2020 年 9 月物价数据点评

9 月 CPI 涨幅进入“1 时代”,PPI 继续胶着于通缩状态

据国家统计局数据，2020 年 9 月 CPI 同比 1.7%，前值 2.4%，上年同期 3.0%；9 月 PPI 同比-2.1%，前值-2.0%，上年同期-1.2%。

基本观点：

9 月猪肉价格走低，同比涨幅大幅下降，是带动食品 CPI 和整体 CPI 涨幅收窄的主要原因；9 月非食品价格同比再现零增长，显示当前消费市场需求不足现象仍然严峻。

9 月 PPI 同比跌幅小幅扩大，表现逊于预期。从大类来看，受国际大宗商品价格波动、供需状况、市场预期变化等内外部因素影响，9 月工业品价格整体冲高回落。在此背景下，当月生产资料 PPI 上涨动能趋弱，同比跌幅则受上年基数下行影响有所收窄。9 月生活资料价格转跌，是拖累当月 PPI 整体修复进程被打断的主要原因。这一方面与农畜产品等原材料价格下跌有关，但更为关键的是，价格走势低迷折射出当前终端消费依然偏弱。

10 月猪肉价格同比涨幅还会显著下行，将带动食品价格涨幅继续回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计 10 月 CPI 同比涨幅将降至 1.3%左右。从高频数据来看，10 月以来，工业品价格已现企稳反弹之势，将带动当月生产资料 PPI 跌幅进一步收敛，但受 CPI 涨幅下行趋势影响，10 月生活资料 PPI 同比跌幅可能会小幅扩大。综合来看，生产资料和生活资料“一上一下”，预计 10 月 PPI 同比将在-2.0%左右小幅波动。

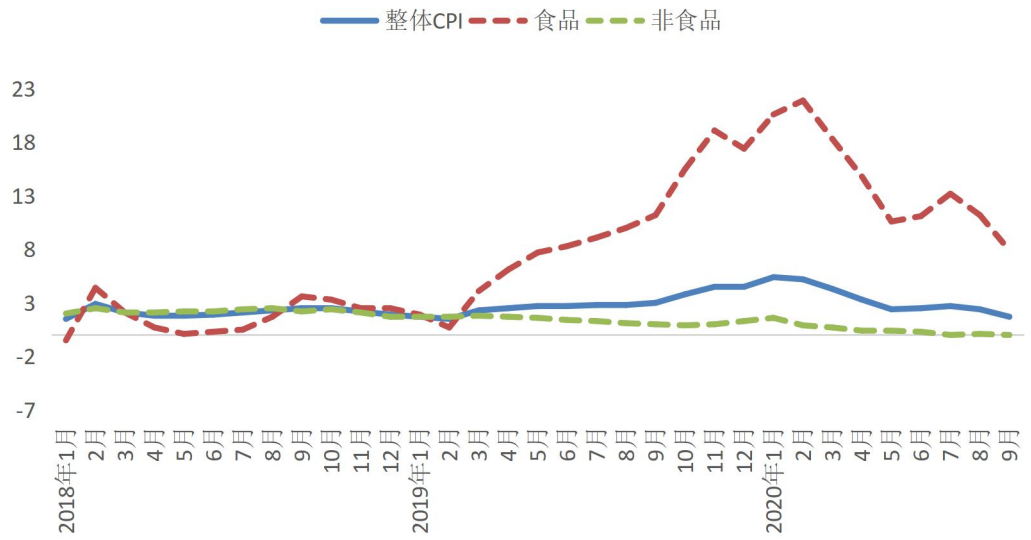
具体分析如下：

一、9 月猪肉价格走低，同比涨幅大幅下降，是带动食品 CPI 和整体 CPI 涨幅收窄的主要原因；9 月非食品价格同比再现零增长，显示当前消费市场需求不足现象仍然严峻。

9 月 CPI 同比上涨 1.7%，涨幅较上月大幅回落 0.7 个百分点，时隔 19 个月再次回到“1 时代”，显示猪周期带来的本轮物价上涨已进入尾声。从影响物价变化的主要因素看，9 月食品价格同比上涨 7.9%，几乎贡献了本月 CPI 的全部涨幅（1.69%）。

当月食品价格涨幅较上月回落 3.3 个百分点，也是本月 CPI 涨幅回落的主要原因。9 月非食品价格与上年同期持平，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，意味着食品之外的各类商品和服务价格总体上正处在通缩边缘，背后的原因是居民消费需求不振，并正在成为当前经济修复的主要拖累。

