日期：2020 年 11 月 10 日

CPI 加速下行 货币正常化

——2020 年 10 月物价数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

猪肉下跌叠加高基数，CPI 加速回落

CPI 加速回落。从环比看，CPI 下降 0.3%，由正转负。其中食品价格由上月上涨 0.4%转为下降 1.8%，影响 CPI 下降约 0.41 个百分点，是本月 CPI 下降的主因。食品中，由于供给的改善，猪肉价格持续回落，价格下降 7.0%，降幅比上月扩大 5.4 个百分点。从同比看，CPI 上涨 0.5%，涨幅比上月回落 1.2 个百分点。同比回落较大主要是由于基数较高叠加消费品价格回落，尤其是猪肉的由升转降。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅与上月相同。PPI 低位徘徊。从环比看，PPI 由上月微涨转为持平。受北方气温下降影响，供暖需求逐渐增加，煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业价格分别上涨 2.1%和 0.4%；受国际原油价格震荡下行影响，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%。从同比看，PPI 下降 2.1%，降幅与上月相同。主要行业中，石油相关行业降幅有所扩大。

核心资产价值将重现

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！经济回升以及效益的改善为资本市场的运行奠定了基础。美国疫情失控，欧洲疫情第二波形成，虽然中国经济的海外需求上升，但海外环境恶化对中国资本市场平稳运行造成了偏负面影响，中国资本市场运行的海外环境冲击因素仍将存在。随着中国经济会稳步进程的进行，大选尘埃落定以及疫苗的利好普遍提升风险偏好，尤其是宽信用发展带来的流动性平稳局面得到市场确认，资本市场将再度迎来平稳运行期，核心资产价值将重新呈现。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，但经济平稳特征重新得到市场认可，通胀拐点确认，债市有望走稳回升。

通胀回落，货币政策正常化

受基数影响，10月消费价格的表现符合我们的判断——经济低迷时期通货紧缩才是主要趋势，之前的高通胀主要是由于猪肉价格临时冲击下的短期现象。引发这轮上涨的猪肉供求局面开始改变，价格趋向回落。由于去年下半年是价格上行期，今年价格稳定后，在基数作用下，CPI同比会有进一步的下降。工业品价格的低迷态势继续存在。从绝对价格水准变动看，生产资料价格已不再下降，当前同比负值只是基数作用的结果，负值延续预期再延续。价格的回落，尤其是核心通胀偏低，也使得货币政策没有转向收紧的基础。但较危机期间的临时宽松，货币政策正常化也不可避免。9月份货币回升属于季节效应，在通胀的回落下未来也将延续边际回落，但流动性整体宽松格局不变。政策将更加注重灵活适度，强调政策的精准导向以及直达性，维持正常的货币政策空间。

事件：10 月 CPI、PPI 数据公布

国家统计局数据显示，2020 年 10 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.5%。其中，城市上涨 0.5%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 2.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.6%，服务价格上涨 0.3%。1—10 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.0%。10 月份，全国居民消费价格环比下降 0.3%。其中，城市下降 0.3%，农村下降 0.5%；食品价格下降 1.8%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.6%，服务价格上涨 0.1%。2020 年 10 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.1%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降 2.4%，环比上涨 0.2%。1—10 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.0%，工业生产者购进价格下降 2.6%。

