

固收点评 20191016

9月物价数据点评：CPI “破三”创6年新高，PPI 延续负值波动

2019年10月16日

事件

- **数据公布**：2019年10月15日，国家统计局公布2019年9月CPI和PPI相关数据：(1) 9月CPI同比增长3.0%，前值2.8%，高于前值。(2) 9月PPI同比收于-1.2%，前值-0.8%，低于前值。

观点

- **CPI：同环超预期上涨，猪价高企油价震荡**。从同比角度来看，统计局公布CPI食品以及非食品的同比以及各自对CPI同比变动的贡献。9月CPI同比超预期收于3.0%，高于前值，从数据上来看主要系食品项上行所致。在各分项中：食品分项中，鲜菜下行11.8%，为唯一的下行分项。非食品项中，医疗保健上行2.2%，教育文化和娱乐上行1.7%，衣着上行1.6%，主要系开学和降温换季影响，但交通和通信项下行2.9%成为主要下行分项，其中交通工具用燃料和通信工具下降幅度最大，分别下行12.1%和3%。从环比来看，根据我们的模型测算：9月食品中大部分分项对CPI呈正向影响，鲜菜、鲜果和水产品对CPI环比呈负向影响。具体来说：猪肉价格上涨19.7%，根据模型测算拉动9月CPI环比0.6个百分点（统计局公布数据为0.65个百分点），鲜果价格下降7.6%，鲜菜价格下降2.4%，根据模型测算分别拉动9月CPI环比下降0.14和0.06个百分点（统计局公布数据为下降0.15和0.06个百分点）。非食品项中：多数分项对CPI的环比为正向影响，其中旅游、交通和通信以及家庭器具为负向影响，分别影响CPI环比为-0.13、-0.05和-0.01个百分点，预计与成品油价格下调等因素有关。

- **PPI：同比回落、环比转涨，关注下游需求提振情况**。9月PPI同比收于-1.2%（我们预测-1%，低于预测值），较8月下行0.4个百分点。9月PPI环比收于0.1%，较8月由降转涨，扩大0.2个百分点。我们分析：受突发事件影响，国际油价短期震荡，9月15日沙特阿美石油公司公告受袭击减产约50%，布伦特原油期货结算价在9月短幅上行至最高69美元/桶，10月3日沙特能源大臣确认原有产能全面恢复后，价格再次跌落至60美元/桶以下，9月同比下降21.26%，较上月降幅扩大1.84个百分点；黑色金属矿采选业比上月回落2.5个百分点由涨转降，石油、煤炭及其他燃料加工业比上月回落1.1个百分点由涨转降，石油和天然气开采业较上月回落1.1个百分点由平转降，主要受石油生产链影响，生产资料价格持续承压，未来可能面临加剧的通缩压力。同时，经济基本面疲软，基建对冲效果有限，需求走弱对PPI持续回落也有一定影响。

- **PPI 延续负值波动，猪价增速平抑但仍存上升空间**。PPI方面：全球经济基本面疲软，全球制造业PMI放缓，总需求将受此拖累，油价承压。另外，近期中美贸易摩擦利好，而贸易谈判长期化趋势不改，制造业投资增速不及预期。CPI方面，9月猪肉价格持续上涨成为CPI的主要支撑因素，同时由于天气转冷因素和替代效应引致其他肉类价格上涨，考虑到补栏增产见效仍需时间，下半年猪肉价格仍存上涨空间；由于季节性因素，鲜菜、鲜果供应充足，价格双双回落，受突发事件影响，油价短期震荡但低迷趋势不改，可能继续拉低非食品项价格。从通胀数据来看，CPI的高企主要系猪价推升，其核心为供给端收缩所致，虽然猪价环比增幅有所减小，但猪肉价格仍呈现保持上行趋势，因此预计10月CPI的环比持续维持正值水平，四季度CPI的压力仍大。

- **风险提示**：猪价超预期增长、地缘政治风险驱动原油价格超预期回升。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 付昊