图 1　CPI 增速 ：当月同比　%



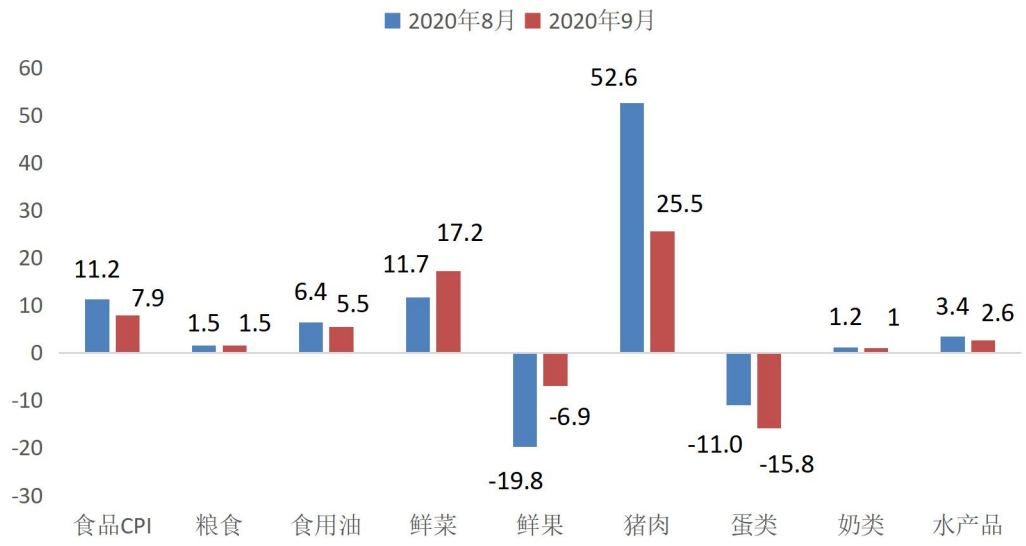
数据来源：WIND

食品价格方面，9 月餐饮业继续修复，但生猪产加速改善，猪肉进口保持高位，当月猪肉价格小幅走低，而上年基数跃升则带动猪肉价格同比涨幅大降 27.1 个百分点，成为本月食品价格同比涨幅缩小 2 个百分点的主要原因。

伴随国内疫情得到稳定控制,9 月餐饮业 PMI 处于 60%以上的高位,这意味着猪肉需求增加。不过，7 月生猪存栏开始同比增长，9 月猪肉供应量加速扩张。此外,近期猪肉进口同比保持在 130%以上的高速增长水平,储备猪肉投资也在增多。由此，供需基本平衡导致本月猪肉价格小幅回落。更为重要的是，去年 9 月受猪瘟疫情影响，猪肉价格出现大幅跳涨，上年高基数带动 9 月猪肉价格同比涨幅骤降 27.1 个百分点至 25.5%。据测算，本月猪肉价格涨幅下行对整体 CPI 涨幅的下拉作用达到 0.84 个百分点，超过 9 月 CPI 同比的整体 0.7 个百分点的降幅。这意味着猪肉价格正在从之前推升 CPI 高增的核心动力，演变成下拉 CPI 涨幅的主要力量。

其他食品方面，受季节因素及部分地区降雨影响，本月鲜菜价格环比上涨 2.4%，同比涨幅扩大到 17.2%；受季节和双节临近等因素叠加影响，鲜果价格由上月下降 0.4%转为上涨 7.3%，同比涨幅也收窄 12.9 个百分点至 6.9%；伴随供应量上升，9 月鸡蛋价格涨幅明显回落，上年基数走高则带动同比降幅扩大至-15.8%。值得一提的是，9 月粮食价格环比持平，同比涨幅则保持在 1.5%，表明今年 4 月和 5 月粮价涨幅加快势头未能持续，当前粮价走势继续处于可控状态。

