



## 预计四季度 CPI 降至 1% 以内

——2020年9月CPI和PPI数据点评

宏观点评

### 投资要点:

- **猪周期带动食品价格回落，后者是CPI回落主因。**9月CPI同比下降0.7个百分点至1.7%，其中猪肉同比涨幅大幅下降27.1个百分点至25.5%，拉动CPI较上月下降0.74个百分点。猪肉价格的下降，主要受生猪存栏持续改善和储备肉投放较多影响，猪肉供给端恢复较快，叠加去年同期猪肉基数较高，三因素共振加速猪周期下行。
- **国内服务类消费需求恢复加快，非食品价格持平去年。**受学生复学和国内服务业限制逐渐放开影响，教育文化和娱乐项价格同比由下降转为上涨。但受居民收入恢复偏慢影响，其他非食品分项价格多数出现回落。
- **预计四季度CPI将降至0-1%区间，10月CPI增长0.8%左右。**一是预计10月食品价格环比将由涨转跌；二是全球经济带疫重启，需求恢复对原油价格的支撑力度减弱，年内原油价格或将继续低位震荡，叠加国内居民消费需求渐进式弱复苏，非食品上涨动能不强；三是10月份CPI翘尾因素下降0.9%至0.4%。预计在“猪周期”的带动下，四季度CPI将进入1%以内时代，但不会出现负增长。
- **下游需求恢复偏慢致PPI降幅扩大。**9月生活资料价格回落较多，导致PPI同比较上月下降0.1个百分点至-2.1%，但生产资料仍延续回升态势。

**受国内经济恢复不均衡影响，上游价格提高但下游价格回落，PPIRM和PPI亦反向变动。**疫后国内经济恢复节奏和速度表现分化，即基建和地产恢复速度快于居民消费和制造业。从价格表现看，黑色金属等上游行业，受基建和地产需求回暖较快影响，出厂价格继续上涨；但农副食品加工业、计算机等电子设备制造业等下游行业，受制于居民需求和制造业恢复偏慢，出厂价格下降较多。上游和下游价格表现分化也是本月原材料购进价格指数PPIRM和PPI反向变动的主因。

- **预计10月PPI约增长-2.0%，全年增长-2.0%左右。**一是下半年国内需求修复尤其是基建和房地产投资需求的释放，将对国内工业品价格形成支撑。二是全球经济最差的时期已经过去，国际大宗商品价格已经见底，但海外疫情二次爆发风险增加，全球经济复苏不确定性较大，大宗商品价格缺乏大幅上涨的基础。
- **PPI和CPI剪刀差收窄，反映经济增长动能继续恢复。**历史数据表明，PPI和CPI剪刀差与工业企业利润和名义GDP增速存在显著正相关关系。9月份剪刀差收窄0.7个百分点至-3.6%，连续5个月收窄但持续为负，预示着我国工业企业利润将边际修复。展望未来，随着国内经济向潜在增速回归，PPI和CPI剪刀差将继续收窄，但短期难以转正，经济下行压力仍较大。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员

电话: 18811575811

邮箱: limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

## 目 录

<b>一、食品是 CPI 涨幅回落主因 .....</b>	<b>3</b>
(一) 供给扰动消退，猪周期带动食品价格回落 .....	3
(二) 服务需求恢复加快，非食品价格增速持平去年 .....	4
<b>二、预计四季度 CPI 将进入 1%以内时代，10 月 CPI 增长 0.8%左右 .....</b>	<b>4</b>
<b>三、预计 10 月 PPI 增长-2.0%左右，全年约增长-2.0% .....</b>	<b>5</b>
(一) 下游需求恢复偏慢致 PPI 降幅扩大 .....	5
(二) 预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，10 月份增长-2.0%左右 .....	6
<b>四、PPI 和 CPI 剪刀差收窄，预示经济增长动能有所恢复.....</b>	<b>6</b>

