

2020 年 10 月 15 日

物价不是核心矛盾

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **CPI 同、环比涨幅回落，核心 CPI 持续低迷；四季度 CPI 下行趋势或将延续**
CPI 同、环比涨幅双双回落，核心 CPI 持续低迷。9 月，CPI 同比 1.7%、较上月回落 0.7 个百分点，环比 0.2%、较上月回落 0.2 个百分点；核心 CPI 同比 0.5%，连续 3 个月持平。其中，食品环比 0.4%、较上月回落 1 个百分点，主要受猪肉和鲜菜价格拖累；非食品环比 0.2%、较上月提升 0.1 个百分点，其中衣着、教文娱由降转升，与服装换季、开学和线下消费修复等有关，而交通通信环比由升转降。**四季度 CPI 同比下行趋势或延续。**线下消费等的修复，或对物价形成一定支持；但中低收入人群消费抑制依然较强，仍对核心 CPI 形成拖累；同时，猪肉供给大幅回升，或使得猪价回落压力加大，有利于食品价格回落。综合供需变化、基数等因素，预计四季度 CPI 同比或继续下行，中性情景下年底可能回落至 1% 以下。

● **PPI 同比低预期、受石油链等拖累显著；四季度 PPI 或趋于抬升、但仍处通缩**
PPI 同比低预期、降幅略有扩大，主要受石油、黑色链等拖累。9 月，PPI 同比-2.1%、低于市场平均预期的-1.8%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点；环比 0.1%、较上月回落 0.2 个百分点。其中，生产资料和生活资料环比分别为 0.2% 和-0.1%，均较上月回落 0.2 个百分点。分行业环比来看，石油开采、石油加工由升转降、分别下降 2.3% 和 0.5%，黑色冶炼、有色冶炼涨幅分别回落 0.2 和 2.3 个百分点。**四季度 PPI 同比或趋于抬升、但仍处于通缩区间。**随着广义财政支出的加快，及地产投资“韧性”的延续，年内投资或有望保持较高水平，进而对中上游商品价格形成一定支持。同时，海外逐步复工也可能带动全球大宗商品需求的修复，然而复工节奏可能受到疫情二次反弹、疫苗研发进度等因素影响，仍需持续跟踪。

● **物价并非当前市场和政策核心逻辑，流动性分层下非银“负债荒”或加速凸显**
重申观点：物价走势，并非当前市场和政策核心逻辑；资金空转等，使得货币政策更加注重精准导向。银行负债端年内仍面临债券供给等压制，尤其是中小银行结构性存款压降、同业存单到期压力较大。随着年底临近，逆回购和 MLF 投放可一定程度补充银行资金缺口，但较难解决流动性“分层”；中小银行和非银同业收缩压力加大、“负债荒”或进一步凸显，或导致流动性环境中短期易紧难松。

● **风险提示：**生猪供给不及预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-出口链改善的结构和弹性》-2020.10.13