表 1：10 月 CPI、PPI 数据（%）

	实际值	上月值	去年同期
CPI 同比	1.5	1.7	3.8
PPI 同比	-2.1	-2.1	-1.6

数据分析：数据特征和变动原因

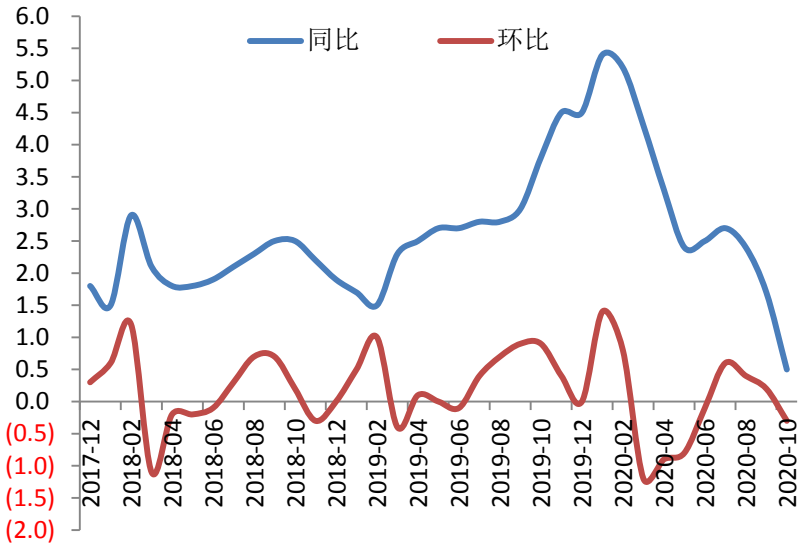
1. 高基数下 CPI 加速回落

从环比看，CPI 下降 0.3%，由正转负。其中食品价格由上月上涨 0.4%转为下降 1.8%，影响 CPI 下降约 0.41 个百分点，是本月 CPI 下降的主因。食品中，由于供给的改善，猪肉价格持续回落，价格下降 7.0%，降幅比上月扩大 5.4 个百分点；鸡蛋和鲜菜供应充足，价格分别下降 2.3%和 2.1%；受应季水果上市，鲜果价格略涨 1.8%，涨幅比上月回落 5.5 个百分点。非食品价格上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点。非食品中，国庆中秋假期居民出行增多，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别上涨 9.4%、4.1%和 2.8%；受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别下降 2.3%和 2.6%。

从同比看，CPI 上涨 0.5%，涨幅比上月回落 1.2 个百分点。同比回落较大主要是由于基数较高叠加消费品价格回落，尤其是猪肉的由升转降。食品价格上涨 2.2%，涨幅比上月回落 5.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.49 个百分点。食品中，鲜菜、牛肉和羊肉价格分别上涨 16.7%、7.0%和 3.6%，涨幅分别回落 0.5、2.0 和 1.8 个百分点；猪肉价格在连续上涨 19 个月后首次转降，下降 2.8%；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 18.3%、13.2%和 6.5%，降幅分别扩大 0.6、4.1 和 1.8 个百分点。非食品价格持平。其中，医疗保健价格上涨 1.5%；

教育文化和娱乐价格上涨 1.1%；交通和通信价格下降 3.9%，其中汽油和柴油价格分别下降 17.4%和 19.1%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅与上月相同。据测算，在 10 月份 0.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.4 个百分点，比上月回落 0.8 个百分点，新涨价影响约为 0.1 个百分点。

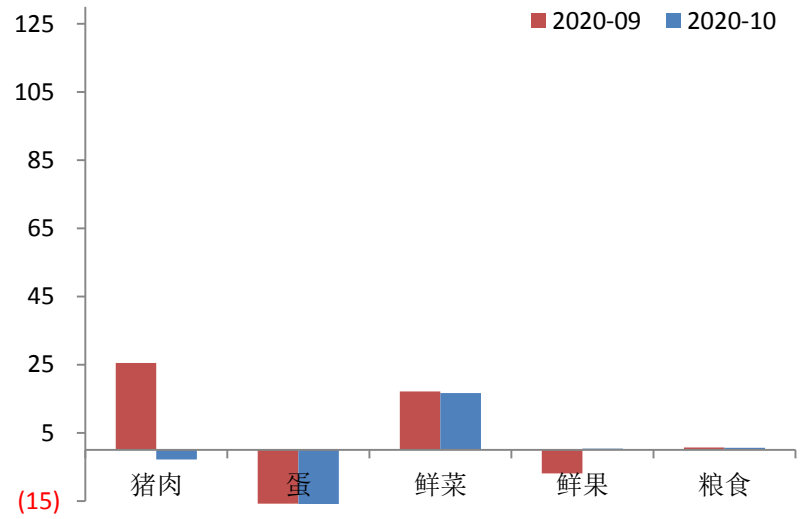
图 1：CPI 同比、环比(%)



数据来源： wind，上海证券研究所

10 月份，食品烟酒类价格同比上涨 2.4%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.76 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 16.7%，影响 CPI 上涨约 0.38 个百分点；水产品价格上涨 2.5%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；畜肉类价格上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.14 个百分点，其中猪肉价格下降 2.8%，影响 CPI 下降约 0.13 个百分点；粮食价格上涨 1.5%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；鲜果价格上涨 0.4%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；蛋类价格下降 16.3%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点。