## 正文:

**事件:** 2020年9月份全国居民消费价格指数(CPI)环比上涨0.2%，同比上涨1.7%，同比涨幅较上月回落0.7个百分点；工业生产者出厂价格指数(PPI)环比上涨0.1%，同比下降2.1%，同比降幅较上月扩大0.1个百分点。

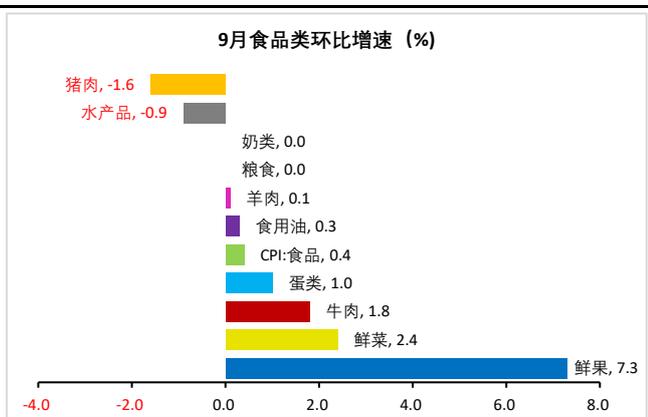
## 一、食品是CPI涨幅回落主因

### (一) 供给扰动消退，猪周期带动食品价格回落

从环比看，食品价格上涨0.4%，较上月下降1.0个百分点。从主要食品分项看，猪肉价格由涨转跌是食品价格下降的主因，但鲜果和鲜菜价格上涨对食品价格形成一定支撑。其中，受生猪存栏改善和储备肉投放较多影响，猪肉供给有所增加，猪肉价格环比下跌1.6%，较上月回落2.8个百分点；受天气转冷和假期影响，鲜果环比上涨7.3%，结束了连续6个月的环比下跌；受降雨天气和季节性因素影响，鲜菜价格环比上涨2.4%，较上月回落4.0个百分点，略低于历史均值（见图1）。

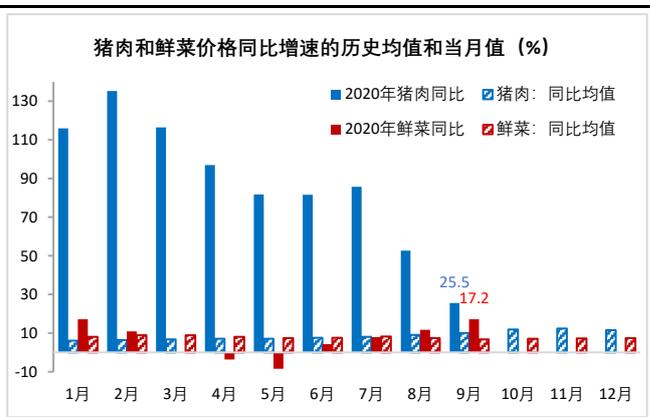
从同比看，9月食品价格上涨7.9%，涨幅较上月回落3.3个百分点，影响CPI上涨约1.69个百分点。具体看，在去年高基数和猪肉供给增加的叠加影响下，猪肉价格同比增长25.5%，较上月大幅回落27.1个百分点，影响CPI上涨约1.0个百分点；鲜菜同比增长17.2%，较上月提高5.5个百分点，影响CPI上涨约0.41个百分点（见图2）。

