CPI 食品项压力仍存，PPI 拖累项预期缓解

——10 月通胀数据点评

日期：2020 年 11 月 10 日

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭
电话：021-60883499
邮箱：yutianxu@wlzq.com.cn

- **事件：**2020 年 10 月 CPI 同比增速 0.5%，较上月下降 1.2 个百分点，环比下行-0.3%，1-10 月 CPI 累计同比 3%；PPI 同比增速-2.1%，与上月持平，环比持平。

点评：

- **CPI 同比大幅回落，食品项受高基数叠加价格环比下跌影响，下行速度加快。**核心 CPI 和非食品 CPI 同比持平，环比均上行 0.1%。CPI 服务项同比由 9 月的 0.2%小幅上行至 0.3%。
- **分项来看，猪肉价格进入回落区间，食品项大幅回落。**猪肉高基数叠加当前价格快速回落导致猪肉同比增速大幅下滑，而猪肉的替代品牛羊肉的同比增速也随之下滑。食品项增速预期仍将继续下滑，鲜果价格上行对食品项支撑较小。
- **双节带动旅游业消费，但需求端修复有限。**从 CPI 非食品分项来看，教育文化和娱乐同比增速继续，主要是双节期间旅游出行需求增加。国际原油价格大幅下滑，柴油、汽油价格下降，交通工具用燃料形成一定拖累。衣着、居住、医疗保健等必须消费基本低位小幅上行，非食品项环比来看整体小幅好转，但需求端依然偏弱。
- **PPI 周期品价格修复趋势减缓，原油价格大跌为主要拖累项。**加工工业和原材料工业的差值基本持平，加工企业的价格仍在稳步上行，工业企业利润预期将继续修复。从 PPIRM 来看，黑色、建筑、纺织原料类购进价格同环比仍在修复，纺织、建材、汽车等行业需求仍在继续上行。黑色修复趋势明显放缓；有色采选和压延同比上行趋势未能延续，环比开始回落。煤炭开采业环比明显上行，主要受环保采暖上游限产和冷冬预期拉动。化纤、纺织服装业有所好转，冷冬预期部分拉升了对抗寒衣物的需求。而原油价格下滑，导致石油开采、石油加工产业链整体价格回落。
- **CPI 增速依然承压，PPI 石油拖累项将有所缓解。**猪肉价格下行和去年同期高基数的压力仍存，食品分项仍将承压，CPI 四季度不改下行趋势，而 2021 年猪肉价格达到高点，CPI 或将面临转负压力。随疫苗阶段性研发取得阶段性进展，市场对未来原油需求预期将有所改善，房地产、建材施工延续旺盛，家电需求也逐步好转，黑色、有色等周期品价格仍将继续上行。冬季北方供暖期将至，天然气和煤炭价格也在上行趋势当中，预计未来 PPI 走升趋势不变。
- **风险因素：**全球新冠疫情反复，市场流动性投放大幅增加，拉尼娜冷冬效应如果确定将影响食品供应和企业开工。

万联证券

目录

事件.....3
1、食品项大幅走弱，CPI 下行趋势延续.....3
2、PPI 同比低位持平，但不改上行趋势.....5
3、风险提示.....7

图表目录

图表 1:CPI 同比增速继续回落.....3
图表 2:食品项增速大幅回落.....3
图表 3:猪肉价格进入回落区间(元/公斤).....4
图表 4:猪肉替代品：牛羊肉价格走势(元/公斤).....4
图表 5:蔬菜价格走势(元/公斤).....4
图表 6:水果价格走势(元/公斤).....4
图表 7:CPI 细分项同比走势.....5
图表 8:CPI 细分项同比走势.....5
图表 9:PPI 当月同比增速持平.....5
图表 10:加工工业-原材料工业价格基本持平.....5
图表 11:PPI 价格高波动分项走势.....6
图表 12:剪刀差继续收窄（%）.....6
图表 13:工业生产者价格主要数据.....7