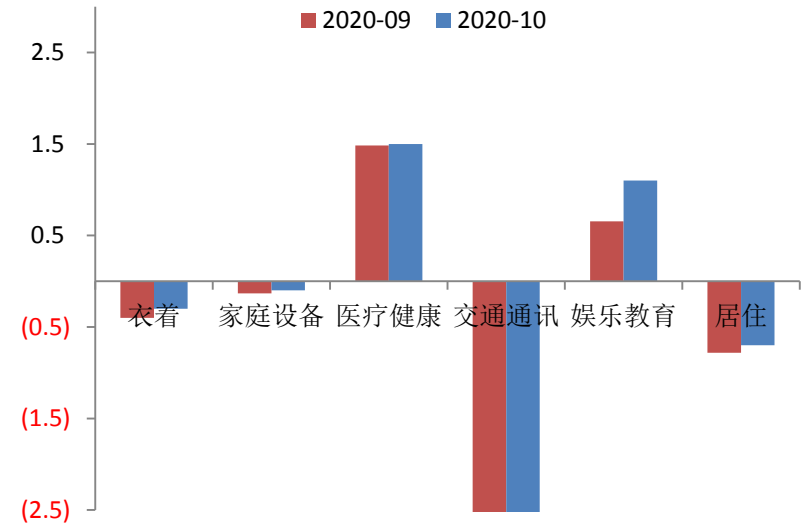
图 2：食物价格分项同比（%）



数据来源： wind，上海证券研究所

10 月，其他七大类价格三涨四降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.4%、1.5%和 1.1%；交通和通信、居住价格分别下降 3.9%和 0.7%，衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.3%和 0.1%。

图 3：非食物分项同比（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

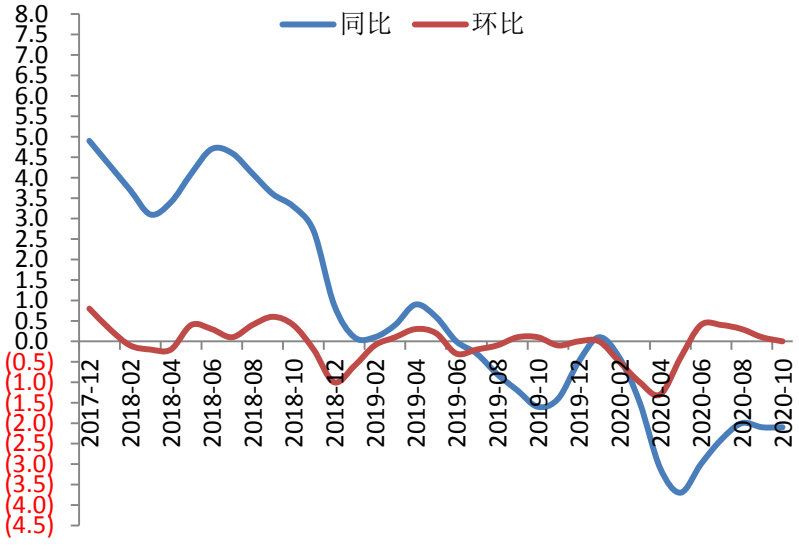
2. PPI 低位徘徊

从环比看，PPI 由上月微涨转为持平。其中，生产资料价格上涨 0.1%，涨幅回落 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅与上月相同。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。其中，受北方气温下降影响，供暖需求逐渐增加，煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业价格分别上涨 2.1%和 0.4%；化学原料和化学制品制造业价格上涨 1.1%，化学纤维制造业价格上涨 1.0%，纺织业、造纸和纸制品业、非金属矿物制品业价格均上涨 0.3%。受国际原油价格震荡下行影响，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%。此外，有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别下降 0.3%和 0.1%。