图1：9月食品类价格环比增速



资料来源：WIND，财信研究院

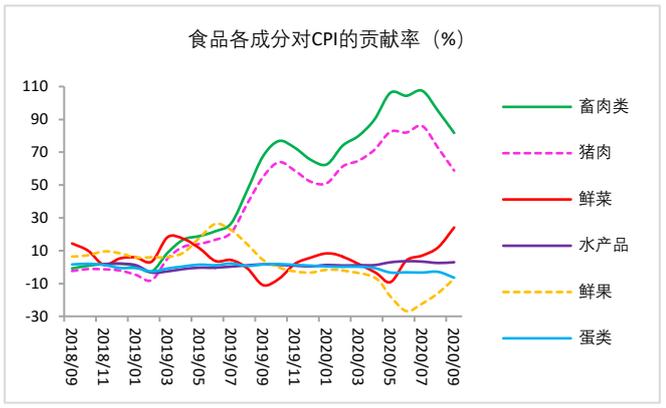
图2：9月鲜菜和猪肉价格同比增速



资料来源：WIND，财信研究院

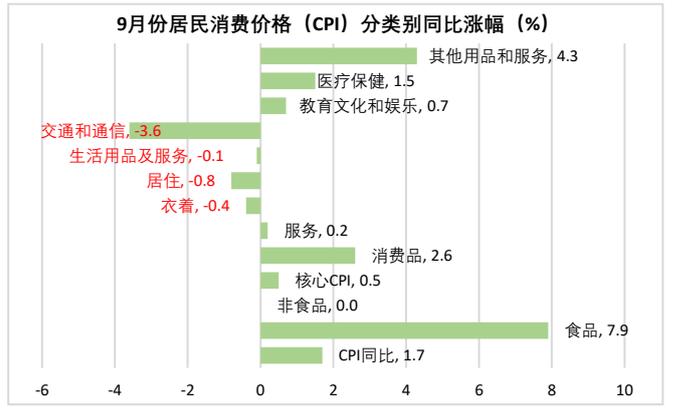
从食品各成分对CPI同比的贡献率看，9月份猪肉贡献率继续回落，鲜菜和鲜果贡献率有所提升（见图3）。其中，猪肉对CPI的拉动较上月下降0.74个百分点，与本月CPI同比降幅相当。总体看，在疫情和南方汛情等供给端扰动因素逐渐消退后，在高基数作用下猪肉下行周期加速开启，带动9月食品同比增速继续回落，是CPI涨幅回落的主要原因。

图 3: 食品各成分对 CPI 贡献率



资料来源: WIND, 财信研究院

图 4: 9 月份居民消费价格 (CPI) 分类别同比涨幅 (%)



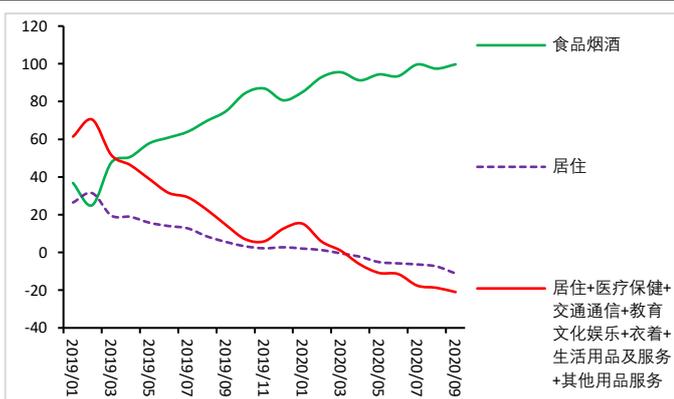
资料来源: WIND, 财信研究院

## (二) 服务需求恢复加快, 非食品价格增速持平去年

9 月非食品价格同比上涨 0.0%，较上月下降 0.1 个百分点（见图 4），影响 CPI 上涨约 0.0 个百分点。其中，受学生复学和国内服务业限制逐渐放开影响，教育文化和娱乐项价格同比由下降 0.03% 转为上涨 0.7%，国内服务类消费需求恢复加快。但受居民收入恢复偏慢影响，居民消费动能仍显不足，其他非食品分项价格多数出现回落，如化妆品等其他用品和服务项价格回落 1.8% 至 4.3%；受近期国际油价波动下行影响，交通工具用燃料以及水电燃料同比分别较上月回落 0.9 和 0.2 个百分点。

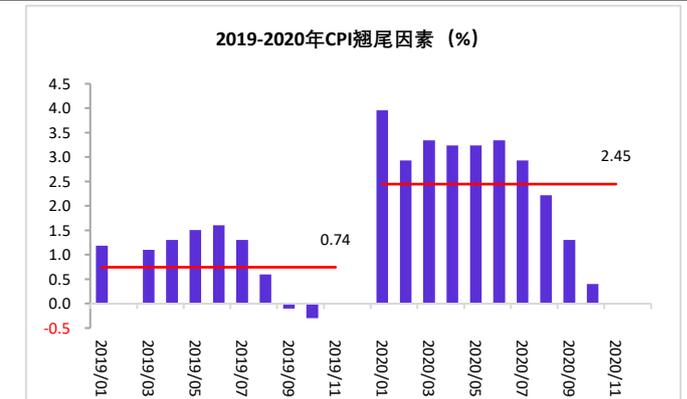
在各类食品价格轮番上涨的影响下，2019 年服务类项目贡献率下降较快。今年以来，疫情冲击、南方汛情都对食品供给形成扰动，叠加疫后国内经济修复“供大于需”的结构性特征凸显，非食品对 CPI 的贡献率持续下降（见图 5）。

