东兴证券 DONGXING SECURITIES

PPI与PMI价格分项背离，CPI消费品与服务分化

——10月通胀数据点评

2020 年 11 月 10 日

固定收益 | 点评报告

分析师 | 张怀志 | 电话：010-66555181 | 邮箱：zhanghz@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480519080004

事件：

2020 年 10 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.1%，环比上涨 0%；

全国居民消费价格同比上涨 0.5%。，环比下跌 0.3%。

主要观点：

PMI 先行指标失灵，PPI 环比持续走弱，背离时间达四个月。PMI 出厂价格由 9 月 52.5 上行至 53.2，PMI 原材料购进价格由 58.5 上行至 58.8，而 PPI 出厂价格环比由 0.1 下降至 0，购进价格由 0.4 下降至 0.2，PPI 与 PMI 发生顶背离后，环比持续下跌，趋势符合历史规律，但是背离时间长达四个月，创历史之最，背离趋势仍有待观察，背后原因需要进一步探究。

全球二次疫情，复苏蒙上阴影，石油价格震荡下行拖累较大，11 月预计减弱。国外二次疫情爆发，经济复苏进程蒙上阴影，10 月国际原油价格震荡下行，受此影响石油和天然气开采业价格下降 4.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 1.6%,11 月以来石油价格有所回升，昨日辉瑞公布疫苗三阶段进展，市场对经济恢复信心加强，原油价格大涨，预计 11 月原油拖累有所减弱；

环比重新回到 0 附近，短期供需弱平衡，需等待全球经济复苏或者油价破局。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 12 个，比上月减少 3 个；下降的 18 个，减少 1 个；持平的 10 个，增加 4 个。从 7 月以来，持平行业越来越多，价格上涨的减少，从国内情况看，随着经济复苏放缓，供需达到弱平衡，PPI 环比上涨最快阶段结束，今年底基数因素也较弱，二次疫情爆发影响油价，近期疫苗消息提振油价，11 月 PPI 可能重回升势，展望明年，在二次疫情明年上半年同比上涨基数因素起到重要作用，环比上升依靠全球经济复苏，或者油价趋势性上行。

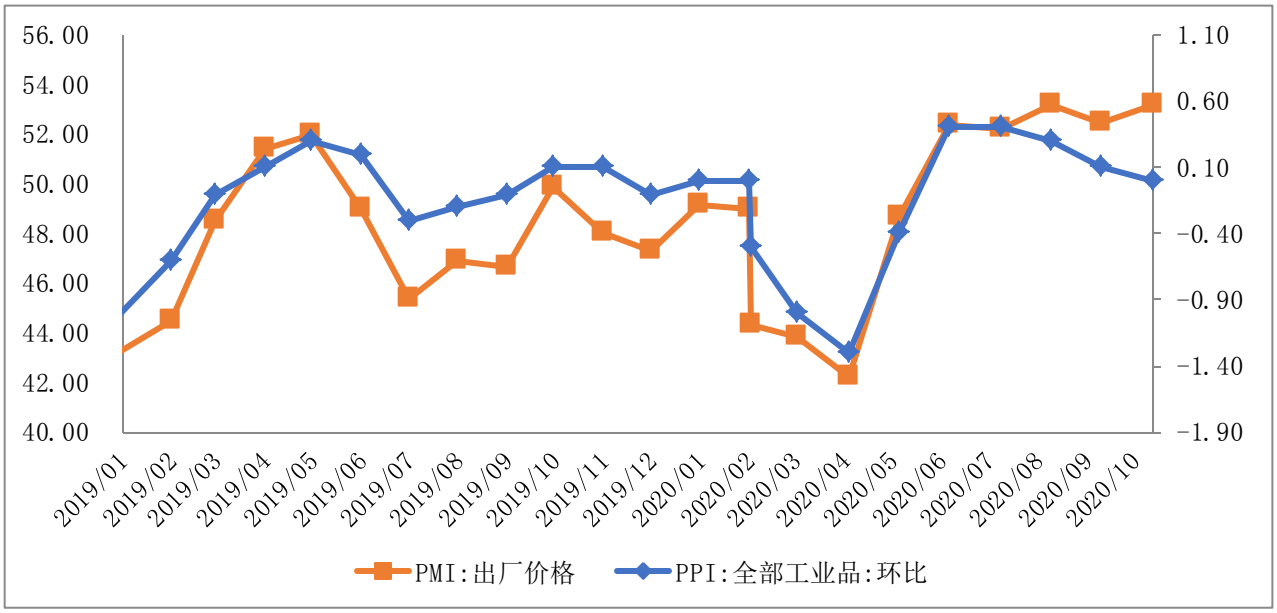
根据核心 CPI 和 PPI 生活资料价格，居民需求开启触底回升，但涨幅趋缓，原因是服务类价格和消费品价格出现分化。核心 cpi 环比走弱，由 0.2 下降至 0.1，涨幅趋缓，显示居民需求虽然回暖，但速度有所减弱；从 CPI 非食品价格看，服务和消费品价格出现分化，服务价格环比商战 0.1，同比上涨 0.3，比较快的分项有旅游价格上涨 2.8%，教育文化娱乐整体上涨 0.6%，家庭服务上涨 0.2%，居住、生活用品及服务均上涨 0.1%，而消费品价格环比下降较多，-0.6%，其中有油价对应的交通燃料，但其他消费品价格也环比下降，可能与双 11 提前启动有关，；相对应的 PPI 生活资料价格环比持续为负，与上月持平，仍为-0.1%，同比由于基数因素，大跌至-0.5%，食品、衣着和一般日用品分项环比悉数下跌；