从同比看，PPI 下降 2.1%，降幅与上月相同。其中，生产资料价格下降 2.7%，降幅收窄 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.5%，降幅扩大 0.4 个百分点。主要行业中，石油相关行业降幅有所扩大。价格降幅收窄的有煤炭开采和洗选业，下降 5.5%，收窄 2.0 个百分点；燃气生产和供应业，下降 5.4%，收窄 0.1 个百分点。价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 30.4%，扩大 4.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 18.5%，扩大 1.6 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.9%，涨幅与上月相同；黑色金属冶炼和压延加工业价格由平转涨，上涨 0.3%。农副食品加工业价格上涨 1.9%，涨幅回落 2.0 个百分点。据测算，在 10 月份 2.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.1 个百分点，新涨价影响约为-2.0 个百分点。

图 4：PPI 同比、环比（%）

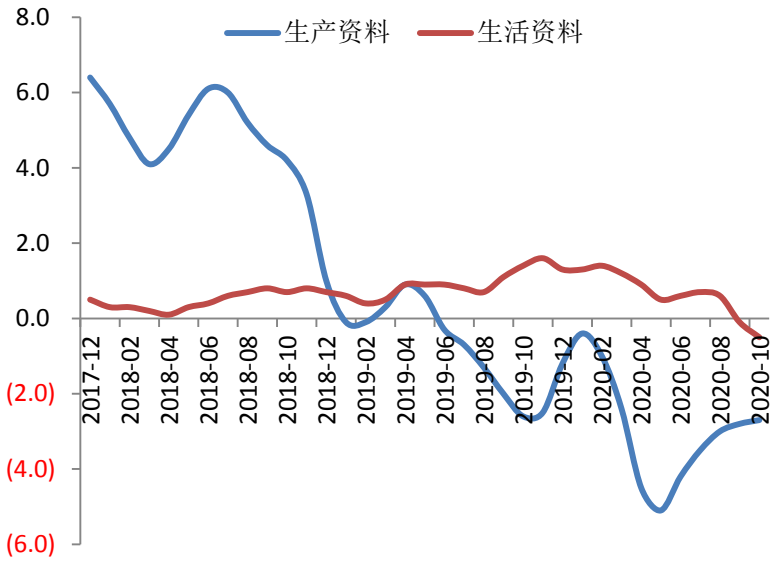


数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降 2.7%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.97 个百分点。其中，采掘工业价格下降 5.1%，原材料工业价格下降 6.0%，

加工工业价格下降 1.2%。生活资料价格下降 0.5%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.14 个百分点。其中，食品价格上涨 0.8%，衣着价格下降 1.7%，一般日用品价格下降 0.7%，耐用消费品价格下降 1.8%。

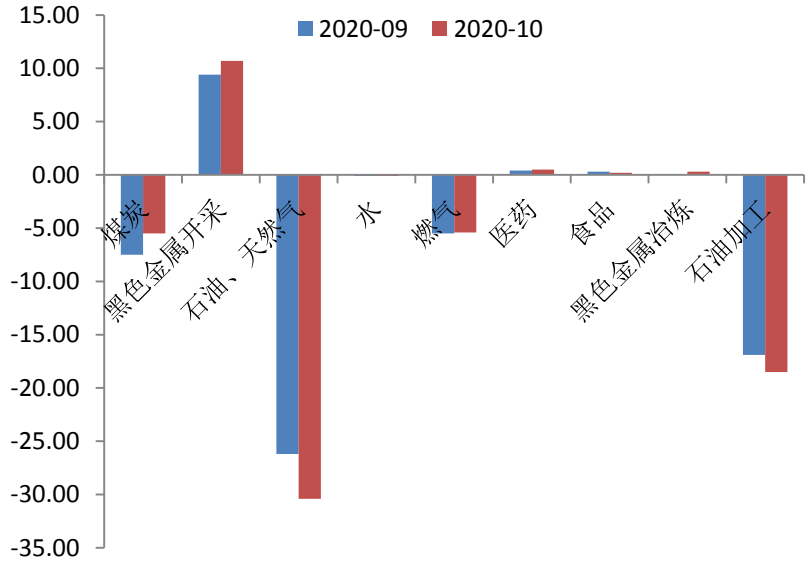
图 1：生产资料和生活资料价格指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

工业生产者主要行业出厂价格中，煤炭开采和洗选业价格同比下降 5.5%，降幅收窄 2 个百分点；黑色金属矿采选业上涨 10.7%，涨幅扩大 1.3 个百分点；石油和天然气开采业下降 30.4%，降幅扩大 4.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 18.5%，降幅扩大 1.6 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业由持平转为上涨 0.3%。

