

9 月通胀数据：猪周期下行带动 CPI 加速回落

核心观点

9 月 CPI 同比+1.7%，前值+2.4%，猪肉价格见顶，“猪周期”确定性开启下行通道，CPI 同比开始加速回落；受益于“社交距离”放开、线下消费复苏，非食品价格小幅回升，不过整体表现仍弱于过去几年的季节性。9 月 PPI 同比-2.1%，前值-2.0%，修复进程放缓，其中化学原料及制品、煤炭采选、黑色产业链表现较好。展望未来，经济复苏进程延续，PPI 仍有回升动力，但是在供给扰动下降、需求侧没有强劲政策刺激的前提下，PPI 将延续低斜率修复趋势。

□ 基数效应显现，CPI 加速回落

9 月 CPI 环比+0.2%、同比+1.7%（前值+2.4%），CPI 同比开始加速回落。9 月猪肉价格环比负增长，同比涨幅收窄至+25.5%（前值+52.6%），去年猪价的高基数效应开始显现。CPI 鲜菜价格 7、8 月受汛情影响环比上涨分别+6.3%、+6.4%，随着强降水扰动减弱，受灾地区抢种育苗逐步恢复生产，供给逐渐上升，9 月鲜菜价格环比+2.4%，上升幅度收窄，符合鲜菜难以形成长周期价格趋势的判断。受益于“社交距离”放开、线下消费复苏，CPI 非食品项环比+0.2%，但整体上仍弱于过去几年的季节性，其中衣着、教育文化和娱乐价格环比上升幅度较大。

□ 猪价见顶回落，下行通道开启

9 月猪肉价格见顶回落，“猪周期”开启下行通道。供给方面，能繁母猪存栏和生猪存栏持续稳健回升，生猪产能已高于去年同期；需求方面，虽然疫后需求虽有一定回升，但难以强于去年同期水平。除非再次出现非洲猪瘟类似的突发性事件，供求关系决定了猪肉价格不具备再次上行动力。历史上能繁母猪同比回升的拐点往往领先猪价下行的拐点一年左右，本轮能繁母猪增速低点出现在 2019 年 9 月，因此 9 月中旬以来猪价的持续回落基本证实了猪价拐点已现，“猪周期”开启下行通道。

□ 玉米价格上探，口粮价格稳定

8 月下旬以来我国东北地区连续遭遇三场台风，玉米减产预期导致玉米价格快速上行。恰逢秋粮收获季节，东北三省和内蒙古合计贡献国内四成玉米产量，恶劣天气导致市场形成了玉米减产预期，9 月份以来玉米价格快速上探。事实上，近几年玉米产出口持续扩大，玉米库存逐步降低，2020 年预期库消比已降至 30%，是玉米持续涨价的核心因素。另外，猪周期见顶，猪粮比仍处于历史较高水平，生猪产能正在迅速修复，饲料需求高企，亦带动玉米、豆粕等饲料原料涨价。不过，小麦、稻米价格比较稳定，CPI 粮食项环比持平，对 CPI 的影响较小。

□ 价格修复放缓，PPI 基本稳定

9 月 PPI 环比+0.1%，同比-2.1%（前值-2.0%），修复进程放缓，与 PMI 出厂价格指数表现一致，其中化学原料及制品、煤炭采选、黑色金属产业链表现较好。高频数据显示，9 月工业价格修复放缓，原油价格震荡走弱，铁矿石和有色金属价格冲高回落。我们认为，经济复苏进程延续，PPI 仍有回升动力：从生产端看，国内工业生产保持良好势头，粗钢产量环比继续上升，焦化厂、PTA 开工率逐月增长，汽车全钢胎和半钢胎开工率延续上行趋势；从需求端看，一方面，出口贸易表现依然强势，另一方面，广义赤字的逐步落地对于基建投资上行有一定支撑。

□ 供给扰动下降，价格变动收窄

距离疫情开始在全球范围蔓延已半年有余，全球已进入疫情适应状态的经济弱复苏，大宗商品价格历经一轮过山车之后，价格变动幅度已有所收窄。截至三季度末，（以欧元计价的）主要商品价格高于年初水平的有两类：一类是有货币属性的贵金属，价格上涨主要源于货币超发；一类是中国消费占比高且对外依存度高的商品，如铁矿石和铜，价格回升主要由中国领先性的复工复产所支撑。然而，原油、天然气、煤炭以及其他有色金属等商品价格仍低于年初水平。展望四季度，在供给收缩不可持续、需求侧没有超预期强劲政策刺激的前提下，PPI 将延续低斜率修复趋势，预计年底收复至-1.3%~-1.5%附近。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情二次爆发

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1《9 月数据预测：三季度 GDP 增速接近合理增长区间》2020.10.01

