

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI超预期下行 PPI阶段性回落

—9月物价数据点评

2020年10月15日

内容提要:

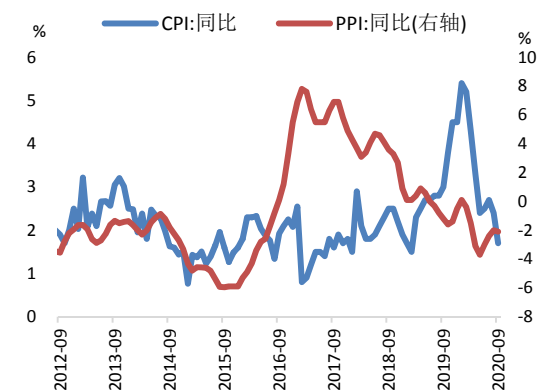
9月CPI同比上涨1.7%，预期1.9%，前值2.4%；PPI同比回落2.1%，预期回落1.7%，前值回落2.0%。

9月CPI低于市场预期，食品与非食品表现均弱于季节性特征。从环比看，CPI上涨0.2%，弱于历史均值0.3个百分点。食品价格环比表现弱于季节性特征，子项中仅有鲜果上涨，肉类价格下行继续拖累CPI。非食品价格小幅弱于季节性特征，服务价格有所回升。核心CPI则继续低位徘徊。9月剔除肉类后的CPI(0.31%)连续第2个月上行，剔除猪肉后的CPI(0.7%)持平于8月，表明需求仍在低位修复。短期而言，考虑到2019年10月猪肉价格基数大幅上行(当年10月末较9月末上涨41.4%)，今年10月其对CPI或从正向贡献转为拖累，CPI或降至1%以下，年内最低或接近0，全年同比增长2.6%左右。

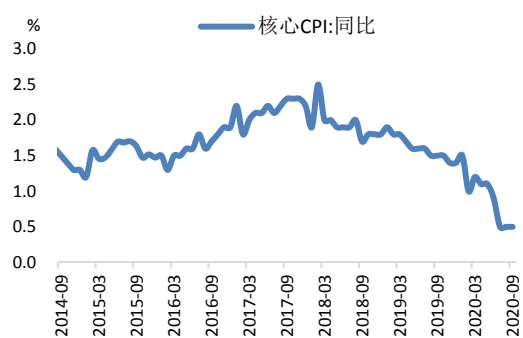
PPI弱于市场预期。大宗商品价格同比跌幅时隔4个月后再度扩大。其中，9月CRB指数均值环比下跌0.9%，同比回落15.4%。从国内中观高频数据看，生产指标高位，需求小幅加速，社融保持较快增长，国内经济继续复苏，有利于大宗商品价格修复。展望未来，PPI修复上行趋势不改，但由于油价基数走高以及国内部分行业库存偏高，短期难以大幅上行，加速启动时点还看明年一季度，预计10月PPI小幅反弹至-2.0%，全年同比下滑1.9%左右。

风险提示: 央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

CPI与PPI(资料来源: Wind)



核心CPI(资料来源: Wind)



相关报告

1. 《经济修复上行 政策满而不溢—2020 年中期国内宏观经济展望》
2. 《年内通胀下行 再通胀效应或有限》
3. 《CPI 继续反弹 PPI 如期修复—7 月物价数据点评》
4. 《CPI 继续下行 PPI 或存反复—8 月物价数据点评》

事件: 国家统计局 10 月 15 日公布的数据显示, 9 月 CPI 同比上涨 1.7%, 预期 1.9%, 前值 2.4%; PPI 同比回落 2.1%, 预期回落 1.7%, 前值回落 2.0%。

点评: 9 月通胀数据低于预期。CPI 超预期回落主要是肉类价格对 CPI 的贡献继续大幅下降。9 月剔除肉类后的 CPI 连续第 2 个月上行, 剔除猪肉后的 CPI 持平于 8 月, 表明需求仍在低位修复。预计 10 月 CPI 或降至 1% 以下, 年内最低或接近 0, 全年同比增长 2.6% 左右。未来, PPI 修复上行趋势不改, 但由于油价基数走高以及国内部分行业库存偏高, 短期难以大幅上行, 加速启动时点还看明年一季度, 预计 10 月 PPI 小幅反弹至 -2.0%, 全年同比下滑 1.9% 左右。