图 2　食品类各分项 CPI 同比增速 %



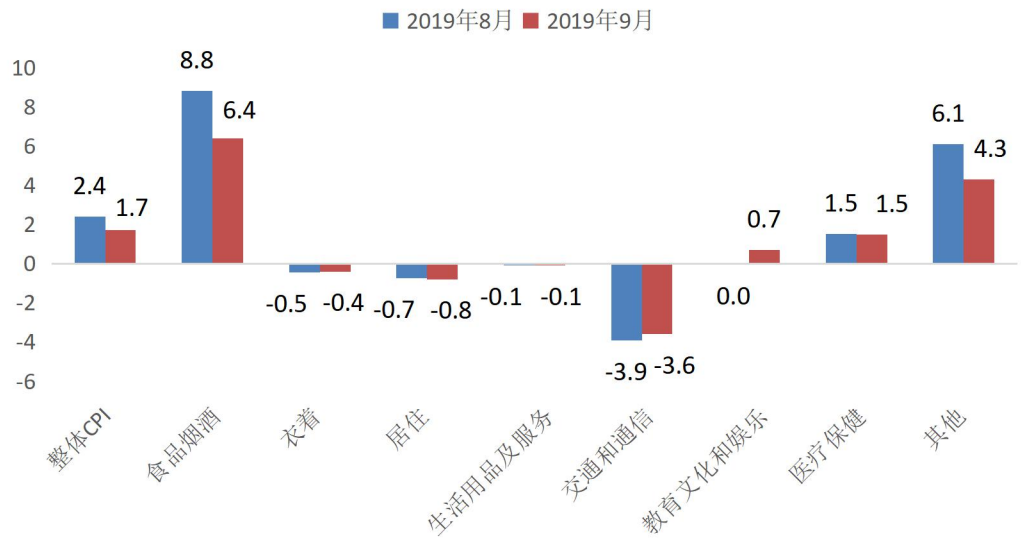
数据来源：WIND

非食品价格方面，市场需求不足现象依然明显，9 月非食品价格同比与上年持平，处于临界通缩状态。前期国际油价回落，9 月国内下调成品油价格，带动汽油、柴油价格同比降幅扩大；不过，当月其他交通和通信价格跌幅明显收窄。随着文娱消费逐步恢复，电影票价等价格出现上涨；新学期开学，课外教育及部分民办学校收费也有所上升。由此，9 月教育文化和娱乐价格上涨 0.7%，较上月明显加速。

不过，除此以外的其它绝大多数商品和服务价格走势依然疲弱，同比涨幅也继续处于多年来的低位。这表明伴随疫情影响周期拉长，居民消费支出趋于谨慎。这与当前社会消费品零售总额、生活类服务消费数据持续低迷相印证，正在成为影响经济修复的主要矛盾。

9 月，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅与上月持平，连续三个月保持在 2013 年有历史记录以来的最低水平。今年以来该指标的累计涨幅降至 0.9%，同样处于历史最低点，很大程度上是当前物价走势的真实写照。这表明目前缺乏物价普遍上涨的基础，不仅再通胀言之尚早，而且未来需求不足引发 CPI 通缩的风险反而值得重点关注。这同时也表明，“控通胀”对当前货币政策操作的掣肘作用很小。

图 3　八类商品与服务 CPI 同比增速 %

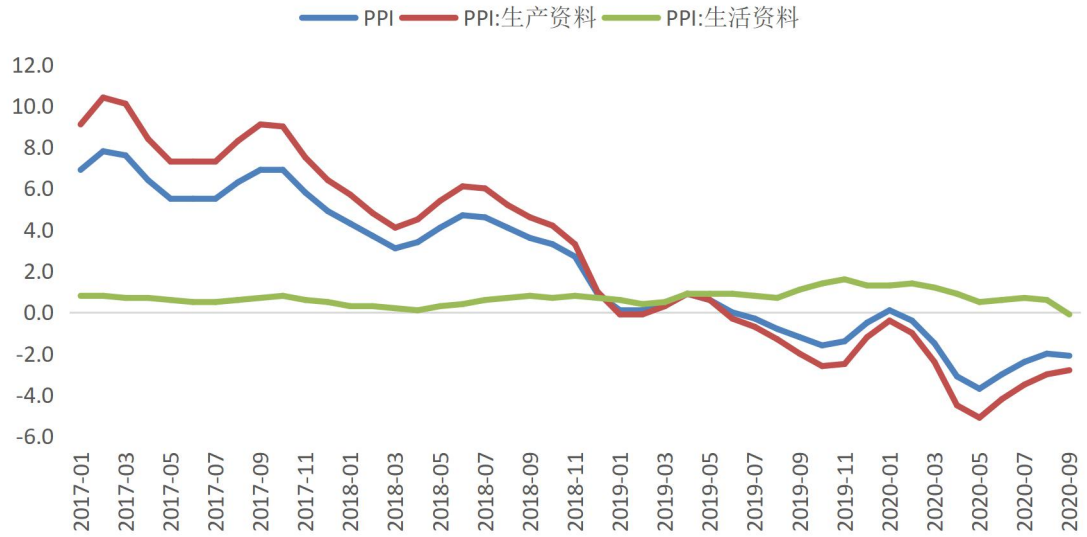


数据来源：WIND

二、9 月 PPI 环比涨幅延续收窄，生产资料和生活资料 PPI 环比涨幅同步放缓；当月生产资料 PPI 同比跌幅延续了 6 月以来的收敛趋势，但生活资料 PPI 同比涨幅明显回落，拖累当月 PPI 同比跌幅意外走阔。