《宏观经济专题-4 季度的财政空间》-2020.10.12

《宏观经济专题-邮寄投票，美国大选的风险点》-2020.10.11

目 录

1、 核心 CPI 持续低迷，CPI 下行趋势或延续	3
2、 PPI 同比低预期，四季度或趋于抬升	4
3、 风险提示	6

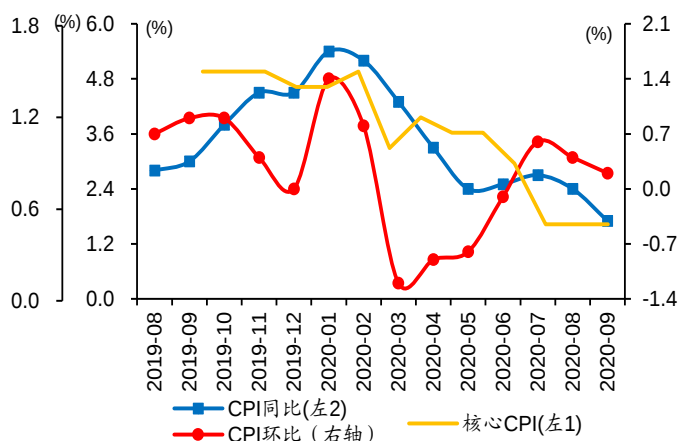
图表目录

图 1: 9 月，CPI 同比 1.7%，核心 CPI 持平于 0.5%	3
图 2: 9 月，CPI 食品环比 0.4%，非食品环比 0.2%	3
图 3: 9 月，CPI 食品环比 0.4%，低于历史均值	3
图 4: 9 月，CPI 非食品环比 0.2%，环比涨幅扩大	3
图 5: CPI 食品分项中，猪肉和鲜菜拖累显著	4
图 6: CPI 非食品分项中，衣着、教文娱涨幅较大	4
图 7: 年内 CPI 或延续下行趋势	4
图 8: 9 月，PPI 同比-2.1%、降幅略有扩大	5
图 9: 9 月，生产、生活资料环比均有所回落	5
图 10: 石油链由升转降、黑色和有色链涨幅回落	5
图 11: 四季度 PPI 或趋于抬升，但仍处通缩区间	6

1、核心CPI持续低迷，CPI下行趋势或延续

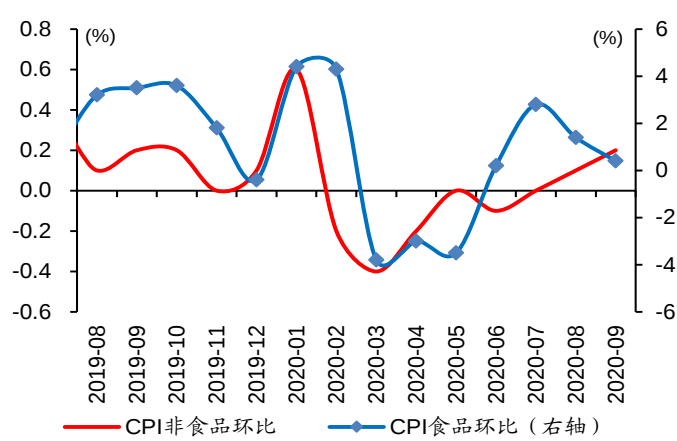
CPI同、环比涨幅双双回落，核心CPI持续低迷。9月，CPI同比1.7%，较上月回落0.7个百分点，环比0.2%、较上月回落0.2个百分点；核心CPI同比0.5%，连续3个月持平。食品项环比涨幅收窄1个百分点至0.4%，低于近10年均值1.3%；非食品项环比涨幅扩大0.1个百分点至0.2%，依然低于近10年均值0.3%。

图1：9月，CPI同比1.7%，核心CPI持平于0.5%



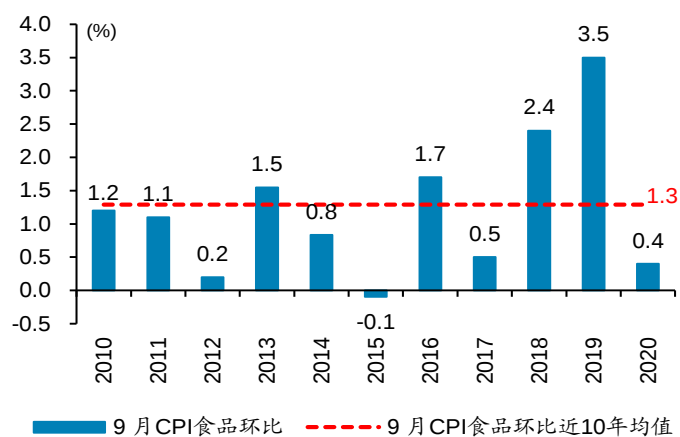
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：9月，CPI食品环比0.4%，非食品环比0.2%