万联证券

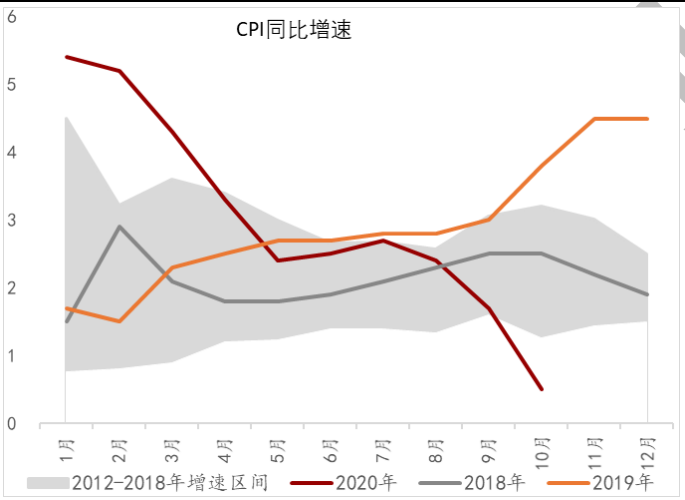
事件

2020年10月CPI同比增速0.5%，较上月下降1.2个百分点，市场预期0.8%，环比下行-0.3%，1-10月CPI累计同比3%；PPI同比增速-2.1%，与上月持平，市场预期-2.1%，环比持平。

1、食品项大幅走弱，CPI下行趋势延续

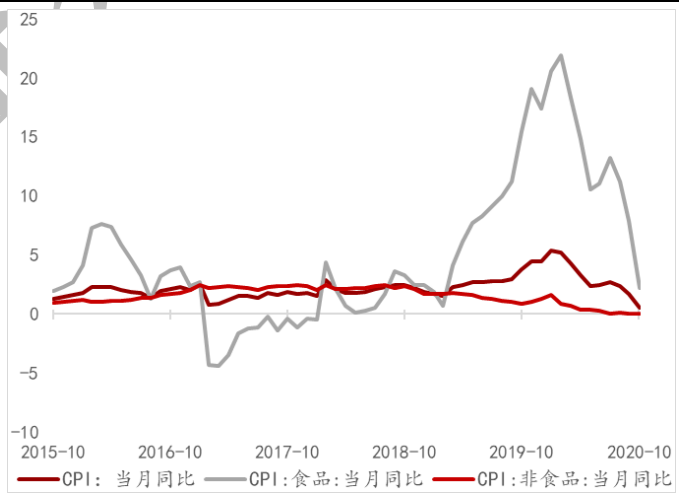
CPI同比大幅回落，食品项受高基数叠加价格环比下跌影响，下行速度加快。10月CPI同比增速大幅回落1.2个百分点至0.5%，降至2009年11月以来新低，环比下行-0.3%，核心CPI同比增速持平于0.5%，环比上行0.1%。CPI食品项同比增速由上月的7.9%快速回落至2.2%，影响CPI上涨约0.49个百分点，主要受去年同期基数较高影响，翘尾因素减少；非食品项持平于0%，依然相对偏弱。CPI服务项同比由9月的0.2%小幅上行至0.3%，消费品则继续回落2个百分点至0.6%。