9 月 PPI 环比涨幅从上月的 0.3%降至 0.1%，同比跌幅从上月的-2.0%扩大至-2.1%，结束了此前连续三个月的收敛过程，表现逊于预期。从大类来看，9 月生产资料和生活资料 PPI 环比涨幅均较上月走弱 0.2 个百分点，且生活资料 PPI 环比转跌；同比方面，9 月生产资料 PPI 同比跌幅延续了 6 月以来的收敛趋势，但生活资料 PPI 同比涨幅明显回落，成为当月 PPI 同比跌幅意外走阔的原因所在。

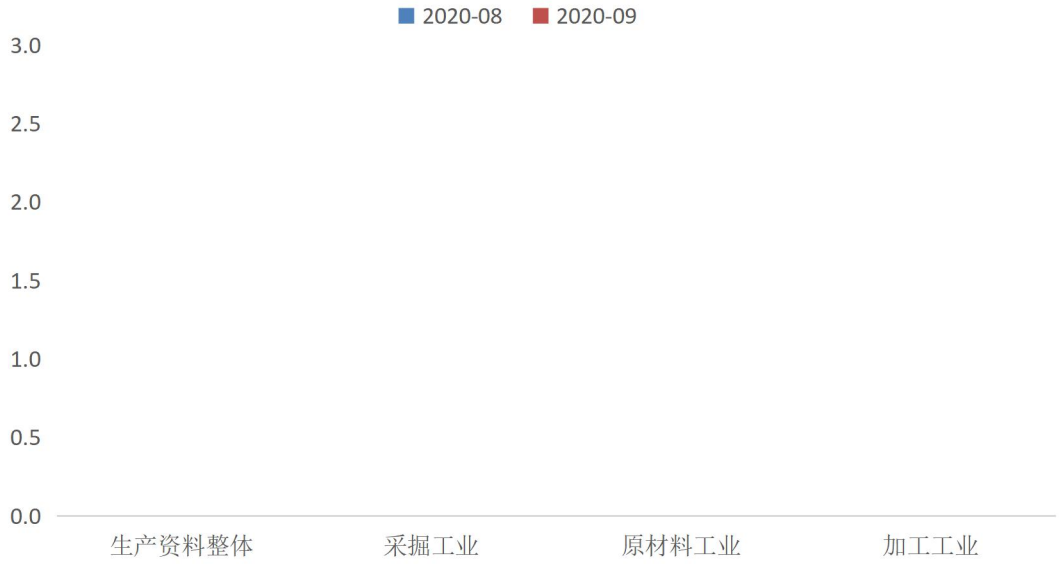
图 4　PPI 增速：当月同比　%



数据来源：WIND

具体看生产资料，受国际大宗商品价格波动、供需状况、市场预期变化等内外部因素影响，9 月工业品价格整体冲高回落，不同产品价格走势分化。一方面，受冬季用煤需求和建筑业高景气支撑，9 月煤炭和建材价格表现相对强劲。另一方面，由于欧洲疫情反弹冲击需求预期，9 月国际油价在月初大跌后窄幅震荡，整体走弱，影响国内化工产品价格多数下跌；同时，前期供给放量，以及房地产调控收紧下需求边际减弱的预期，拖累钢材价格下跌。由此，9 月生产资料 PPI 上涨动能趋弱，环比涨幅从上月的 0.4%放缓至 0.2%；同比跌幅则在上年基数走低带动下，从上月的-3.0%收窄至-2.8%，但回升斜率进一步放缓。从分项看，当月采掘工业、原材料工业和加工工业等各分项 PPI 走势也与此一致。

