

宏观点评报告

2020 年 10 月 15 日

CPI 持续回落，PPI 短期震荡，无需忧虑通胀**9 月通胀点评****核心内容：****● CPI 持续回落**

通胀环比小幅上行，食品和非食品价格上涨均有一定贡献：（1）蔬菜价格上行，“中秋”、“国庆”双节消费拉动影响，菜价小幅上扬；（2）猪肉价格下行，猪肉供给开始缓解，猪肉价格即使在节日期间也出现小幅下滑；（3）非食品价格小幅上行，服装类价格上行 0.9%，这是季节性特征，教育服务上行 1.6%，但预计这种上行是一次性的。9 月份非食品价格上行并未表现节日特征，旅游价格下跌 0.9%。

● 猪肉进入周期下降通道，蔬菜价格小幅偏高

猪肉供给持续性改善，猪肉价格进入持续下滑通道，即使双节也未能挽救猪肉价格。终端消费起色较慢，当供给端有所变化后，价格随之反应。现阶段生猪价格仍然偏高，产能也未完全恢复，供给仍然属于紧平衡。预计 4 季度猪肉需求上行，猪肉价格仍然可能波动，但其总体下行的趋势不变。

9 月份蔬菜价格上行，蔬菜供给在 9 月份出现一定程度的断档，促使蔬菜价格走高，节日也促使蔬菜需求增加。整体来看，本年度蔬菜价格自 7 月份开始价格就处于小幅偏高的状态，10、11 月份蔬菜价格下跌可能不及预期。尤其要注意本年冬天天气情况，如果寒冷程度超预期，蔬菜价格预计也会超预期。

● 未来 CPI 以降为主

9 月份 CPI 环比小幅上行，节日因素带动价格小幅上行。消费品和服务类价格均小幅上升，核心 CPI 本月保持平稳，我国现阶段没有通胀忧虑。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，尤其是 2019 年下半年猪肉价格快速上行，而 2020 年 4 季度猪肉价格可能进入周期下行，压低了整个 CPI 的涨幅。

我国货币发行继续缓慢上行，信贷走高使得信用货币也有所上升，但货币的短暂走高并未带动居民收入增加，房地产价格基本平稳，资本市场带来的财富效应暂时未体现在消费上。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 本月仍然是 0.5% 的水平。

10 月份翘尾影响 0.8%，预计新涨价因素在 0.4% 左右，CPI 同比涨幅约在 1.2% 左右。我们预计 2020 年 CPI 在 2.7% 左右，4 季度 CPI 在 1% 左右运行，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

● PPI 上行放缓

工业生产者价格（PPI）仍然负增长，生产资料价格回升。原油价格 9 月份小幅下滑，煤炭价格上行，铁矿石价格继续高位运行，出厂价格本月小幅波动。未来国内经济持续回暖会推升 PPI 持续回升，但回升速度可能稍显缓慢。2020 年下半年需求保持平稳，新冠疫情影响了短期需求，政府投资加码可能性在下行，加上货币政策转回中性，未来 PPI 回升速度放缓。全球经济恢复速度仍然稍显缓慢，经济可能长期受到疫情影响，PPI 好转速度可能减慢，预计 2020 年 PPI 为

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

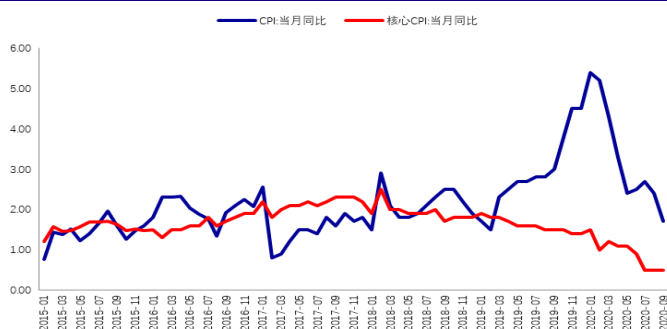
分析师登记编号：S0130515030003

-2.0%。

一、CPI 持续回落

CPI 环比上行，核心 CPI 平稳，未来 CPI 走势以降为主，食品和非食品价格环比小幅波动。9 月份全国居民消费价格同比上行 1.7%，环比上行 0.2 个百分点；其中食品价格环比上行 0.4%，非食品价格上行 0.2%。核心 CPI 同比增速 0.5%，环比上行 0.2%，核心 CPI 同比处于低位。