2《8 月通胀数据：CPI 阶段回升，未来下行趋势不改》2020.09.09

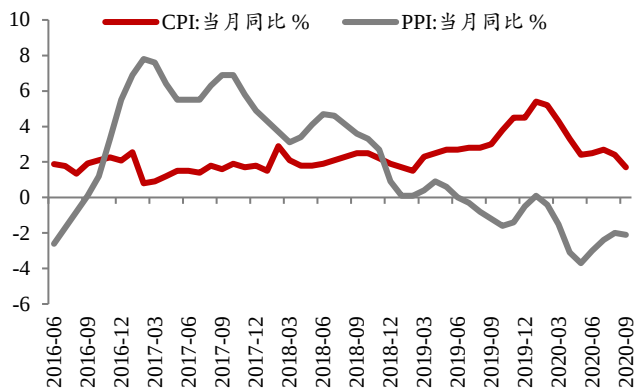
3《8 月数据预测：保就业目标即将完成》2020.09.01

4《7 月通胀数据：CPI 阶段回升，未来下行趋势不改》2020.08.10

5《7 月数据预测：经济延续确定性复苏》2020.07.31

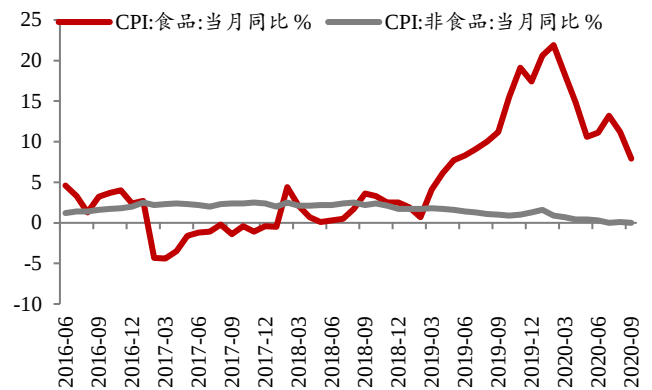
6《6 月通胀数据：PPI 环比拐点已现》2020.07.08

图表1: CPI、PPI 同比均有所下行



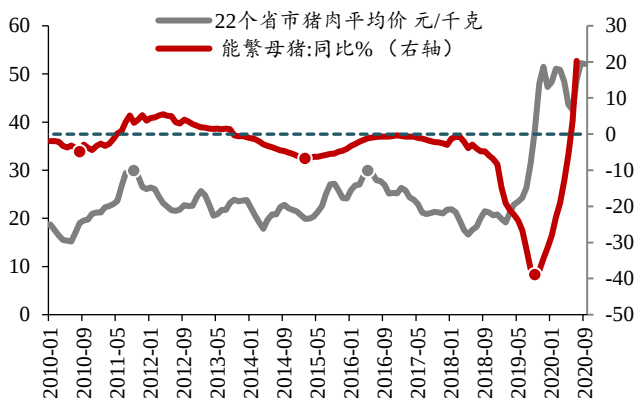
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表2: 食品价格拉动快速减弱



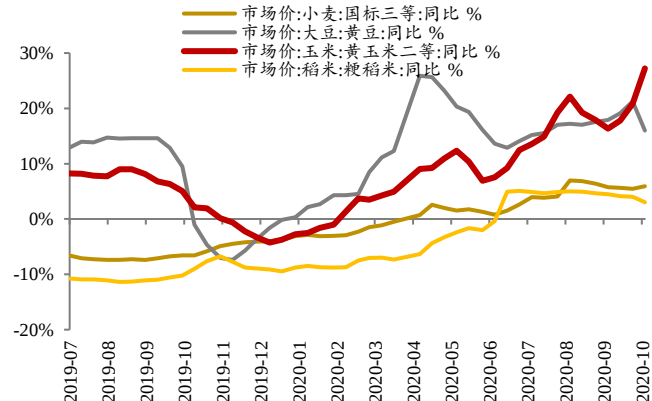
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表3: 猪肉价格见顶回落



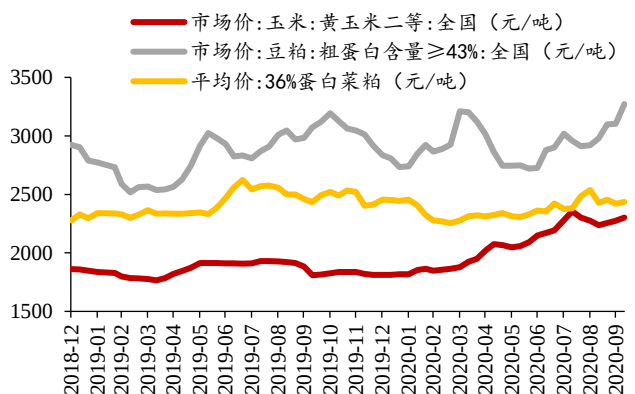
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表4: 玉米价格上探, 口粮价格基本稳定