图 5: 服务类项目贡献率有所下降



资料来源: WIND, 财信研究院

图 6: 2020 年全年翘尾因素提高



资料来源: WIND, 财信研究院

## 二、预计四季度 CPI 将进入 1% 以内时代, 10 月 CPI 增长 0.8% 左右

预计 10 月消费者物价指数 (CPI) 增长 0.8% 左右, 较 9 月下降 0.9 个百分点。理由如下:

一是预计 10 月食品环比将由涨转跌。历史经验表明, 10 月份食品环比增速较 9 月

下降较多，如环比历史均值将由9月的1.3%变为10月的0.1%。根据农业部高频数据，截止到10月14日，28种重点监测蔬菜、7种重点监测水果、猪肉价格环比分别变化-2.0%、2.5%、-8.1%。与9月相比，猪肉价格环比降幅扩大较多、鲜菜价格由涨转跌、鲜果价格有所提高，在供给端扰动消退后，食品价格将加速向常态回归。总体看，预计10月食品价格环比将由涨转跌。

二是油价低位震荡叠加国内需求渐进弱复苏，非食品上涨幅度不宜高估。受多国疫情反复影响，全球经济复苏速度放缓，需求端对原油的支撑力度减弱，年内原油进一步上涨空间有限。叠加疫后失业率上升对居民收入形成拖累，居民消费需求修复将是一个渐进过程，非食品价格上涨空间有限。

三是10月份CPI的翘尾因素为0.4%，较9月下降0.9个百分点（见图6）。

综合上述各方面的影响，预计10月CPI增长0.8%左右，较上月下降0.9个百分点。预计在“猪周期”的带动下，四季度CPI将进入1%以内时代，但不会出现负增长，全年CPI约增长2.6%，呈前高后低走势。

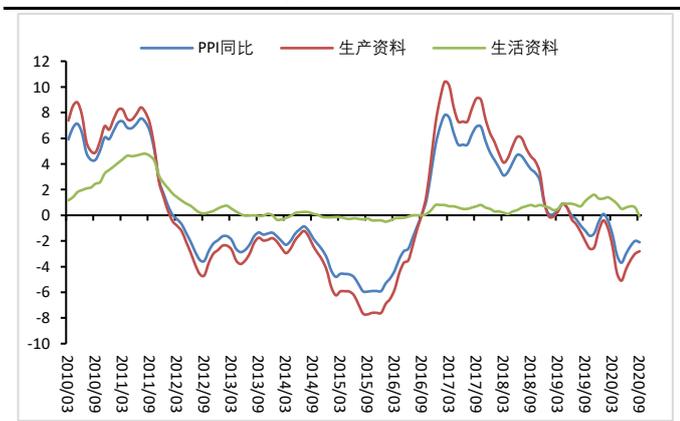
### 三、预计10月PPI增长-2.0%左右，全年约增长-2.0%

#### （一）下游需求恢复偏慢致PPI降幅扩大

9月工业生产者出厂价格同比下降2.1%，降幅较上月扩大0.1个百分点。其中，生产资料和生活资料分别同比下降2.8%和0.1%，分别较上月提高0.2和下降0.7个百分点（见图7）。生活资料同比回落是本月PPI降幅扩大的主因，但受国内基建和地产回暖较强影响，生产资料价格延续回升态势，对PPI形成支撑。

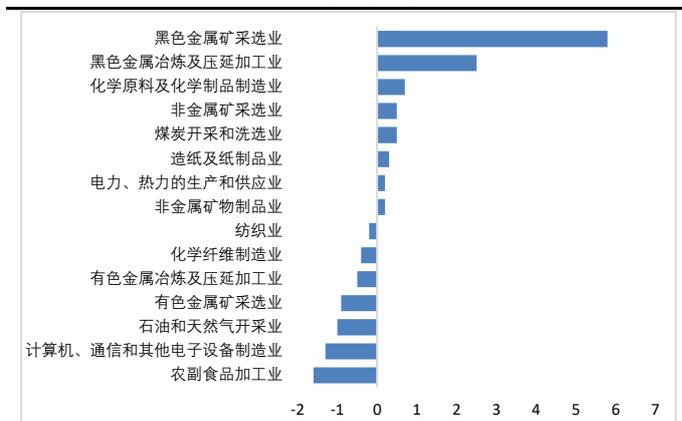
从行业看，受居民消费和制造业需求恢复偏慢影响，下游工业企业出厂价格下降较多，如农副食品加工业、纺织业、计算机等电子设备制造业等价格增速放缓；受国际油价震荡下行影响，石油相关行业价格由涨转降，有色金属等价格同比增速也放缓；受基建和地产需求持续释放影响，国内周期类行业出厂价格有所提高，如黑色金属等行业出厂价格涨幅靠前（见图8）。