010-66573671

fuh@dwzq.com.cn

研究助理 侯静

010-66573671

houj@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收点评 20191015：2019年9月进出口数据点评—双需疲敝增速齐落，政策出台维稳为主》2019-10-15
- 2、《固收周报 20191013：中美贸易战暂脱僵局，联储或仍绥靖市场》2019-10-14
- 3、《固收周报 20191013：长端回升态度谨慎，关注下周数据公布》2019-10-13
- 4、《固收周报 20191012：央行净回笼资金收紧，货币政策维持稳健》2019-10-13
- 5、《可转债周报 20191012：国庆后股市回暖，关注可转债投资机会》2019-10-13

事件：国家统计局公布 CPI 和 PPI 相关数据

2019 年 10 月 15 日，国家统计局公布 2019 年 9 月份 CPI 和 PPI 相关数据：(1) 9 月 CPI 同比增长 3.0%，前值 2.8%，高于前值。(2) 9 月 PPI 同比下降 1.2%，前值-0.8%，低于前值。

对此，我们的点评如下：

1. CPI：同环超预期上涨，猪价高企、油价震荡

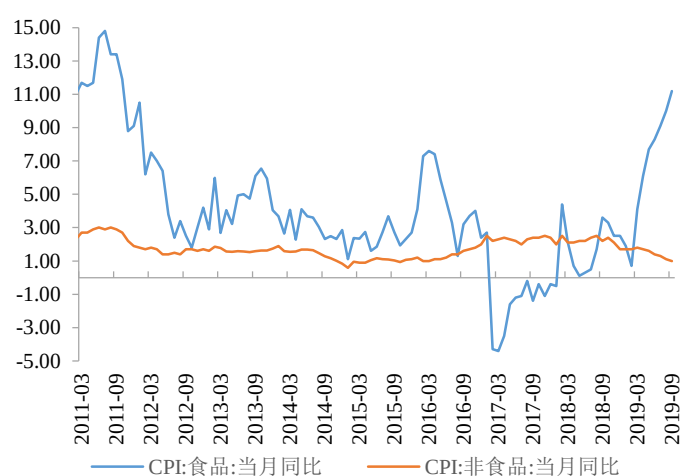
统计局公布的 CPI 数据显示：9 月 CPI 同比 3.0%，高于 8 月（高于我们的预测值），9 月环比收于 0.9%，增速较 8 月上升 0.2 个百分点。具体来看：从同比角度看：食品项同比为 11.2%，较 8 月上行 1.2 个百分点。非食品项同比为 1%，较 8 月下行 0.1 个百分点，食品项系主要上行分项。环比角度上：9 月 CPI 环比 0.9%，从大分类上来看，食品项的环比收于 3.5%，高于 8 月环比增速 0.3 个百分点。非食品项环比收于 0.2%，高于 8 月环比增速 0.1 个百分点。CPI 呈现同比、环比均上升的状态，食品项对 CPI 上行的驱动力增强。从分项来看，猪肉价格为 9 月 CPI 的主要驱动分项，其价格回升与供给减少、非洲猪瘟等因素相关。同时由于降温因素，叠加猪价上行带来对其他肉类价格消费替代效应，综合作用下推升食品项价格抬升。

从同比角度来看，统计局公布 CPI 食品以及非食品的同比以及各自对 CPI 同比变动的贡献。与 8 月相比，9 月 CPI 同比涨幅扩大 0.2 个百分点，从数据上来看主要系食品项扩大所致。在各食品的分项中：猪肉供应偏紧，价格强势上行，同比上涨 69.3%，涨幅比上月扩大 22.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.65 个百分点；鲜果价格同比上涨 7.7%，涨幅比上月收窄 16.3 个百分点；鲜菜价格下降 11.8%，涨幅比上月收窄 11 个百分点，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点，成为食品项中唯一的下行项。非食品项中医疗保健上行 2.2%，教育文化和娱乐上行 1.7%，衣着上行 1.6%，主要受换季影响；但交通和通信项下行 2.9% 成为主要下行分项，其中交通工具用燃料和通信工具下降幅度最大，分别下行 12.1% 和 3%。预计与国内产品油调价、汽油和柴油价格下降有关。