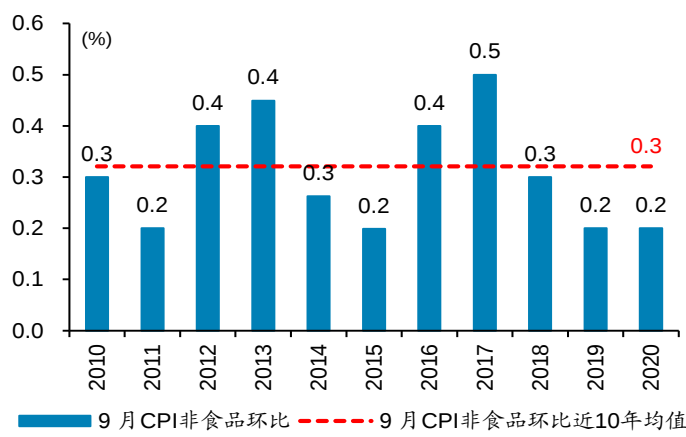
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：9月，CPI食品环比0.4%，低于历史均值



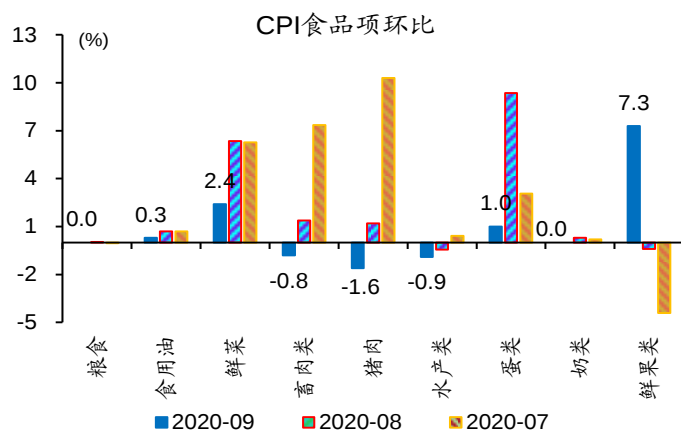
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：9月，CPI非食品环比0.2%，环比涨幅扩大

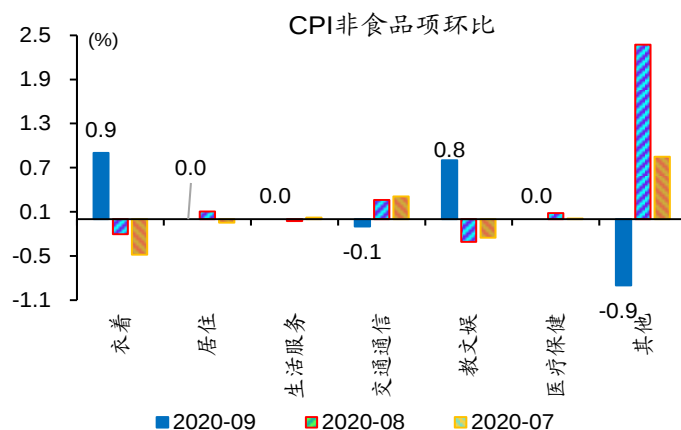


数据来源：Wind、开源证券研究所

分项环比来看，猪价、鲜菜涨幅回落、为食品主要拖累项；非食品项中，衣着、教文娱等涨幅扩大。9月，食品环比分项中，猪肉环比-1.6%、上月为1.2%、主要缘于供给增多；鲜菜环比2.4%、涨幅回落4个百分点，与季节性因素及部分地区降雨有关；鲜果环比由降转升，主要受节假日影响。非食品中，衣着、教文娱由降转升，与服装换季、开学和线下消费修复等有关，而交通通信环比由升转降。