图表1： CPI 同比增速继续回落



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2： 食品项增速大幅回落

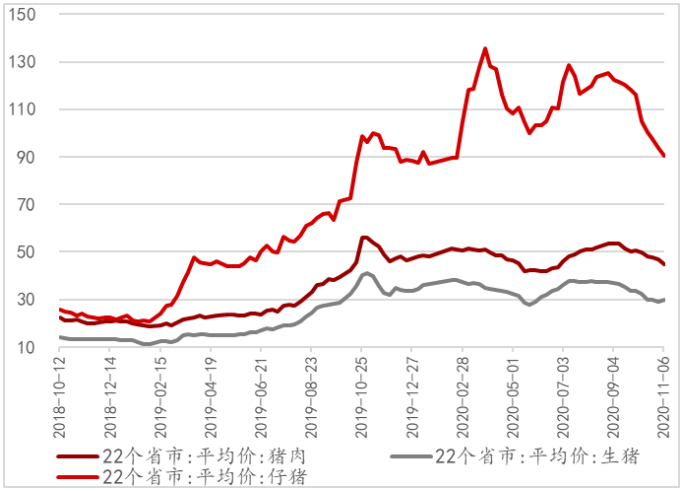


资料来源：Wind，万联证券研究所

猪肉价格进入回落区间，水果价格尚有所支撑。食品项细分来看，猪肉价格快速回落，2019年同期猪肉价格处于阶段高位，高基数叠加当前价格快速回落导致猪肉同比增速大幅下滑，而猪肉的替代品牛羊肉的同比增速也随之下滑。随着生猪产能持续恢复，猪肉供给的持续改善，猪肉价格下降到趋势预期将持续到年底，食品项增速预期仍将继续下滑。部分地区苹果、梨等新果上市，鲜果价格同比环比增速均有所上行。从季节性来看,蔬菜、鲜果价格将在冬季趋势上行,但2019年蔬菜价格处于相对高位，蔬菜同比增速对CPI拉动有限。

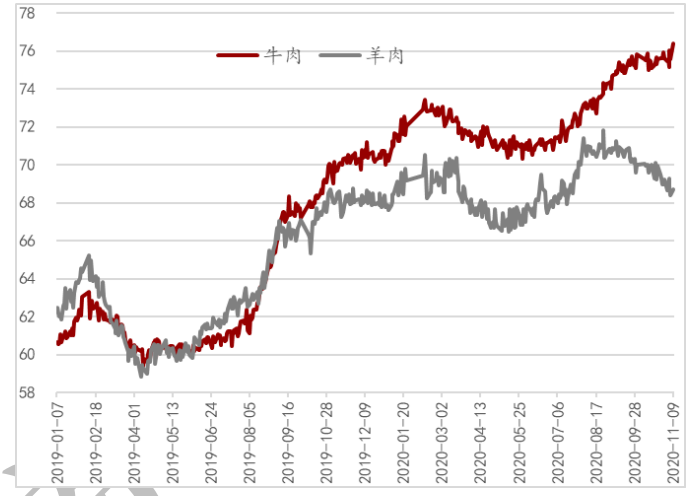
从CPI分项具体来看，10月猪肉同比增速由9月的25.5%下行至-2.8%，环比下行5.4个百分点至-7%,猪肉的替代品牛羊肉同比增速也分别由上月的9%、5.4%下行至7%、3.6%，蛋类同比由-15.76%继续下行至-16.3%。鲜菜价格同比由9月的17.15%下行至16.7%，环比下跌-2.1%，鲜果价格同比由-6.9%上行至0.4%，环比上行1.8%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由9月的1.46%、5.5%、2.56%、0.8%、1.5%变动为1.5%、4.7%、2.5%、0.8%、1.4%。

图表3： 猪肉价格进入回落区间(元/公斤)



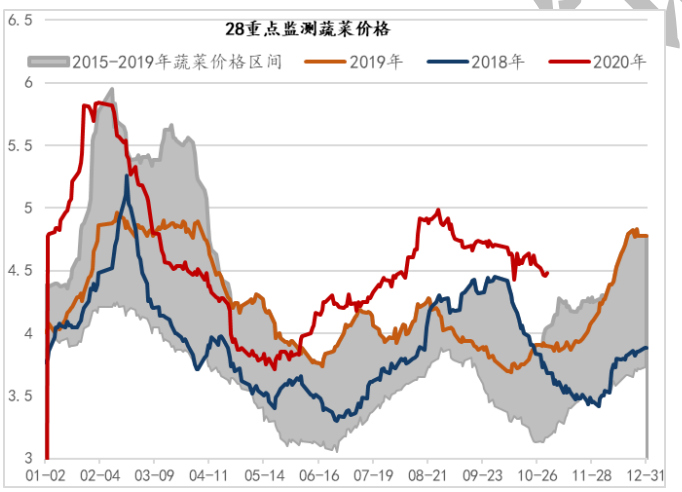
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 猪肉替代品：牛羊肉价格走势(元/公斤)



