

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

CPI 加速下行 PPI 反弹乏力

—10 月物价数据点评

2020 年 11 月 10 日

分析师:

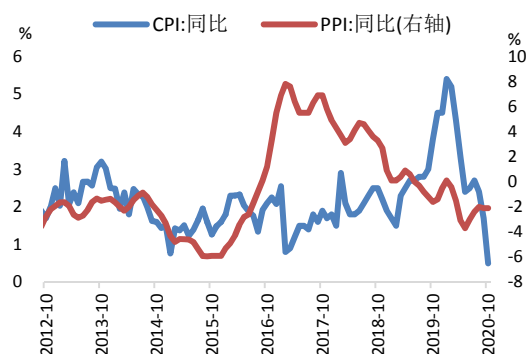
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

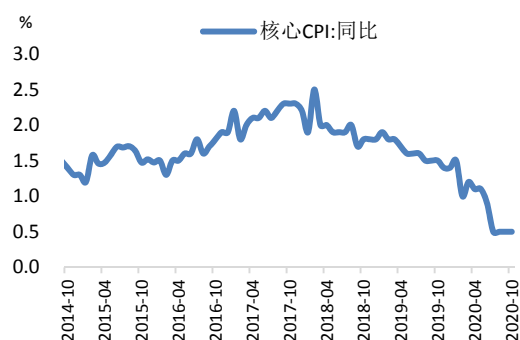
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI 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》

内容提要:

10 月 CPI 同比上涨 0.5%，预期 0.8%，前值 1.7%；PPI 同比回落 2.1%，预期回落 2.1%，前值回落 2.1%。

CPI 低于市场预期，食品与非食品价格均弱于季节性特征。猪肉价格下行，对 CPI 从贡献转为拖累；其他食品价格涨跌互现，多数价格环比强于季节性。10 月剔除肉类后的 CPI 连续第 3 个月上行，需求仍在低位修复。短期而言，考虑到猪肉供给仍在持续增加，消费需求温和复苏，CPI 继续下行，不过 2019 年 11-12 月猪肉价格持续下行，高基数效应缓和，其对 CPI 的拖累影响较 10 月下降，预计 11 月 CPI 同比上涨 0.1%，全年同比增长 2.6% 左右。

PPI 符合市场预期，大宗商品价格反弹乏力。展望未来，PPI 修复上行趋势不改，但由于 2019 年 11 月起油价基数走高带动同期 PPI 基数提升，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 11 月 PPI 小幅反弹至 -1.9%，全年同比下滑 2.0% 左右。疫苗加速问世，有助于全球经济及大宗商品价格回升。

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。

事件: 国家统计局 11 月 10 日公布的数据显示,10 月 CPI 同比上涨 0.5%, 预期 0.8%, 前值 1.7%; PPI 同比回落 2.1%, 预期回落 2.1%, 前值回落 2.1%。

点评: 10 月通胀数据低于预期。CPI 超预期回落主要是肉类价格对 CPI 从贡献转为拖累。10 月剔除肉类后的 CPI 连续第 3 个月上行, 需求仍在低位修复。短期而言, 考虑到猪肉供给仍在持续增加, 消费需求温和复苏, CPI 继续下行, 预计 11 月 CPI 同比上涨 0.1%, 全年同比增长 2.6% 左右。PPI 修复上行趋势不改, 但由于 2019 年同期 PPI 基数提升, 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 11 月 PPI 小幅反弹至 -1.9%, 全年同比下滑 2.0% 左右。就政策而言, 短期或继续维持当前平衡状态。

1、肉类价格回落推动 CPI 加速下行

10 月 CPI 低于市场预期, 食品与非食品价格均弱于季节性特征。从环比看, CPI 下跌 0.3%, 弱于历史 (2011-2019 年, 下同) 均值 0.4 个百分点。从同比看, 食品烟酒类价格同比上涨 2.4%, 影响 CPI 上涨约 0.76 个百分点。食品中, 鲜菜价格上涨 16.7%, 影响 CPI 上涨约 0.38 个百分点; 水产品价格上涨 2.5%, 影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点; 畜肉类价格上涨 2.0%, 影响 CPI 上涨约 0.14 个百分点, 其中猪肉价格下降 2.8%, 影响 CPI 下降约 0.13 个百分点; 粮食价格上涨 1.5%, 影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点; 鲜果价格上涨 0.4%, 影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点; 蛋类价格下降 16.3%, 影响 CPI 下降约 0.11 个百分点。在 0.5% 的同比涨幅中, 翘尾因素和新涨价因素分别为 0.4、0.1 个百分点, 后者较 9 月下行 0.4 个百分点。