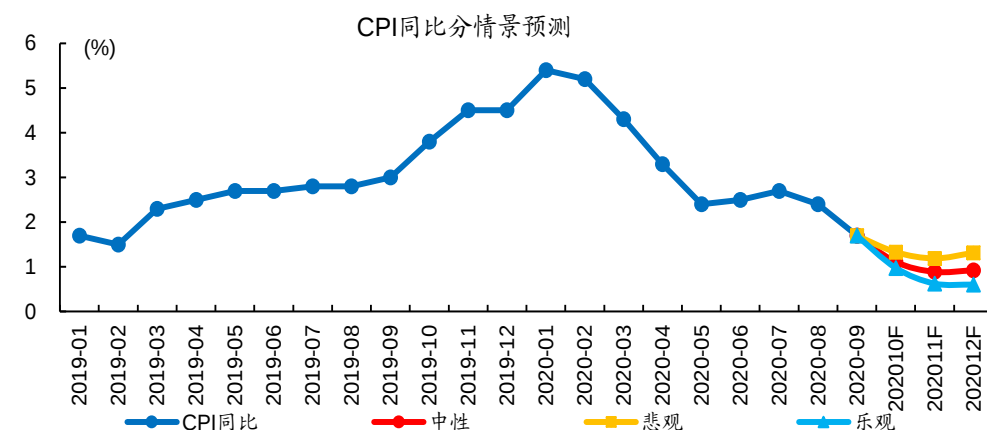
图5: CPI 食品分项中, 猪肉和鲜菜拖累显著


数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: CPI 非食品分项中, 衣着、教文娱涨幅较大


数据来源: Wind、开源证券研究所

四季度 CPI 同比下行趋势或延续。线下消费等的修复, 或对物价形成一定支持; 但中低收入人群消费抑制依然较强, 仍对核心 CPI 形成拖累; 同时, 猪肉供给大幅回升, 或使得猪价回落压力加大, 有利于食品价格回落。综合供需变化、基数等因素, 预计四季度 CPI 同比或继续下行, 中性情景下年底可能回落至 1% 以下。

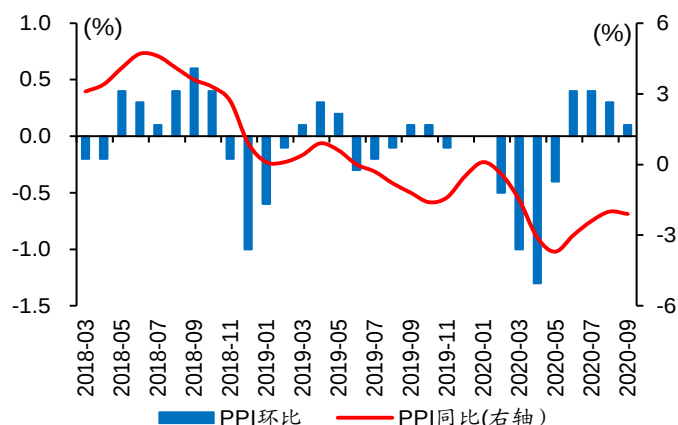
图7: 年内 CPI 或延续下行趋势


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、PPI 同比低预期, 四季度或趋于抬升

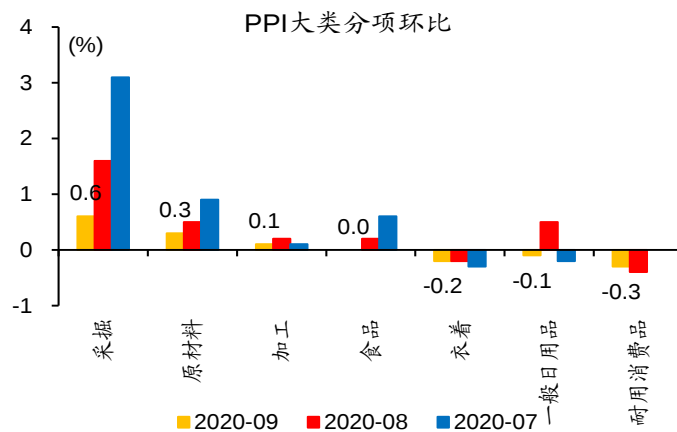
PPI 同比低预期、降幅略有扩大, 生产、生活资料环比均较上月回落。9月, PPI 同比-2.1%、低于市场平均预期的-1.8%, 降幅较上月扩大 0.1 个百分点; 环比 0.1%、较上月回落 0.2 个百分点。分大类环比来看, 生产资料 0.2%、涨幅回落 0.2 个百分点, 采掘、原材料和加工工业均回落; 生活资料由升转降, 食品和一般日用品分别回落 0.2 和 0.6 个百分点, 耐用消费品降幅收窄 0.1 个百分点, 衣着与上月持平。