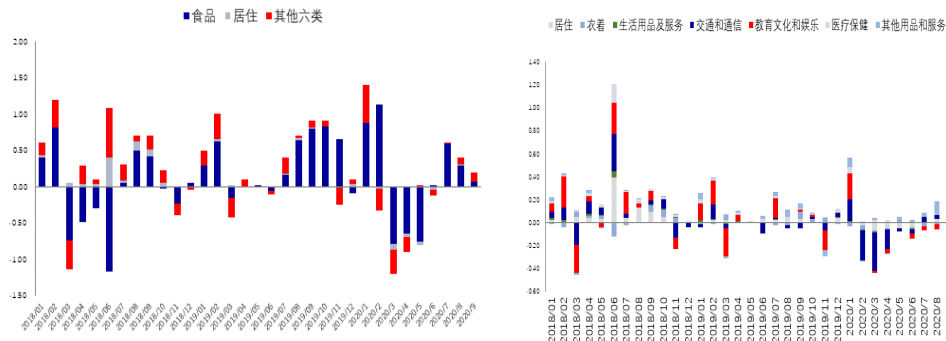
图 1：CPI 同比下行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

通胀环比小幅上行，食品和非食品价格上涨均有一定贡献。9 月 CPI 环比上行，食品价格继续上涨：（1）蔬菜价格上行 2.4%，水果上行 7.3%，‘‘中秋’’、‘‘国庆’’双节消费拉动影响，菜价小幅上扬；（2）猪肉价格下行 1.6%，综合畜肉类价格下行 0.8%；猪肉供给开始缓解，猪肉价格即使在节日期间也出现小幅下滑；（3）非食品价格小幅上行，服装类价格上行 0.9%，这是季节性特征，教育服务上行 1.6%，但预计这种上行是一次性的。9 月份非食品价格上行并未表现节日特征，旅游价格下跌 0.9%。

图 2：食品和非食品价格对 CPI 的拉动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、猪肉进入周期下降通道，蔬菜价格小幅偏高

猪肉供给持续性改善，猪肉价格进入持续下滑通道，即使双节也未能挽救猪肉价格。农业农村部表示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%。随着生猪产能的释放，猪肉价格开始下跌，10 月份猪肉价格依然一路下滑。终端消费起色较慢，当供给端有所变化后，价格随之反应。

现阶段生猪价格仍然偏高，产能也未完全恢复，供给仍然属于紧平衡。预计 4 季度猪肉需求上行，猪肉价格仍然可能波动，但其总体下行的趋势不变。

图 3：猪肉价格回落（元/公斤）



资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

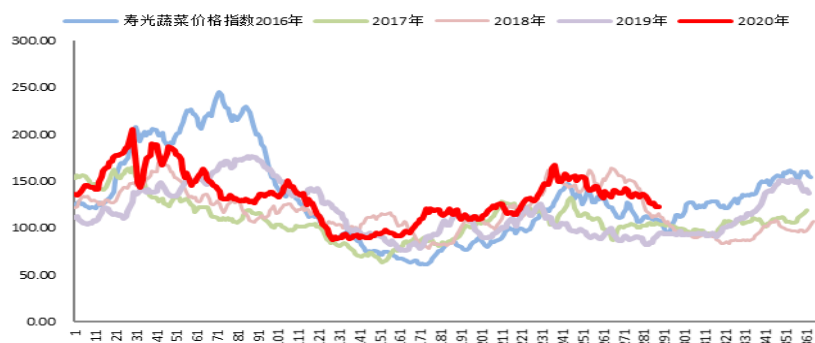
图 4：三轮猪周期价格对比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

9 月份蔬菜价格上行，蔬菜供给在 9 月份出现一定程度的断档，促使蔬菜价格走高。节日也促使蔬菜需求增加。整体来看，本年度蔬菜价格自 7 月份开始价格就处于小幅偏高的状态，10、11 月份蔬菜价格下跌可能不及预期。尤其要注意本年冬天天气情况，如果寒冷程度超预期，蔬菜价格预计也会超预期。