从环比来看，根据我们的模型测算：9 月食品中大部分分项对 CPI 呈正向影响，鲜菜、鲜果和水产品对 CPI 环比呈负向影响。具体来说：猪肉价格上涨 19.7%，根据模型测算拉动 9 月 CPI 环比 0.6 个百分点（统计局公布数据为 0.65 个百分点），鲜果价格下降 7.6%，鲜菜价格下降 2.4%，根据模型测算分别拉动 9 月 CPI 环比下降 0.14 和 0.06 个百分点（统计局公布数据为下降 0.15 和 0.06 个百分点）。非食品项中：多数分项对 CPI 的环比为正向影响，其中旅游、交通和通信以及家庭器具为负向影响，分别影响 CPI 环比为 -0.13、-0.05 和 -0.01 个百分点，预计与成品油价格下调等因素有关。

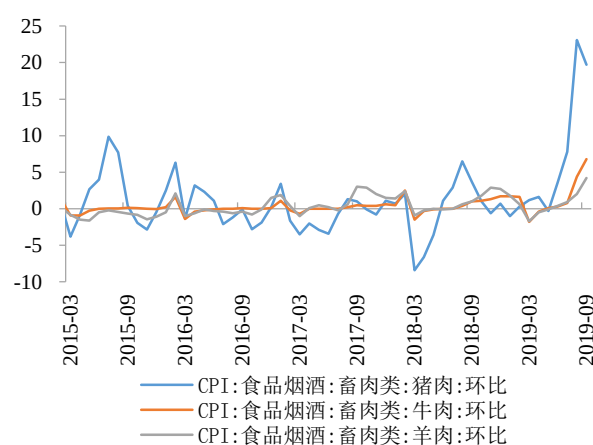
综合来看,本月CPI同比增长3.0%,高于8月水平,高于我们之前预测的2.6%,9月CPI高于预期主要系食品项涨价超预期与基数效应所致。其一,食品项价格回升,尤其是猪肉起到强支撑作用,同时受天气转凉需求,叠加猪价上行带来的对其他肉类价格的替代效应,综合作用下推升食品项价格抬升;其二,食品涨价也带动了非食品项的服务价格上涨,医疗保健、教育文化和娱乐及居住价格维持上月涨势;其三,去年9月CPI同比基数较低,翘尾为全年较高水平,9月CPI同比涨幅中翘尾效应为-0.1个百分点,新涨价影响为3.1个百分点。

图 1: 食品项与非食品项同比比较 (单位: %)



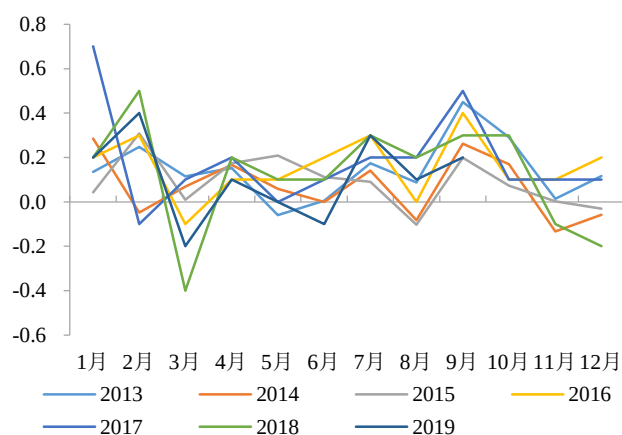
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 肉类价格环比变动 (单位: %)