10 月 CPI 同比环比均回落，猪肉价格下跌是主因，近期猪肉价格下跌加快，年底可能跌破 0。生猪产能持续恢复，猪肉供给持续改善，价格下降 7.0%，同比在连续上涨 19 个月后首次转降，下降 2.8%；水果蔬菜走势基本符合季节性效应，水果价格波动幅度在往年均值附近，但是蔬菜价格下半年以来价格涨幅超过往年，对同比贡献较大，预计可持续至年底。后期随着猪肉价格下降，预计 CPI 年底有跌破 0 的可能。

通胀佐证经济放缓，利好债市，但仍需后续数据验证，当前更应关注资金面边际改善幅度。债市通胀数据整体超预期，CPI 下降幅度超预期，主因是猪肉价格下跌，但消费品价格疲软不容忽视，可能与双 11 提前促销有关；PPI 同比持平，环比下跌，与 PMI 先行指标持续背离，主要原因有二，一是是二次疫情爆发对油价拖累，二是国

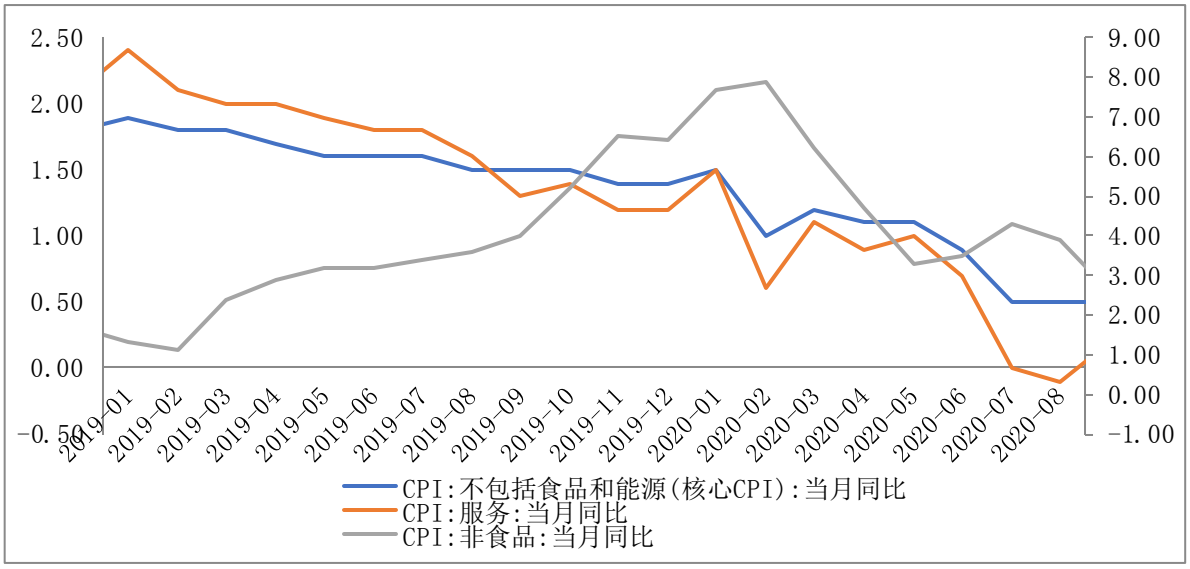
内经济复苏斜率放缓，特别是工业生产消费品价格有所疲弱，但线下服务类消费仍在加快。整体看，CPI 与 PPI 数据对债市有利，通胀数据佐证经济复苏斜率放缓，一定程度上提振市场情绪，但仍需后续数据验证，通胀走势整体仍在合意区间，难以撬动货币政策节奏，对债市影响较小。当前更应关注资金面边际改善幅度，维持前期观点不变，债市趋势性拐点未到，但具备短期交易性机会。

图1：PPI 与 PMI 出厂价格持续背离



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：核心 CPI 持平，CPI 服务回升，CPI 消费品下降



资料来源：wind，东兴证券研究所

风险提示：疫情发展超预期

相关报告汇总

单击此处输入文字。

报告类型	标题	日期
点评报告	PPI 和核心 CPI 的二阶拐点已至	2020-10-15
点评报告	PPI 和核心 CPI 的二阶拐点意味着什么？	2020-9-9
点评报告	猪价带动 CPI 短暂上行，PPI 回升上游贡献大	2020-8-11
点评报告	猪价拉动 CPI 难持续，油价对 PPI 拉动渐弱	2020-7-9
点评报告	PPI 同比或触底，下半年仍处低位	2020-6-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张怀志

张怀志，固收研究员，经济学博士，研究经验丰富，先后参与科技部项目、发改委课题及多项国家自然科学基金，发表核心论文 6 篇，参编专著 3 本，2017 年加入东兴证券从事宏观研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526