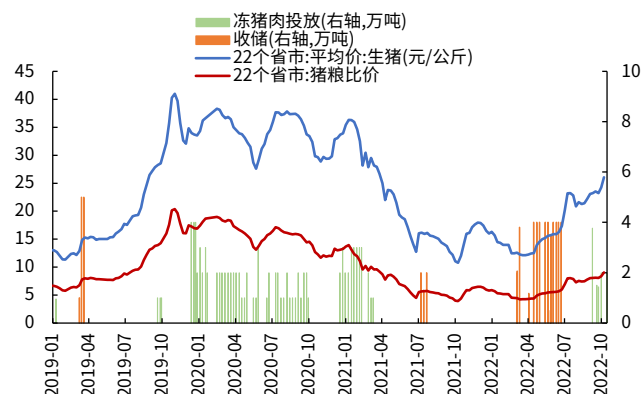
三则，当前俄乌局势愈加紧张，四季度能源紧缺风险或将再度抬升，原油价格维持高位概率较大，但在需求回落背景下，其反弹空间也有上限。

图 11：三季度居民储蓄意愿仍维持高位



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 12：9月以来，国家发改委展开五次储备冻猪肉投放

资料来源：Wind, 华储网, 光大证券研究所
注：数据截至2022年10月13日

二、海外观察

2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率同步上行

美国 10 年期国债收益率上行。本周（截至 10 月 13 日）美国 10 年期国债收益率 3.97%，较上周上行 8BP，其中通胀预期较上周上行 7BP，实际收益率 1.63%，较上周上行 1BP。法国 10 年期国债收益率上行 6BP 至 2.86%，德国 10 年期国债上行 20BP 至 2.34%，日本 10 年期国债较上周持平，为 0.25%，英国 10 年期国债上行 23BP 至 4.63%（截至 10 月 12 日）。

图 13：美国 10 年期国债收益率大幅上行

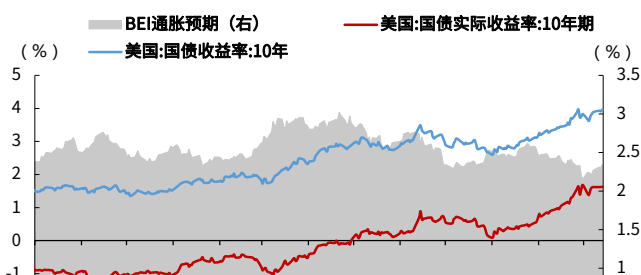
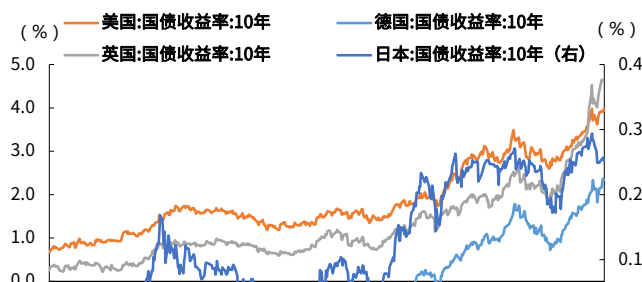


图 14：各国国债收益率同步上行



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_47381