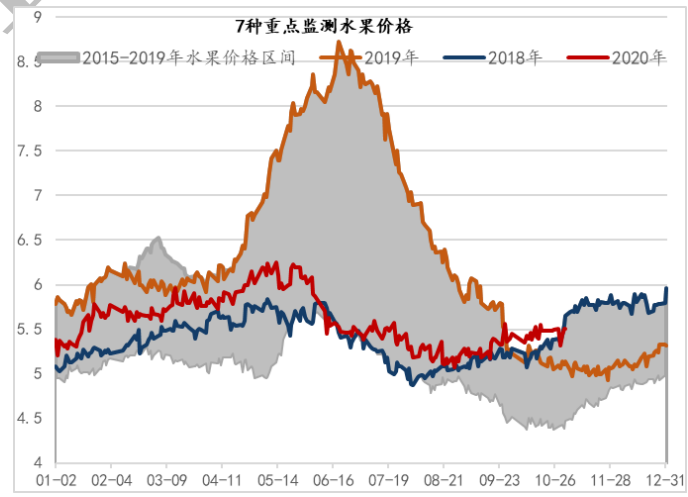
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表5： 蔬菜价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，万联证券研究所

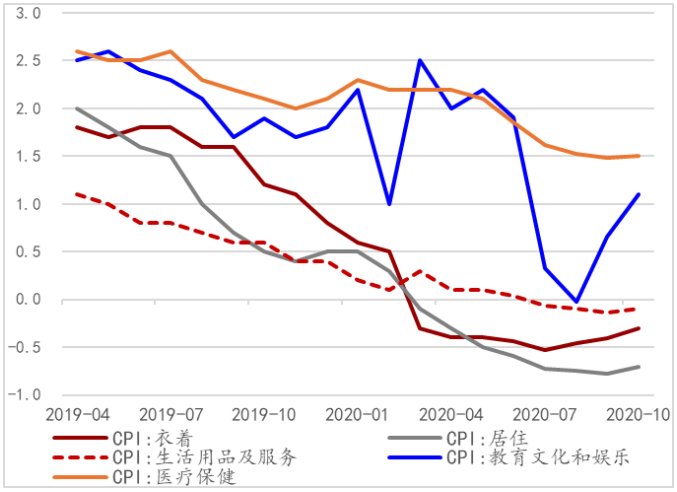
图表6： 水果价格走势(元/公斤)



资料来源：Wind，万联证券研究所

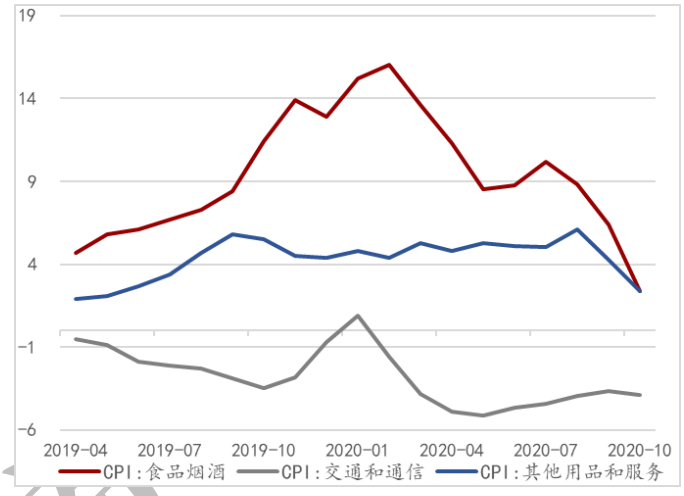
双节带动旅游业消费，需求端修复有限。从CPI非食品分项来看，教育文化和娱乐同比增速继续上行0.45个百分点至1.1%，主要是双节期间旅游出行需求增加，旅游业消费修复带动，同比增速由9月的-1.8%上行至0.6%，环比上涨3.7个百分点至2.8%，出行相关的飞机票、宾馆住宿和旅游价格环比分别上涨9.4%、4.1%和2.8%。10月交通、通信工具同比下行0.27个百分点至-3.9%，环比下行0.2个百分点，主要是交通工具用燃料拖累，国际原油价格大幅下滑，柴油、汽油价格下降。衣着、居住、医疗保健等必须消费基本低位小幅上行，非食品项环比来看整体小幅好转，但需求端依然偏弱。