图7：生产资料和生活资料价格变化（%）



资料来源：WIND，财信研究院

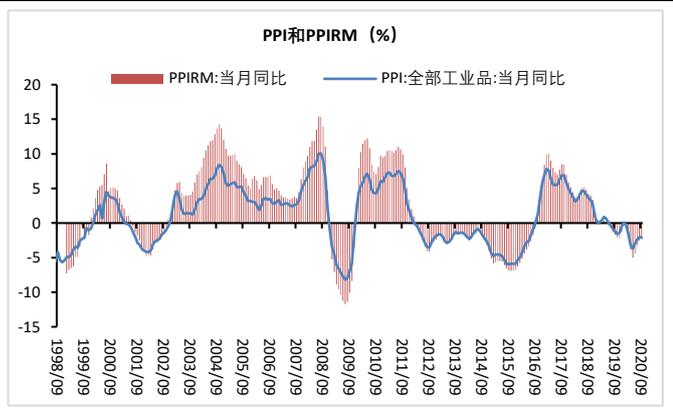
图8：9月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

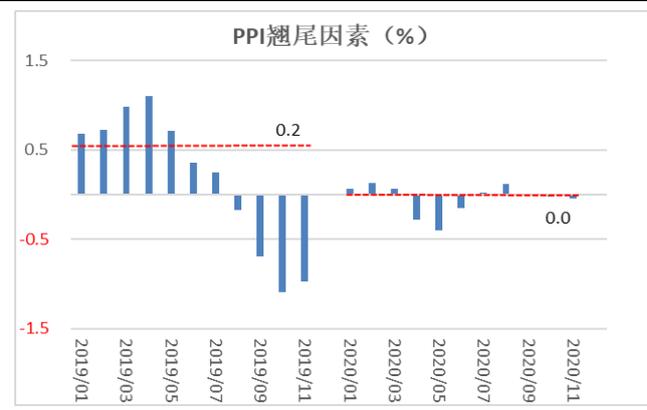
从原材料购进价格（PPIRM）对 PPI 的影响看，前者涨跌变化直接左右后者的同向变动（见图 9）。由于我国编制的 PPIRM 所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，调查涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品价格，因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格（CRB）的影响，也受国内需求等基本面因素的约束。但由于中国是全球大宗商品的最大需求方，所以 PPIRM 最重要的决定因素还是中国需求，PPI 和 PPIRM 基本同步波动。由于原材料购进价格（PPIRM）主要反映工业企业采购上游原材料的情况，而 PPI 中约三成反映的是下游需求的变动，9 月 PPI 和 PPIRM 一降一升反映出国内需求恢复的不均衡性，即基建和地产等需求恢复速度快于居民和制造业需求，经济内生动能仍有待增强。

图 9: PPI 与原材料购进价格指数 (PPIRM)



资料来源: WIND, 财信研究院

图 10: 2020 年 PPI 翘尾因素小幅下降



资料来源: WIND, 财信研究院

## (二) 预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，10 月份增长-2.0%左右

展望 2020 年，我们预计 PPI 增速将负增长，增长-2.0%左右。一是从技术层面看，翘尾因素降低 0.2 个百分点，从 2019 年的 0.2%降至 2020 年的 0.0%（见图 10）。二是未来需求修复尤其是基建和房地产投资需求的释放，将对国内工业品价格形成支撑。三是全球经济最差的时期已经过去，国际大宗商品价格已经见底，但疫情冲击下部分产出缺口会永久性消失，且四季度海外疫情二次风险增加，全球经济复苏不确定性较大，大宗商品价格缺乏大幅上涨的基础。

综合来看 预计 10 月份 PPI 同比下降 2.0% 左右 2020 年全年约增长 -2.0%

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\\_2043](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2043)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn