

2020 年 11 月 10 日

【华西固收研究】猪油共振加速 CPI 下行，油价拖累 PPI 回升进度

——10 月通胀数据点评 20201110

事件概述：

11 月 10 日统计局公布 2020 年 10 月通胀数据，CPI 同比上涨 0.5%，预期 0.8%，前值 1.7%；PPI 同比下降 2.1%，预期-2.1%，前值-2.1%。

分析与判断：

► 猪价同比首次负增，能源价格小幅回落。

本月 CPI 的 8 个一级子项目中，三项同比增速提升，两项持平，三项回落。猪肉价格带动食品烟酒项继续大幅回落，同比增速较前月下降 4.0pct，继续主导当前的 CPI 走势。国际原油价格影响下，交通和通信项降幅再度扩大 0.3pct。教育文化和娱乐项同比增速延续上涨趋势，较前月提升 0.4pct。其他用品和服务项回落明显，同比增速较前月下降 1.9pct。

食品烟酒项中，在高基数和供给稳步恢复的共振作用下，猪肉价格继续处在下行通道中，继 9 月环比增速转负后，10 月同比增速录得自 2019 年 3 月以来的首次负增长，较前月大幅回落 28.3pct，拉动 CPI 同比下降 0.13pct。

牛、羊肉价格在猪肉价格增速的带动下也继续回落，但回落幅度明显放缓，替代效应随着肉类供需矛盾的缓解有所减弱。鲜菜、鲜果的供需关系随着应季产品的上市开始趋于平衡，鲜菜同比增速出现回落，环比增速转负，鲜果环比增速大幅回落 5.5pct 至 1.8%，同比增速受基数影响仍有小幅提升。10 月国际原油价格回落，带动国内汽油、柴油价格分别同比下降 17.4%、19.1%，影响交通工具用燃料项同比降幅扩大 2.5pct。

10 月核心 CPI 同比仍然为 0.5%，与 7 月持平，仍处在有记录以来的最低水平。

► 猪价增速下行斜率预计放缓，CPI 同比或减速下行。

去年 10 月底为本轮猪价最高点，11 月起价格开始在高位回落，22 个省市生猪平均价格全月下跌了 22%。双节和假期过后，需求端可能会较 10 月有所回落，在供给持续恢复的情况下，供需格局或将继续改善。综合来看，基数回落的影响对冲供给改善，预计 11 月猪肉项增速回落的趋势或将有所放缓。秋季鲜果、鲜菜正在逐步上市，果蔬方面对 CPI 的影响将进一步减弱。

油价方面，当前国际原油价格仍然处在疫情初期暴跌前水平，虽然疫苗研发取得突破，但海外经济的全面复苏仍需一定的过程，短期内油价恐难有明显上涨。去年同期原油价格呈微弱上涨的趋势，因此预计国内能源价格仍将在当前水平小幅回落。

综合来看，在猪价降幅放缓，能源、果蔬价格稳定的情况下，CPI 同比的读数或将减速下行。

► 油价进一步拖累 PPI，黑色系增速环比回落。

PPI 同比下降 2.1%，与前月持平。生产资料价格同比下降 2.7%，降幅继续收窄 0.1pct，影响 PPI 同比下跌 1.97pct。生活资料价格同比下降 0.5%，降幅扩大 0.4pct，影响 PPI 同比下降约 0.14pct。本月，生产资料的价格变动出现了分化，上游采掘工业 PPI 跌幅扩大 0.3pct 至 -5.1%，中游原材料工业、下游加工工业 PPI 降幅分别收窄 0.2、0.1pct。分行业来看，入冬供暖提升煤炭需求，煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业同比降幅分别收窄 2.0、0.1pct；受国际原油价格下跌影响，油气相关行业如石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业降幅分别扩大 4.2、1.6pct；受食品价格影响，农副食品加工业同比增速继续下滑 2pct。黑色金属相关的两个行业均表现为同比升、环比降的态势，说明地产、基建投资的力度在边际放缓。

展望 PPI 后续走势，我们认为年内至明年年中仍将延续回升态势，但短期受到国际原油价格短期疲弱、地产和基建投资力度放缓的影响，PPI 在年内的回升斜率可能进一步放缓。明年年中起 PPI 或暂停上行势头，走势趋于平缓。