图表7： CPI 细分项同比走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8： CPI 细分项同比走势



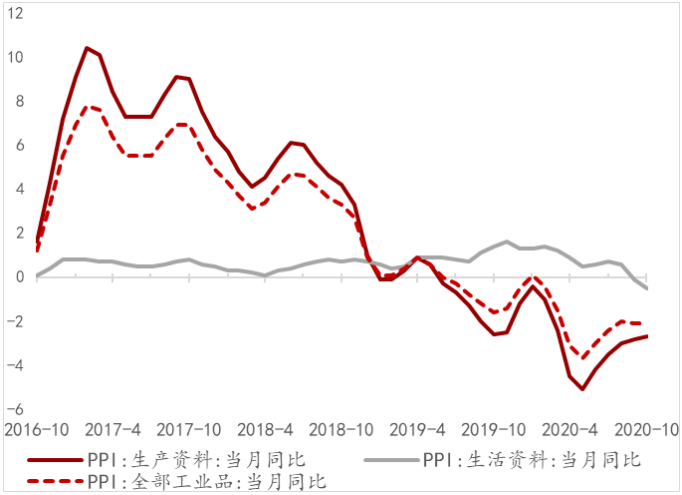
资料来源：Wind，万联证券研究所

2、PPI同比低位持平，但不改上行趋势

PPI同、环比数据均与上月持平，工业企业利润仍在修复。PPI生活资料同比下行，主要是食品类的拉动。生产资料同比小幅提升，主要是加工工业和原材料工业增速上行的拉动，采掘工业有所下滑。加工工业和原材料工业的差值基本持平，加工企业的价格仍在稳步上行，工业企业利润预期将继续修复。从PPIRM来看，黑色、建筑、纺织原料类购进价格同环比仍在逐步修复，纺织、建材、汽车等行业需求仍在继续上行。

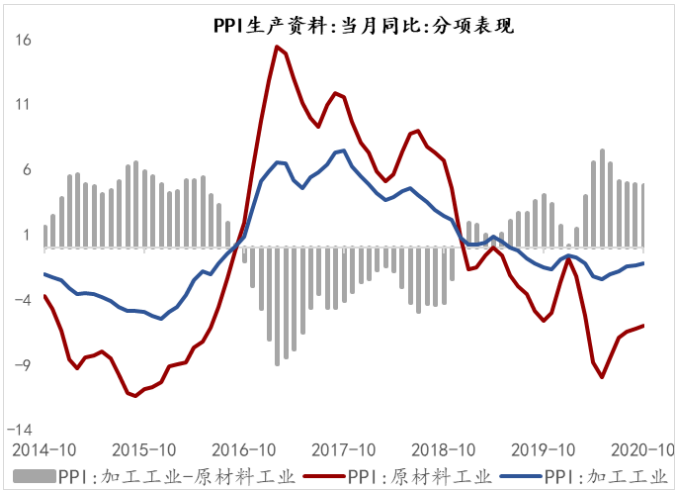
具体数据来看，PPI同比持平于-2.1%，环比持平。生产资料小幅上行0.1个百分点至-2.7%，环比上行0.1%，其中，原材料工业和加工工业同比分别由9月的-6.2%、-1.3%小幅上行至-6%和-1.2%，而采掘工业小幅上行0.1个百分点至-2.7%。PPI生活资料继续下行0.4个百分点至-0.5%，环比下行-0.1%；其中，食品类同比由2.1%下行至0.8%。