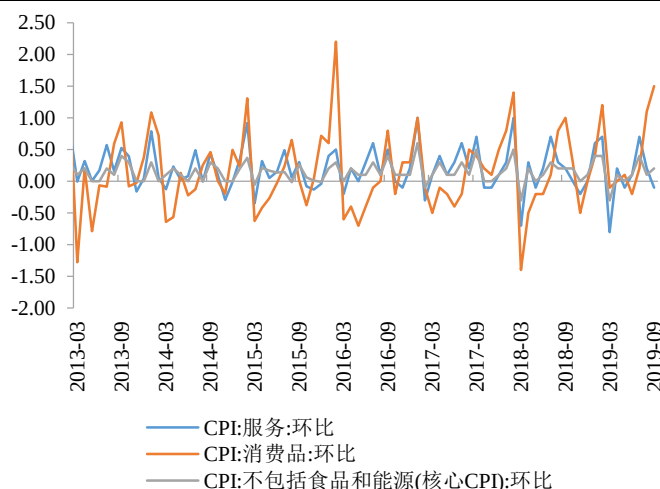
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 非食品价格各月环比涨幅年度对比 (单位: %)



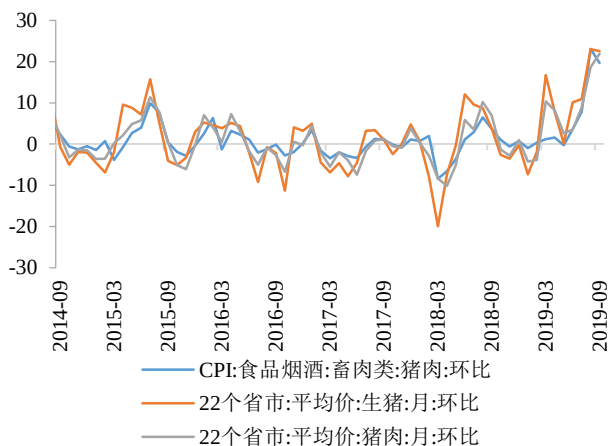
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 核心 CPI、消费品、服务环比变动 (单位: %)



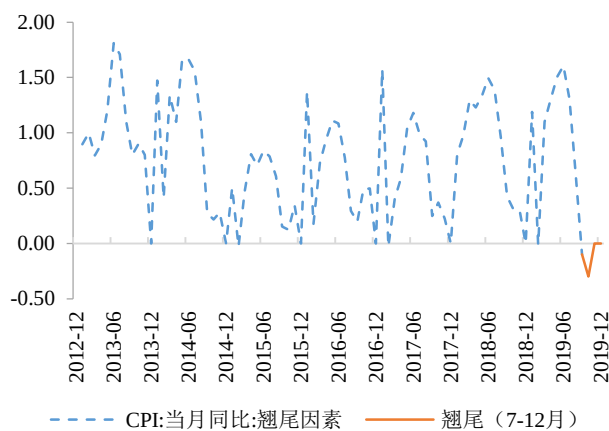
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5：猪肉价格变动与 CPI 分项关系（单位：%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 6：翘尾因素变动趋势（单位：%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2. PPI：同比回落、环比转涨，关注下游需求提振情况