食品价格环比表现弱于季节性特征。10 月食品价格环比下跌 1.8%, 大幅弱于历史均值 (环比持平)。

肉类价格下行继续拖累 CPI。其中, 10 月猪肉价格环比下跌 7.0%, 弱于历史均值 (上涨 1.5%, 但剔除 2019 年 20.1% 异常值后为下跌 4.6%); 同比下跌 2.8%, 为近 20 个月以来首次转负, 较 9 月继续大幅收窄 28.3 个百分点, 拖累 CPI 0.13 个百分点, 拉动效应较 9 月缩小 1.13 个百分点。肉禽及其制品环比下跌 4.5%, 同比上涨 2.0%, 后者亦为近 20 个月最低, 拉动 CPI 0.14 个百分点, 较 9 月缩小 1.25 个百分点。近期生猪生产持续恢复, 存栏不断改善, 猪肉供给有所增加。根据农业农村部消息, 前三季度我国新建投产了 1.25 万个规模猪场, 另有 1.34 万个去年空栏的规

模猪场开始复养；此外，前三季度生猪养殖投资大幅增加推动畜牧业固定资产投资额累计增长 80.6%。猪肉养殖生产恢复进程加快，未来猪肉价格下行趋势不改。

其他食品价格涨跌互现，多数价格环比强于季节性。其中，受部分地区苹果、梨等新果上市影响，鲜果环比变化为 1.8%，高于历史均值 1.8 个百分点；鲜菜、鸡蛋、油脂价格环比变化分别为-2.1%、-1.9%、0.5%，高于历史均值 1.2、2.2、0.2 个百分点；其他大类价格环比变化小幅弱于历史均值。此外，10 月粮食价格环比变化为 0.1%，弱于历史均值（0.2%），6-9 月环比均值为 0.02%，粮食价格总体持续平稳。

非食品价格小幅弱于季节性特征。10 月非食品价格环比上涨 0.1%，稍弱于历史均值（0.2%）。分项数据 5 涨 2 降，其中教育文化和娱乐、衣着价格分别上涨 0.6%和 0.4%；居住、生活用品及服务、医疗保健价格均上涨 0.1%；其他用品和服务、交通和通信价格分别下降 1.7%和 0.2%。国庆中秋假期居民出行增多，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别上涨 9.4%、4.1%和 2.8%；受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别下降 2.3%和 2.6%。

核心 CPI 连续 4 个月持平于 0.5%。10 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.5%，仍大幅弱于历史均值（上涨 1.72%）；环比上涨 0.1%，与历史均值（0.14%）大体相当，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 从贡献转为拖累。10 月剔除肉类后的 CPI（0.36%）连续第 3 个月上行（9 月为 0.31%），剔除猪肉后的 CPI（0.6%）低于 9 月 0.1 个百分点，需求仍在低位修复。短期而言，考虑到猪肉供给仍在持续增加，消费需求温和复苏，CPI 继续下行，不过 2019 年 11-12 月猪肉价格持续下行，高基数效应缓和，其对 CPI 的拖累影响较 10 月下降，预计 11 月 CPI 同比上涨 0.1%，全年同比增长 2.6%左右。

2、PPI 符合预期，未来或震荡上行

PPI 符合市场预期。10 月 PPI 环比持平，小幅弱于历史均值（0.1%）；同比回落 2.1%，符合市场预期；PPIRM 环比上涨 0.2%，同比回落 2.4%。两者同环比改善幅度均弱于前几个月。在 PPI2.1%的同比降幅中，翘尾因素为-0.1 个百分点，新涨价因素约为-2.0 个百分点，后者较 9 月上升 0.1 个百分点。

从同比看，10月生产资料价格下降2.7%，降幅收窄0.1个百分点；生活资料价格下降0.5%，降幅扩大0.4个百分点。主要行业中，价格降幅收窄的有煤炭开采和洗选业，下降5.5%，收窄2.0个百分点；燃气生产和供应业，下降5.4%，收窄0.1个百分点。价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降30.4%，扩大4.2个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降18.5%，扩大1.6个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨2.9%，涨幅与上月相同；黑色金属冶炼和压延加工业价格由平转涨，上涨0.3%。农副食品加工业价格上涨1.9%，涨幅回落2.0个百分点。

从环比看，从调查的40个工业行业大类看，价格上涨的有12个，比上月减少3个；下降的18个，减少1个；持平的10个，增加4个。其中，受北方气温下降影响，供暖需求逐渐增加，煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业价格分别上涨2.1%和0.4%；化学原料和化学制品制造业价格上涨1.1%，化学纤维制造业价格上涨1.0%，纺织业、造纸和纸制品业、非金属矿物制品业价格均上涨0.3%。受国际原油价格震荡下行影响，石油和天然气开采业价格下降4.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降1.6%。此外，有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别下降0.3%和0.1%。

大宗商品价格反弹乏力。10月LME基本金属指数均值环比上涨0.9%，同比上涨7.8%，但整体CRB均值环比仅上涨0.5%且CRB同比、Brent原油同环比、南华工业品价格同环比均为负。年内原材料与工业品价格还有修复空间，但是从近期高频数据看，上涨动力有所减弱。

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，国内部分行业库存仍然较高，海外疫情加速扩散，美国日均新增确诊人数接近12万，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，维持此前观点即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）带动同期PPI基数提升（-1.4%至0.1%），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11月PPI小幅反弹至-1.9%，全年同比下滑2.0%左右。疫苗加速问世，有助于全球经济及大宗商品价格回升。

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_1447