1、CPI 下行趋势不改

9 月 CPI 低于市场预期, 食品与非食品表现均弱于季节性特征。从环比看, CPI 上涨 0.2%, 弱于历史 (2011-2019 年, 下同) 均值 0.3 个百分点。从同比看, 食品烟酒类价格同比上涨 6.4%, 影响 CPI 上涨约 2.0 个百分点。食品中, 畜肉类价格上涨 22.6%, 影响 CPI 上涨约 1.39 个百分点, 其中猪肉价格上涨 25.5%, 影响 CPI 上涨约 1.0 个百分点; 鲜菜价格上涨 17.2%, 影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点; 水产品价格上涨 2.6%, 影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点; 粮食价格上涨 1.5%, 影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点; 蛋类价格下降 15.8%, 影响 CPI 下降约 0.11 个百分点; 鲜果价格下降 6.9%, 影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。在 1.7% 的同比涨幅中, 翘尾因素和新涨价因素分别为 1.2、0.5 个百分点, 后者较 8 月上行 0.2 个百分点。

食品价格环比表现弱于季节性特征, 子项中仅有鲜果上涨。9 月食品价格环比上涨 0.4%, 大幅弱于历史均值 (1.3%)。

肉类价格下行继续拖累 CPI。其中, 9 月猪肉价格环比下跌 1.6%, 弱于历史均值 (上涨 3.6%, 但剔除 2019 年 19.7% 异常值后为 1.6%), 时隔 3 个月后再度下跌; 同比上涨 25.5%, 较 8 月继续大幅收窄 27.1 个百分点, 涨幅为近 15 个月最低, 拉动 CPI 1.0 个百分点, 较 8 月缩小 0.74 个百分点 (前值为 0.58 个百分点)。肉禽及其制品环比下跌 0.8%, 同比上涨 22.6%, 为近 14 个月最低, 拉动 CPI 1.4 个百分点, 较 8 月缩小 0.9 个百分点。近期生猪生产持续恢复, 存栏不断改善, 储备猪肉投放增多, 猪肉供给有所增加。根据农业农村部 10 月 10 日消息, 截至目前, 全国生猪和能繁母猪存栏均恢复到正常年份 80% 以上的水平, 生猪规模养殖比

重提高到 53%。其中，8 月全国生猪存栏环比增长 4.7%，连续 7 个月增长，同比增长 31.3%；能繁母猪存栏环比增长 3.5%，连续 11 个月增长，同比增长 37.0%。此外，根据证券之星整理企业公告和行业协会等数据的研究结果显示，2020 年生猪养殖企业大举投资，35 家企业预计合计投资 1596 亿元，占行业总投资额的 59.4%；35 家企业预计合计建设产能 6941 万头，占行业总建设规模的 60.6%。未来，猪肉供给将持续增加，猪价下行趋势不改。虽然当前价格（22 个省市均价）较峰值下降了 11.5%，但较 2018 年 5 月谷底仍然大涨 212.5%。

其他食品价格以涨为主，但仅有鲜果价格环比强于季节性。其中，受季节和节日等因素叠加影响，鲜果环比变化为 7.3%，高于历史均值 5.6 个百分点；油脂、水产品价格环比变化分别为 0.3%、-0.9%，持平历史均值；其他大类价格环比变化弱于历史均值，尤其是鸡蛋，低于均值 3.5 个百分点。此外，6-9 月粮食价格环比变化均值为 0，弱于历史均值，粮食价格总体平稳。

非食品价格小幅弱于季节性特征。9 月非食品价格环比上涨 0.2%，稍弱于历史均值（0.3%）。分项数据 2 涨 3 平 2 降，其中衣着、教育文化和娱乐价格分别上涨 0.9%和 0.8%；居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平；其他用品和服务、交通和通信价格分别下降 0.9%和 0.1%。随着文娱消费逐步恢复，观影人数增加，电影票价格上涨 4.1%；新学期开学，课外教育及部分民办学校收费有所上涨，教育服务价格上涨 1.6%。此外，其他用品和服务在 4 连涨后，9 月环比回落 0.9%，同比涨幅（4.3%）也降至近 14 个月以来的最低。