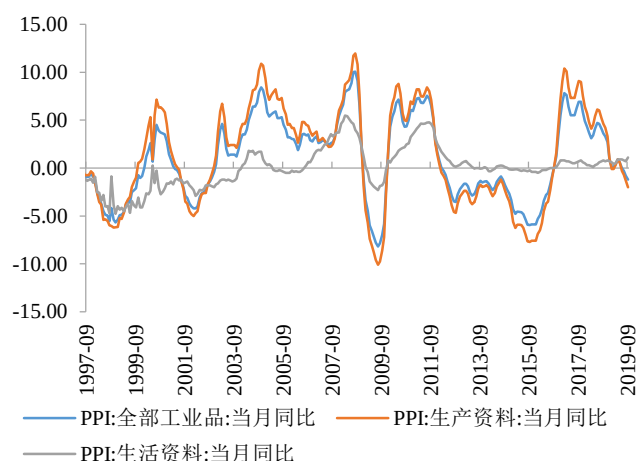
9 月 PPI 同比收于-1.2%（我们预测-1%，低于预测值），较 8 月下行 0.4 个百分点。9 月 PPI 环比收于 0.1%，较 8 月由降转涨。我们分析原因有三：第一、受突发事件影响，国际油价短期震荡，9 月 15 日沙特阿美石油公司公告受袭减产约 50%，布伦特原油期货结算价在 9 月短幅上行至最高 69 美元/桶，10 月 3 日沙特能源大臣确认原有产能全面回复后，价格再次跌落至 60 美元/桶以下，9 月同比下降 21.26%，较上月降幅扩大 1.84 个百分点。第二、钢材供应过剩，钢材产量同比增速连续四月突破 11%，7 月增速 9.6%，8 月增速 9.8%，回落幅度有限，9 月初黑色产品价格下挫，中下旬又重新回归相对高位。第三、国内经济基本面疲软，基建对冲效果有限，需求走弱对 PPI 涨幅回落也有一定影响。据测算，在 9 月份 PPI 的 1.2% 的降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.7 个百分点，新涨价影响约为-0.5 个百分点。

从同比上看：PPI 下降 1.2%，涨幅比上月的扩大 0.4 个百分点。其中，生产资料价格下降 2.0%，降幅比上月扩大 0.7 个百分点；生活资料价格上涨 1.1%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点。部分主要行业同比有所下降，跌幅比较大的有石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业，与 7 月比回落分别为 4.3、3.7 和 2.7 个百分点。

从环比上看：PPI 上涨 0.1%，较上月由微降转为微涨。其中，生产资料价格由降转平；生活资料价格上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点。价格上涨的行业有 18 个，比上月增加 4 个，下降的行业有 6 个，较上月减少 11 个。其中环比跌幅比较大的有黑

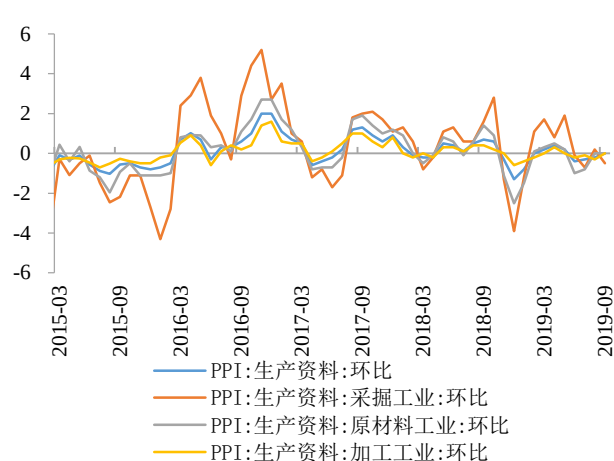
色金属矿采选业、石油、煤炭及其他燃料加工业以及石油和天然气开采业，增速分别为-2.4%、-1.1%和-0.2%，较8月增速回落2.5、1.1和1.1个百分点。除此之外，计算机、通信和其他电子设备制造业由跌转正，上涨1.2个百分点。

图 7: PPI、PPI 生产资料、生活资料同比 (单位: %)



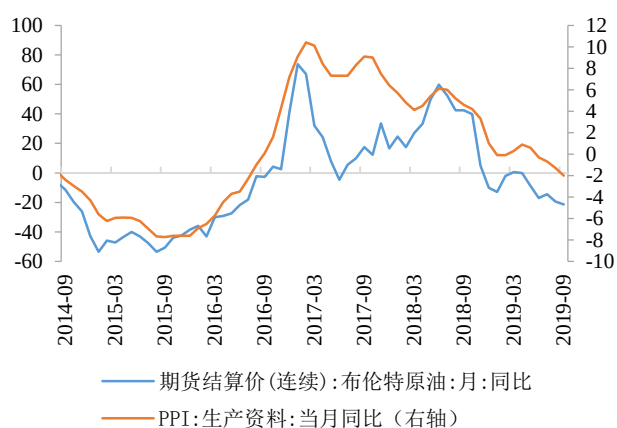
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: PPI 生产资料分项环比 (单位: %)