图 5：蔬菜价格指数下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、未来 CPI 以降为主

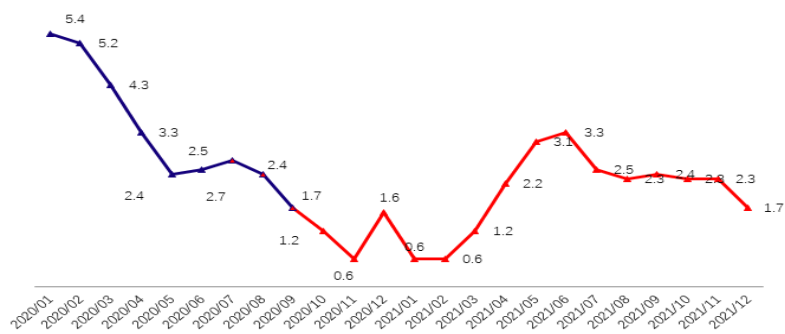
9 月份 CPI 环比小幅上行, 节日因素带动价格小幅上行。消费品和服务类价格均小幅上升, 核心 CPI 本月保持平稳, 我国现阶段没有通胀忧虑。可以看到, 疫情后我国消费增速回升速度低于预期, 而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中, 但物价翘尾水平会持续下行, 尤其是 2019 年下半年猪肉价格快速上行, 而 2020 年 4 季度猪肉价格可能进入周期下行, 压低了整个 CPI 的涨幅。服务类价格上行较为困难, 其他食品价格平稳, 未来 CPI 以降为主。

我国货币发行继续缓慢上行, 信贷走高使得信用货币也有所上升, 但货币的短暂走高并未带动居民收入增加, 房地产价格基本平稳, 资本市场带来的财富效应暂时未体现在消费上。通胀走高需要信用大幅放松, 现阶段来看通胀仍然不具备走高条件, 核心 CPI 本月仍然是 0.5% 的水平。

10 月份翘尾影响 0.8%, 预计新涨价因素在 0.4% 左右, CPI 同比涨幅约在 1.2% 左右。我们预计 2020 年 CPI 在 2.7% 左右, 4 季度 CPI 在 1% 左右运行。

现阶段我们主要面临主要问题是有效需求不足, 这不仅是新冠疫情带来的, 也是我国近年来面临的主要问题。虽然有效需求可以用政府投资来弥补, 但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前, CPI 全面上行概率很小, 预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

图 6 : 2020-2021 年 CPI 预测 (%)



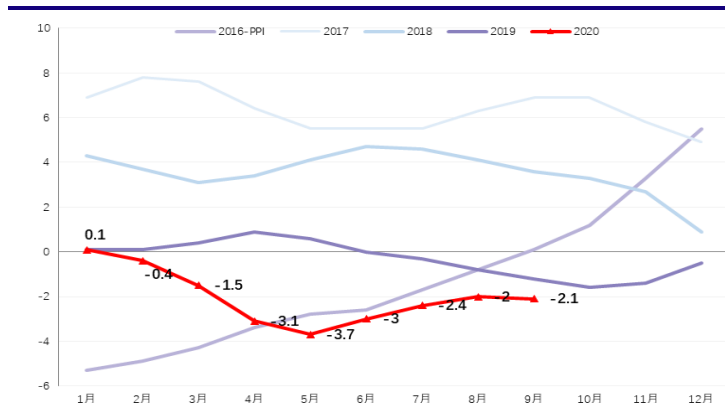
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、PPI 上行放缓

工业生产者价格（PPI）仍然负增长，生产资料价格回升。9 月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比-2.1%，环比 0.1%。2020 年翘尾水平趋近于 0，PPI 变动主要受供需变化影响。