图 6：PPI 细项（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

猪肉下跌叠加高基数，CPI 加速回落

CPI 加速回落。从环比看，CPI 下降 0.3%，由正转负。其中食品价格由上月上涨 0.4%转为下降 1.8%，影响 CPI 下降约 0.41 个百分点，是本月 CPI 下降的主因。食品中，由于供给的改善，猪肉价格持续回落，价格下降 7.0%，降幅比上月扩大 5.4 个百分点。从同比看，CPI 上涨 0.5%，涨幅比上月回落 1.2 个百分点。同比回落较大主要是由于基数较高叠加消费品价格回落，尤其是猪肉的由升转降。食品价格上涨 2.2%，涨幅比上月回落 5.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.49 个百分点。食品中，鲜菜、牛肉和羊肉价格分别上涨 16.7%、7.0%和 3.6%，涨幅分别回落 0.5、2.0 和 1.8 个百分点；猪肉价格在连续上涨 19 个月后首次转降，下降 2.8%；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 18.3%、13.2%和 6.5%，降幅分别扩大 0.6、4.1 和 1.8 个百分点。非食品价格持平。其中，医疗保健价格上涨 1.5%；教育文化和娱乐价格上涨 1.1%；交通和通信价格下降 3.9%，其中汽油和柴油价格分别下降 17.4%和 19.1%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅与上月相同。据测算，在 10 月份 0.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.4 个百分点，比上月回落 0.8 个百分点，新涨价影响约为 0.1 个百分点。

PPI 低位徘徊。从环比看，PPI 由上月微涨转为持平。受北方气温下降影响，供暖需求逐渐增加，煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业价格分别上涨 2.1%和 0.4%；受国际原油价格震荡下行影响，

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%。从同比看，PPI 下降 2.1%，降幅与上月相同。其中，生产资料价格下降 2.7%，降幅收窄 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.5%，降幅扩大 0.4 个百分点。主要行业中，石油相关行业降幅有所扩大。价格降幅收窄的有煤炭开采和洗选业，下降 5.5%，收窄 2.0 个百分点；燃气生产和供应业，下降 5.4%，收窄 0.1 个百分点。价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 30.4%，扩大 4.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 18.5%，扩大 1.6 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.9%，涨幅与上月相同；黑色金属冶炼和压延加工业价格由平转涨，上涨 0.3%。农副食品加工业价格上涨 1.9%，涨幅回落 2.0 个百分点。据测算，在 10 月份 2.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.1 个百分点，新涨价影响约为-2.0 个百分点。

核心资产价值将重现

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！经济回升以及效益的改善为资本市场的运行奠定了基础。美国疫情失控，欧洲疫情第二波形成，虽然中国经济的海外需求上升，但海外环境恶化对中国资本市场平稳运行造成了偏负面影响，中国资本市场运行的海外环境冲击因素仍将存在。随着中国经济会稳步进程的进行，大选尘埃落定以及疫苗的利好普遍提升风险偏好，尤其是宽信用发展带来的流动性平稳局面得到市场确认，资本市场将再度迎来平稳运行期，核心资产价值将重新呈现。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，但经济平稳特征重新得到市场认可，通胀拐点确认，债市有望走稳回升。

趋势预测分析：

通胀回落，货币政策正常化

受基数影响，10 月消费价格的表现符合我们的判断——经济低迷时期通货紧缩才是主要趋势，之前的高通胀主要是由于猪肉价格临时冲击下的短期现象。引发这轮上涨的猪肉供求局面开始改变，价格趋向回落。由于去年下半年是价格上行期，今年价格稳定后，在基数作用下，CPI 同比会有进一步的下降。工业品价格的低迷态势继续存在。从绝对价格水准变动看，生产资料价格已不再下降，当前同比负值只是基数作用的结果，负值延续预期再延续。价格的回落，尤其是核心通胀偏低，也使得货币政策没有转向收紧的基础。但较

危机期间的临时宽松，货币政策正常化也不可避免。9 月份货币回升属于季节效应，在通胀的回落下未来也将延续边际回落，但流动性整体宽松格局不变。政策将更加注重灵活适度，强调政策的精准导向以及直达性，维持正常的货币政策空间。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。