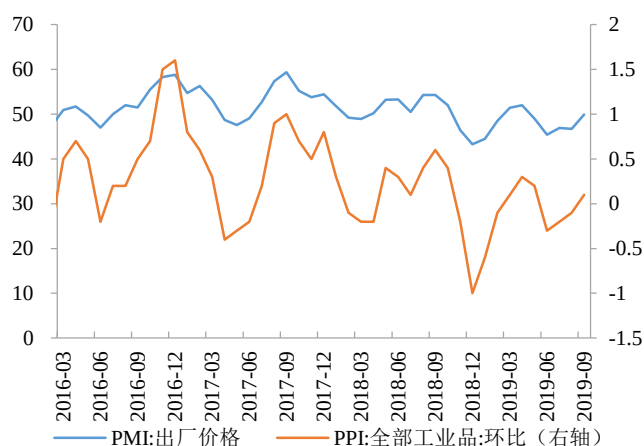
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 布伦特原油价格和 PPI 生产资料的关系 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: PMI 价格分项与 PPI 环比关系 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. CPI “破三”创6年新高，PPI 延续负值波动

整体而言，9月物价指数分化现象加剧，CPI的涨幅、PPI的降幅双双高于预判。

CPI 方面：9月猪肉价格持续上涨成为CPI的主要支撑因素，同时由于天气转冷因素和替代效应引致其他肉类价格上涨，考虑到补栏增产见效仍需时间，下半年猪肉价格仍存上涨空间；由于季节性因素，鲜菜、鲜果供应充足，价格双双回落，受突发事件影响，油价短期震荡但低迷趋势不改，可能继续拉低非食品项价格。因此后期影响CPI的主要因素仍是猪肉价格。虽然9月猪价环比增幅有所减小，但猪肉价格仍呈现保持上升趋势，因此预计10月CPI的环比持续维持正值水平，四季度CPI的压力仍大。

PPI 方面：第一、全球经济疲敝态势依旧，美联储9月如期年内二度降息25bps，市场对降息预期依旧强烈，总需求受全球制造业PMI拖累，尽管9月受突发事件影响原油价格一度攀高，但暂时性影响不可持续，原油价格回升动力仍不足。第二、铁矿石价格虽短幅回升，但受钢材超季节性库存影响，10月初黑色价格大幅下挫，对全行业整体PPI回升助力不足。另外，近期中美贸易摩擦利好，而贸易谈判长期化趋势不改，制造业投资增速不及预期，考虑到去年基数较高，预计下半年PPI同比或将持续保持在负值波动区间。

表 1：CPI 以及 PPI 各项环比及二者翘尾效应汇总

	2018 年			2019 年									
环比	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	变动
CPI:环比	0.2	-0.3	0	0.5	1	-0.4	0.1	0	-0.1	0.4	0.7	0.9	升
CPI:食品	-0.3	-1.2	1.1	1.6	3.2	0.9	-0.1	0.2	-0.3	0.9	3.2	3.5	升
CPI:猪肉	1	-0.6	0.7	-1	0.3	1.2	1.6	-0.3	3.6	7.8	23.1	19.7	降
CPI:鲜菜	-3.5	-12.3	3.7	9.1	15.7	-2.6	-4.5	-7.9	-9.7	2.6	2.8	-2.4	降
CPI:鲜果	1.9	3.7	1.9	2.3	5.4	0.3	2.6	10.1	5.1	-6.2	-10.1	-7.6	升
CPI:非食品	0.3	-0.1	-0.2	0.2	0.4	-0.2	0.1	0	-0.1	0.3	0.1	0.2	升
CPI:衣着	0.8	0.5	0.1	-0.3	-0.2	0.6	0	0.1	-0.1	-0.4	-0.3	0.8	升
CPI:交通和通信	0.6	-1	-1.9	0	1	-0.3	0	0	-0.7	0.1	-0.2	-0.4	降

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_9606