投资策略：配置盘等待中寻找拐点，交易盘仍有波段机会。

近期，债市的情绪站在了多头一侧，看多力量逐渐增多，市场开始讨论左侧布局的机会。从本月 PPI 的表现来看，基本可以确认地产、基建投资进入了力度放缓的阶段，同时地方政府债基本发行结束，意味着整体融资需求的拐点已经来临，信用扩张的速度有望进一步趋缓。尽管央行近期公开讨论了有关政策退出的话题，但我们认为主要是针对此前出台的“宽信用”政策，基本面恢复未稳的事实决定了货币端尚不具备收紧的基础。事实上，下半年市场所感受到的流动性收紧也是由信用加速扩张带来的，央行在货币端确实做到了“稳健中性”。

“货币稳定+信用趋缓”的组合意味着收益率继续上行的空间有限，“磨顶”可能正在进行中。但疫苗的研发进展较好，并且随着拜登上任美国的财政刺激政策有望落地，海外经济复苏将会是债市未来主要的不确定性，因此在海外经济尚未明朗之前，利率拐点的形成可能不会一蹴而就。

因此我们建议配置盘在等待中寻找拐点，左侧逢高渐进布局，根据市场预期、情绪以及海外经济变化选择是否参与“抢跑行情”；交易盘年内仍有参与波段的机会。

风险提示

疫情存在二次恶化的可能；中美关系存在不确定性。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-59775359

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年10月通胀数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1：CPI同比增速回落1.2pct，PPI同比增速持平上月