图8: 9月, PPI 同比-2.1%、降幅略有扩大



数据来源: Wind、开源证券研究所

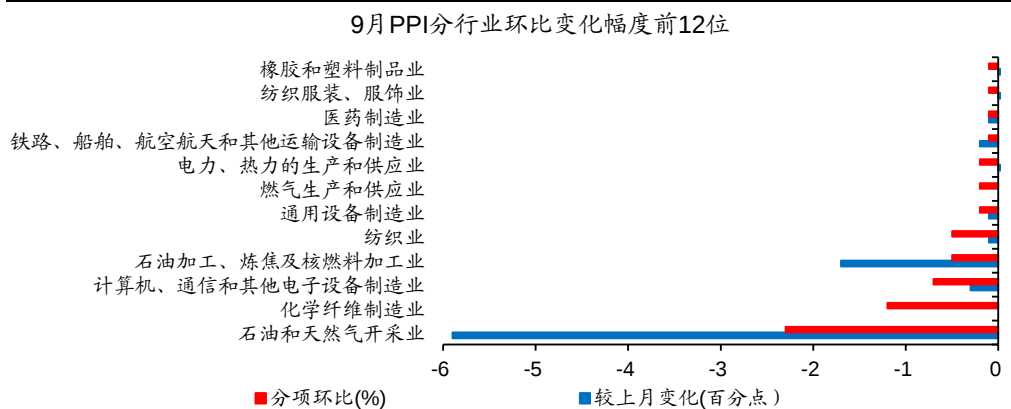
图9: 9月, 生产、生活资料环比均有所回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

分行业环比来看, 石油链由升转降, 黑色链和有色链涨幅回落。9月, 石油开采和石油加工环比由升转降, 分别至-2.3%和-0.5%; 黑色矿采和黑色冶炼环比分别为 3.1% 和 1.3%, 涨幅收窄 1.2 和 0.2 个百分点; 有色矿采和有色冶炼涨幅分别收窄 2.5 和 2.3 个百分点至 0.6%和 0.7%; 纺织和通用设备制造业环比分别为-0.5%和-0.2%, 降幅均较上月扩大 0.1 个百分点。

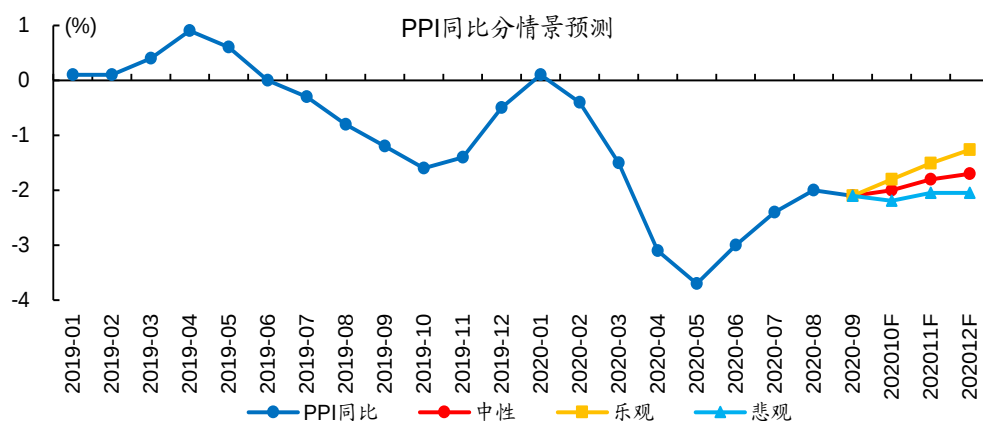
图10: 石油链由升转降、黑色和有色链涨幅回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

四季度 PPI 同比或趋于抬升、但仍处于通缩区间。随着广义财政支出的加快, 及地产投资“韧性”的延续, 年内投资或有望保持较高水平, 进而对中上游商品价格形成一定支持。同时, 海外逐步复工也可能带动全球大宗商品需求的修复, 然而复工节奏可能受到疫情二次反弹、疫苗研发进度等因素影响, 仍需持续跟踪。

图11: 四季度 PPI 或趋于抬升, 但仍处通缩区间



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、风险提示

生猪供给不及预期。

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_2075