原油价格 9 月份小幅下滑，煤炭价格上行，铁矿石价格继续高位运行，出厂价格本月小幅波动。未来国内经济持续回暖会推升 PPI 持续回升，但回升速度可能稍显缓慢。石油天然气开采业环比下行 2.3%，石油、煤炭及其他燃料加工业下行 0.5%。房地产仍然受到调控的影响，新冠疫情下地方基建加码需要看落实程度。9 月份煤炭行业受到进口限制的影响价格上行，原油价格小幅波动，但短期 PPI 走势仍然主要受到原油价格波动影响。

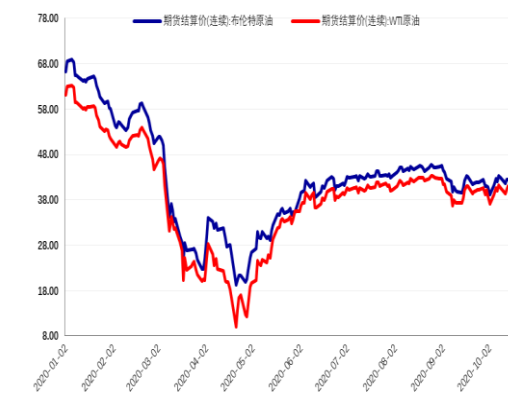
图 7：9 月份 PPI 同比小幅回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

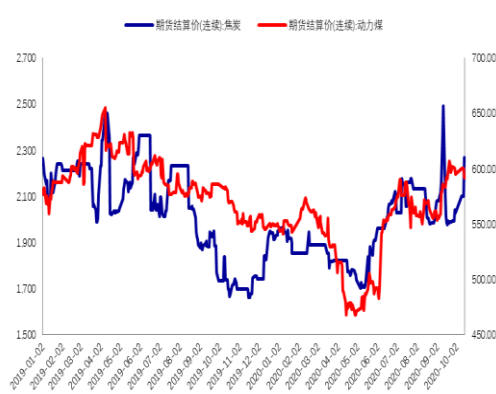
原油价格 9 月小幅回落，全球经济复苏仍然面临困难，原油供给较为充足，价格上行仍要等待。焦煤和动力煤 9 月份价格有所上升，主要受到进口限制的影响，铁矿石受到建筑行业火热的价格处于高位。

图 8：原油价格小幅下行（美元/桶）



资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

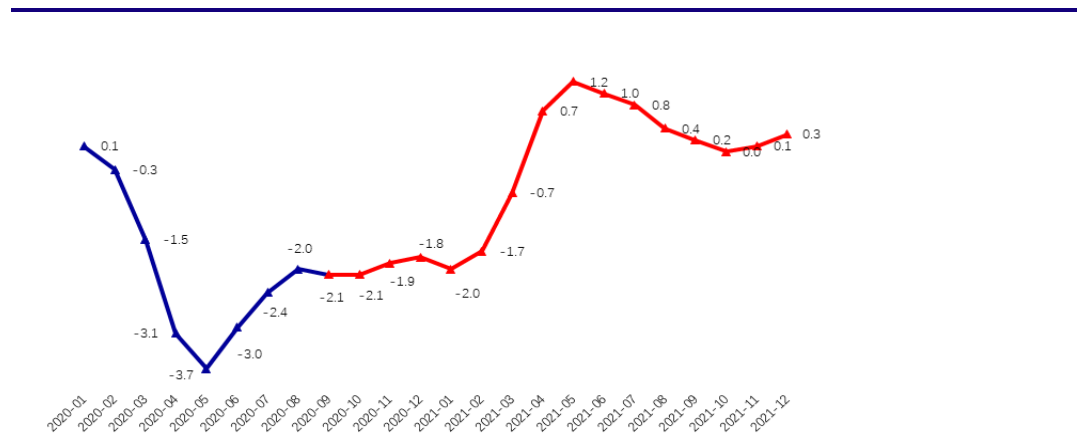
图 9：焦煤和动力煤价格（元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2020 年下半年需求保持平稳，新冠疫情影响了短期需求，政府投资加码可能性在下滑，加上货币政策转回中性，未来 PPI 回升速度放缓。全球经济恢复速度仍然稍显缓慢，经济可能长期受到疫情影响，那么 PPI 好转速度可能减慢，预计 2020 年 PPI 为-2.0%。

图 10：PPI 预期（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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_2071