图表9： PPI 当月同比增速持平



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：加工工业-原材料工业价格基本持平



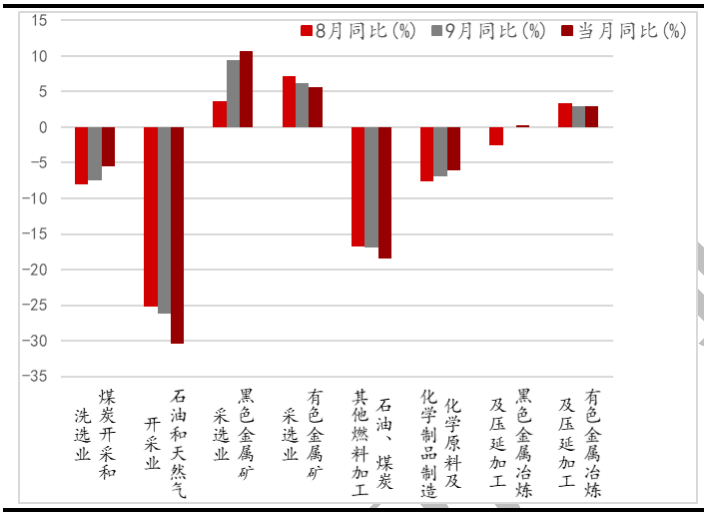
资料来源：Wind，万联证券研究所

PPI周期品价格修复趋势减缓，原油价格大跌为主要拖累项。黑色金属价格延续上行，但修复趋势明显放缓；有色金属采选和压延同比上行趋势未能延续，环比开始回落；我国的房地产、基建、汽车对黑色需求仍强，黑色产业链景气度有望维持，但钢材库

存压力依然高于往年同期，如果累积库存不能有效去化，后期或有回调风险。煤炭开采业环比明显上行，主要受环保采暖上游限产和拉尼娜气候带来的冷冬预期拉动。化纤、纺织服装业有所好转，冷冬预期部分拉升了对抗寒衣物的需求。而10月原油价格大幅下滑，导致石油开采、石油加工产业链整体价格回落。

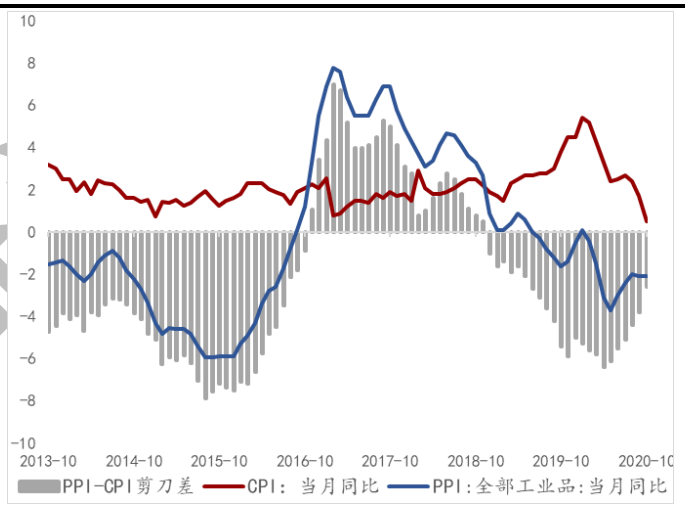
CPI-PPI剪刀差继续收窄，受非食品项影响CPI持续下行，PPI本月增速持平，但工业品价格仍将对PPI上行形成一定支撑。整体来看，CPI、PPI各自的趋势没有逆转，预期CPI-PPI剪刀差仍将继续收窄。