核心 CPI 继续低位徘徊。9 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.5%，持平于 8 月与 7 月，仍大幅弱于历史均值（上涨 1.72%）；环比上涨 0.2%，弱于历史均值（0.32%），终端需求仍在温和复苏。

综上，CPI 回落符合市场预期但降幅超出市场预期，主要是肉类价格对 CPI 的贡献继续大幅下降。9 月剔除肉类后的 CPI（0.31%）连续第 2 个月上行（5-7 月均为负，8 月为 0.12%），剔除猪肉后的 CPI（0.7%）持平于 8 月，表明需求仍在低位修复。短期而言，考虑到 2019 年 10 月猪肉价格基数大幅上行（当年 10 月末较 9 月末上涨 41.4%），今年 10 月其对 CPI 或从正向贡献转为拖累，CPI 或降至 1%以下，年内最低或接近 0，全年同比增长 2.6%左右。

2、PPI 弱于预期，未来或震荡上行

PPI 弱于市场预期。9 月 PPI 环比上涨 0.1%，小幅弱于历史均值（0.2%）；同比回落 2.1%，低于市场预期（-1.7%）；PPIRM 环比上涨 0.4%，同比回落 2.3%。两者同环比改善幅度均弱于 7-8 月。在 PPI2.1% 的同比降幅中，翘尾因素为 0，新涨价因素约为 -2.1 个百分点，后者与 8 月持平。

从同比看，9 月生产资料价格下降 3.0%，降幅收窄 0.5 个百分点；生活资料价格上涨 0.6%，涨幅回落 0.1 个百分点。主要行业中，黑色金属矿采选业（同比上涨 9.4%，下同）、有色金属矿采选业（6.2%）、农副食品加工业（3.9%）等涨幅靠前，石油和天然气开采业（-26.2%）、化学纤维制造业（-15.6%）、煤炭开采和洗选业（-7.5%）等跌幅较大。

从环比看，从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 15 个，比上月减少 2 个；下降的 19 个，增加 1 个；持平的 6 个，增加 1 个。受国际原油价格变动影响，石油相关行业价格由涨转降，其中，石油和天然气开采业价格下降 2.3%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 0.5%。其他主要行业中，价格涨幅回落的有黑色金属冶炼和压延加工业，上涨 1.3%，回落 0.2 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 0.7%，回落 2.3 个百分点；农副食品加工业，上涨 0.2%，回落 0.4 个百分点。此外，非金属矿物制品业、煤炭开采和洗选业价格均由降转涨，分别上涨 0.4% 和 0.3%；计算机、通信和其他电子设备制造业价格下降 0.7%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。

大宗商品价格同比跌幅时隔 4 个月后再度扩大。9 月 CRB 指数均值环比下跌 0.9%（7 月为上涨 5.8%，下同），同比回落 15.4%（-12.1%）；Brent 原油价格均值环比下跌 7.0%（4.1%），同比回落 32.8%（-24.4%）；南华工业品价格指数均值环比下跌 2.2%（2.1%），同比下跌 2.9%（2.0%）。9 月至 10 月中旬布伦特油价一直徘徊在 42 美元/桶左右，并几度跌破 40 美元/桶，后续对相关行业价格形成一定压制。

从国内中观高频数据看，生产指标高位，需求小幅加速，社融保持较快增长，国内经济继续复苏，有利于大宗商品价格修复。不过，部分行业库存仍然较高，比如钢铁，兰格钢铁库存综合指数同比仍高出 35.2%，短期可能以消化库存为主，对价格的拉动有所削弱。海外方面，疫情存在反复，美国日均新增确诊人数再度突破 5 万，欧洲多国则再创年内新高，全球经济复苏仍存在一定阻力，大宗原材料价格走势亦存在反复的可能。

展望未来，PPI 修复上行趋势不改，但由于油价基数走高（2019 年 11 月-2020 年 1 月油价均价在 57 美元/桶之上，较 2019 年 6-10 月走高）以及国内部分行业库存偏高，短期难以大幅上行，加速启动时点还看明年一季度，预计 10 月 PPI 小幅反弹至-2.0%，全年同比下滑 1.9%左右。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_1945