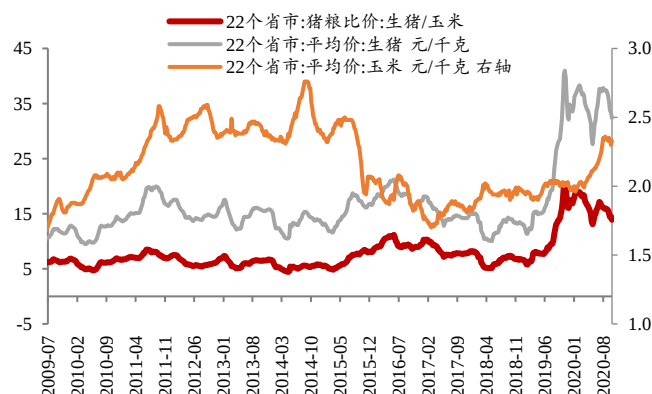
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表5: 玉米、豆粕、菜粕价格持续上行



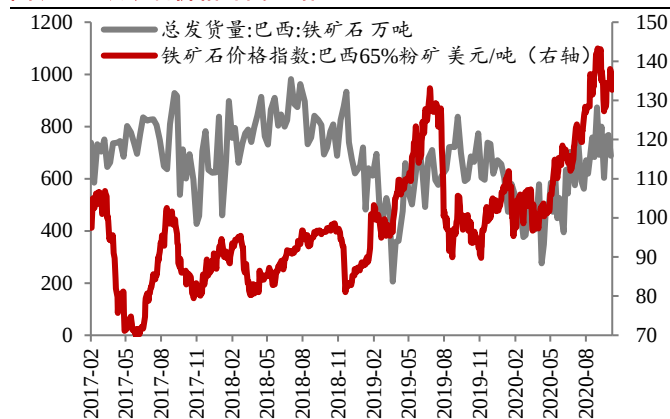
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表6: 猪粮比逐渐下行



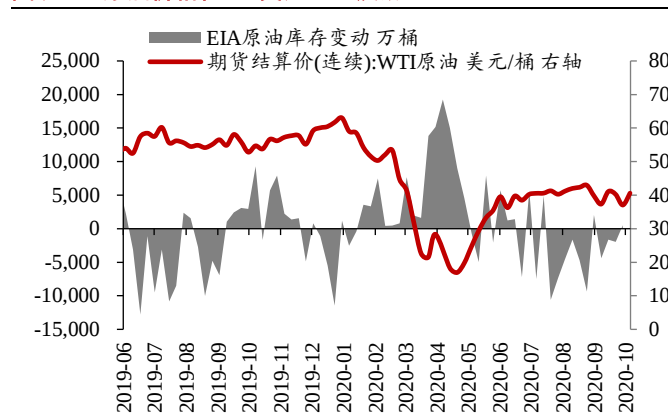
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图表7：铁矿石价格冲高回落



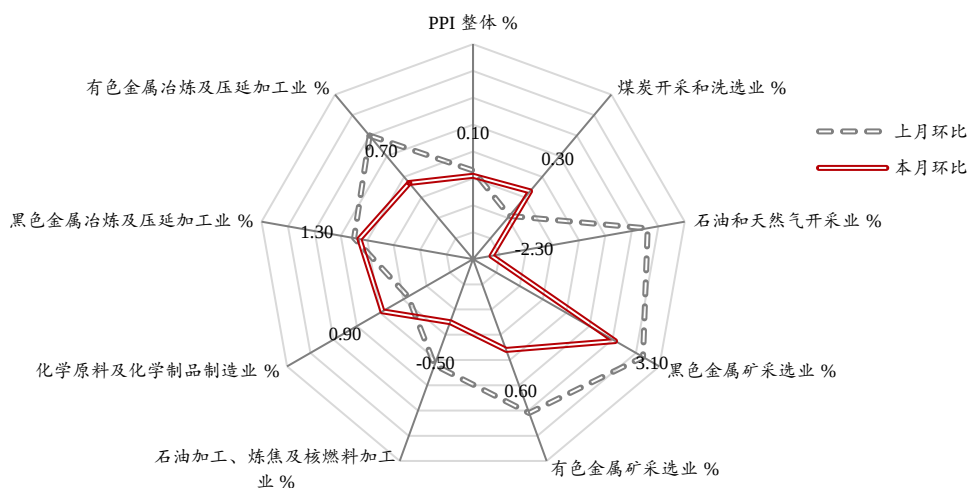
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表8：原油价格在 40 美元上下震荡



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表9：化学原料及制品、煤炭采选、黑色金属产业链表现较好



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风

险。未经授权的转载、转发本报告或摘要的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向有关监管机构报告侵权行为的权利。

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_2079