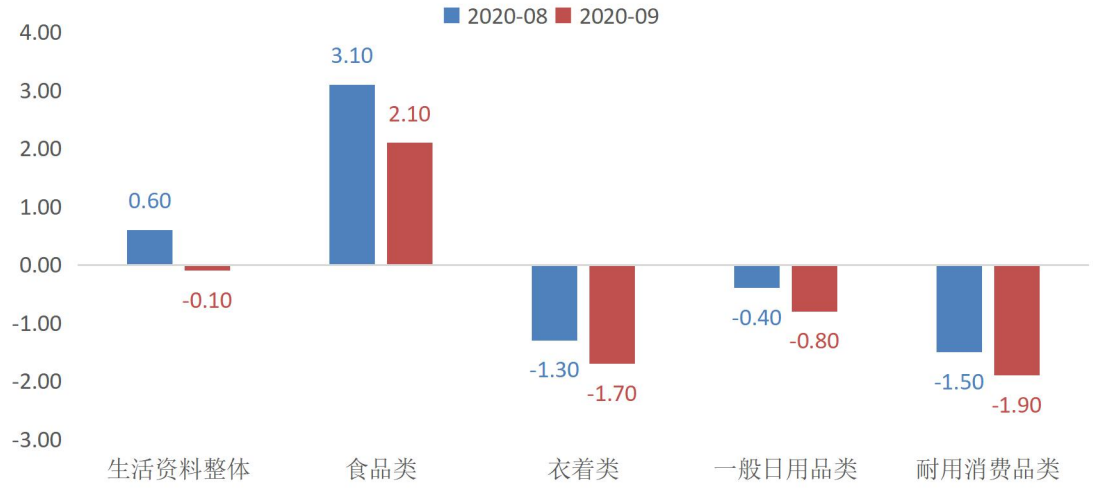
图 5 生产资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

生活资料方面，9 月生活资料 PPI 环比、同比同步转跌，其中，环比从上月的上涨 0.1%转为下跌 0.1%，同比从上月的上涨 0.6%大幅降至下跌 0.1%，拖累当月 PPI 整体修复进程被打断。从分项看，9 月生活资料各分项价格全面走弱。这一方面与原材料价格下跌有关，主要体现于猪肉等农畜产品价格回落背景下，食品类 PPI 环比停止上涨、同比涨幅明显下行，这也与当月食品 CPI 走势相一致。但更为关键的是，9 月衣着、一般日用品、耐用消费品 PPI 环比、同比均为负增，价格走势低迷也折射出当前终端消费依然偏弱，居民消费信心和消费能力有待进一步恢复。

图 67 生活资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

三、10 月猪肉价格同比涨幅还会显著下行，将带动食品价格涨幅继续回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计 10 月 CPI 同比涨幅将降至 1.3%左右。从高频数据来看，10 月以来，工业品价格已现企稳反弹之势，将带动当月生产资料 PPI 跌幅进一步收敛，但受 CPI 涨幅下行趋势影响，10 月生活资料 PPI 同比跌幅可能会小幅扩大。综合来看，生产资料和生活资料“一上一下”，预计 10 月 PPI 同比将在-2.0%左右小幅波动，而且这一状况有望持续到年底。

进入 10 月，餐饮业恢复与猪肉供给改善都将持续，供需平衡的结果可能是猪肉价格继续小幅走低。更为重要的是，上年 10 月猪肉价格涨幅曾跳升 32 个百分点，高基数将带动今年 10 月猪肉价格同比涨幅延续大幅回落势头，并有望带动食品 CPI 同比涨幅大幅走低。考虑到消费低迷状况可能还要持续一段时间，10 月非食品价格将继续停留在“0”涨幅附近。综合以上， 10 月 CPI 同比涨幅有望进一步降至 1.3%左右，且 CPI 涨幅下行过程有望持续至年底。这意味着今年实现将 CPI 涨幅控制在 3.5%以内的目标已没有悬念——1-8 月 CPI 累计同比涨幅已降至 3.3%。

PPI 方面，考虑到欧洲疫情反弹的影响已被市场所消化，预计 10 月油价将延续窄幅震荡，并有可能小幅反弹。不过，受运输时滞影响，国际市场价格波动对国内价格的传导存在时滞，这也意味着 9 月油价下跌的影响在 10 月 PPI 数据上还将有一定体现。从国内来看，国内工业品价格在 9 月初冲高回落后陷入短期调整。考虑到四季度财政发力将带动基建扩张，房地产投资韧性犹存，制造业投资也将延续修复，工业品价格持续下跌并不符合基本面走势。从高频数据来看，10 月以来，工业品价格已现企稳反弹之势，加之去年同期基数走低，我们判断 10 月工业品价格将同比改善，并将带动当月生产资料 PPI 跌幅进一步收敛。生活资

料方面，受食品价格走弱影响，10 月生活资料 PPI 同比跌幅可能会小幅扩大。综合来看，生产资料和生活资料“一上一下”，预计 10 月 PPI 同比将在-2.0%左右小幅波动，而且这一状况有望持续到年底。

东方金诚首席宏观分析师　王青　　高级分析师 冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。