图表11：PPI 价格高波动分项走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：剪刀差继续收窄（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

CPI增速依然承压，PPI上升趋势不变。随猪肉供给逐步修复，猪肉价格下行和去年同期高基数的压力仍存，食品分项仍将承压，同比增速将继续回落，CPI四季度不改下行趋势，而2021年猪肉价格达到高点，CPI或将面临转负压力。随疫苗阶段性研发取得阶段性进展,市场对未来原油需求预期将有所改善,11月原油价格或将逐步反弹。房地产、建材施工延续旺盛，房地产下游的家电需求也逐步好转，黑色、有色等周期品价格仍将继续上行。冬季北方供暖期将至，天然气和煤炭价格也在上行趋势当中，预计未来PPI走升趋势不变。

图表13：工业生产者价格主要数据

2020年10月工业生产者价格主要数据						
指标名称	当月环比(%)	9月环比(%)	当月同比(%)	9月同比(%)	8月同比(%)	累计同比(%)
主要行业出厂价格						
煤炭开采和洗选业	2.1	0.30	-5.5	-7.50	-8.00	-6.40
石油和天然气开采业	-4.9	-2.30	-30.4	-26.20	-25.20	-27.20
黑色金属矿采选业	0.7	3.10	10.7	9.40	3.60	5.30
有色金属矿采选业	-0.3	0.60	5.6	6.20	7.10	4.20
非金属矿采选业	0.1	0.70	1	1.10	0.60	1.40
农副食品加工业	-0.1	0.20	1.9	3.90	5.50	5.50
食品制造业	0	0.00	0.2	0.30	0.40	0.60
酒、饮料和精制茶制造业	-0.1	0.10	0.3	0.40	0.30	0.60
烟草制品业	0.1	0.00	0.8	0.80	0.90	1.50
纺织业	0.3	-0.50	-5.4	-6.00	-5.80	-4.80
纺织服装、服饰业	0	-0.10	-1.6	-1.70	-1.50	-1.10
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0	0.00	-1.1	-1.00	-0.90	-0.70
造纸及纸制品业	0.3	0.10	-1.7	-1.90	-2.20	-3.10
印刷业和记录媒介的复制	-0.2	0.00	-1.8	-1.70	-1.60	-1.10
石油、煤炭及其他燃料加工业	-1.6	-0.50	-18.5	-16.90	-16.70	-14.30
化学原料及化学制品制造业	1.1	0.90	-6	-6.90	-7.60	-6.70
医药制造业	-0.1	-0.10	0.5	0.40	0.50	0.70
化学纤维制造业	1	-1.20	-13.8	-15.60	-15.20	-14.30
橡胶和塑料制品业	0	-0.10	-2.5	-2.50	-2.40	-2.00
非金属矿物制品业	0.3	0.40	-2.4	-2.30	-2.50	-1.40
黑色金属冶炼及压延加工业	-0.1	1.30	0.3	0.00	-2.50	-3.20
有色金属冶炼及压延加工业	-0.3	0.70	2.9	2.90	3.40	-0.30
金属制品业	0.1	0.20	-0.2	-0.10	-0.20	-0.10
通用设备制造业	0	-0.20	-0.7	-0.80	-0.60	-0.20
汽车制造业	-0.1	0.10	-0.3	-0.30	-0.30	-0.40
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.3	-0.10	0	0.30	0.40	0.60
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.2	-0.70	-1.7	-1.90	-0.60	-1.40
电力、热力的生产和供应业	0	-0.20	-1.9	-2.00	-2.20	-1.90
燃气生产和供应业	0.4	-0.20	-5.4	-5.50	-5.30	-4.50
水的生产和供应业	0	0.00	-0.1	-0.10	-0.20	0.10

资料来源：Wind，万联证券研究所

3、风险提示

全球新冠疫情反复，市场流动性投放大幅增加，拉尼娜冷冬效应如果确定将影响食品供应和企业开工。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场