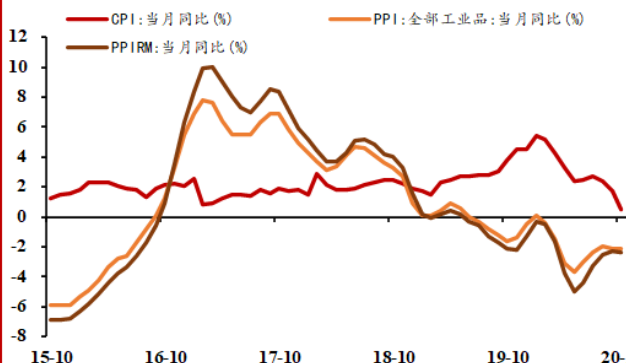


图2：CPI、PPI环比增速继续下行，CPI环比负增长

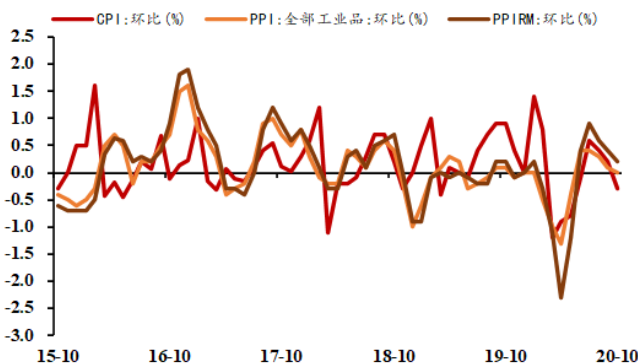


图3：CPI食品项增速大幅回落5.7pct

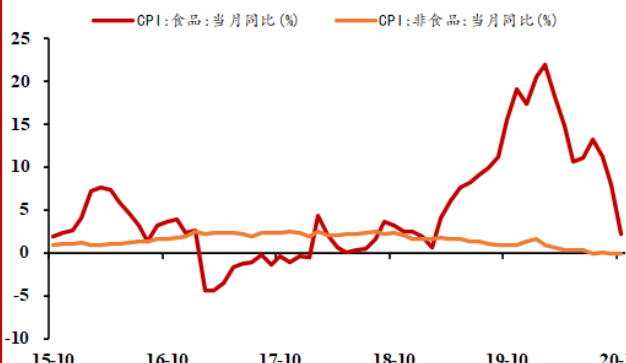


图4：交通工具用燃料同比降幅扩大2.5pct

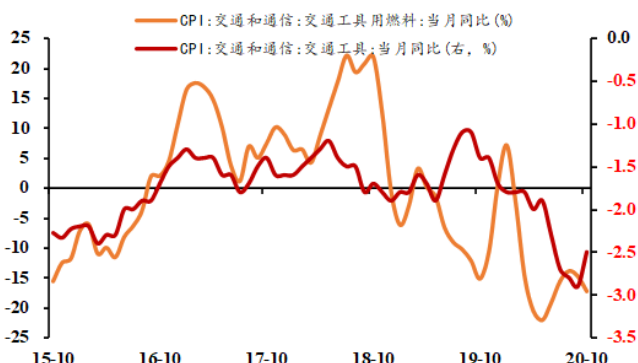


图5：核心CPI同比继续持平

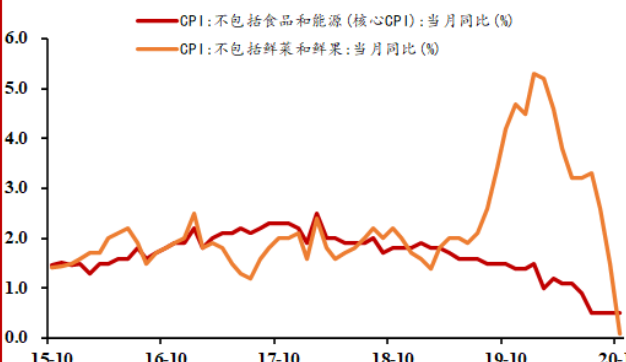


图6：猪肉项同比录得-2.8%，大幅回落28.3pct

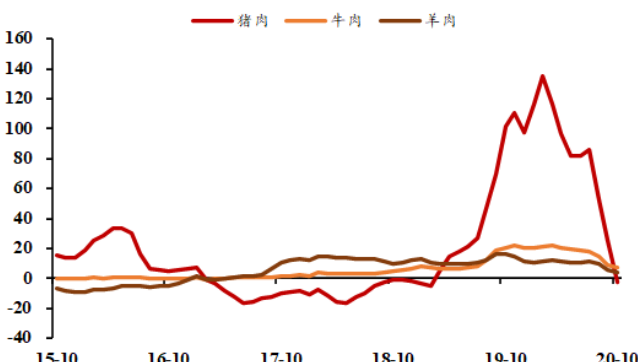


图7：生产资料降幅收窄0.1pct，生活资料降幅扩大0.4pct

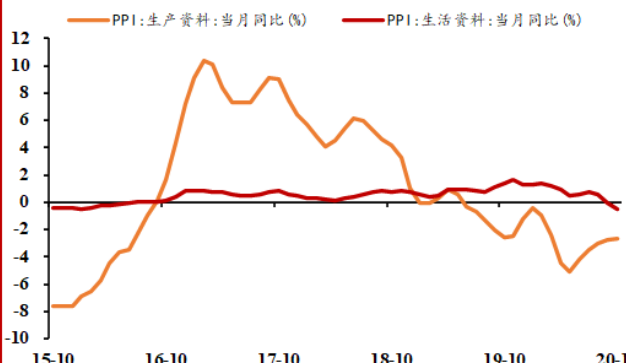
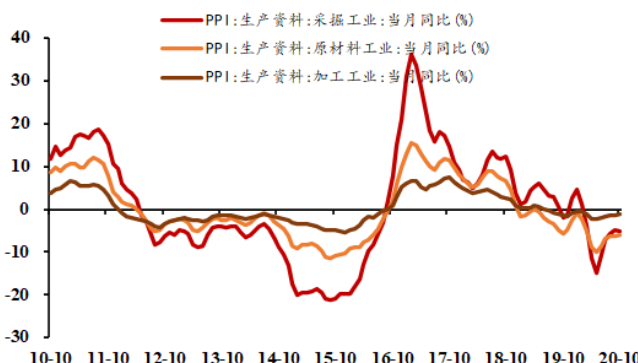


图8：上游PPI降幅再度扩大，中下游小幅收窄



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

免责声明：本信息仅面向华西证券的专业机构投资者客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

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_1509

