肉价驱动 CPI 回落，PPI 结构出现分化

——通胀数据点评报告

日期：2020 年 10 月 16 日

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

投资要点：

- **事件：**9 月 CPI 同比增速 1.7%，较上月下降 0.7 个百分点，市场预期 1.9%，环比上行 0.2%，1-9 月 CPI 累计同比上涨 3.3%；PPI 同比增速-2.1%，8 月为-2.0%，市场预期-1.8%，环比上行 0.1%。
- **点评：**
- **CPI 同比继续回落，食品项为主要拖累项。**细分来看，猪肉价格开始回落，且 2019 年同期猪肉价格进入快速攀升阶段，高基数导致同比增速大幅下滑，而猪肉的替代品牛羊肉的同比增速也随之下滑。随着猪肉供给的逐步修复，食品项增速预期仍将继续下滑。
- 从 CPI 细分项来看，教育文化娱乐同比增速明显上行，学生返校、课外和民办教育收费上涨，电影行业也逐步复苏。交通、通信工具同比小幅修复，环比明显上行。衣着、居住、医疗保健等必须消费基本低位持平，非食品项环比来看整体小幅好转。
- **PPI 同比结构分化，周期品价格走势出现分歧。**黑色、有色金属价格延续上行，原油价格大幅下滑，导致石油开采、石油加工、化纤产业链整体价格回落。由于海外疫情反弹明显，对石油需求下降，导致价格波动。我国的房地产、基建对黑色、有色需求持续改善，黑色产业链依然景气度较强。煤炭开采业也环比明显上行，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。
- CPI-PPI 剪刀差继续收窄，受非食品项影响 CPI 持续下行，工业品价格上行，对 PPI 上行形成支撑。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。
- **风险因素：**全球新冠疫情反复，市场流动性投放大幅增加，工业生产不及预期。

万联证券

目录

事件 3
1、食品项大幅走弱，CPI 难改下行趋势 3
2、PPI 反弹暂缓，但不改上行趋势 4
3、风险提示： 6

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：蔬菜水果价格走势 3
图表 4：猪肉价格进入回落区间 3
图表 5：CPI 细分项同比走势 4
图表 6：CPI 细分项同比走势 4
图表 7：PPI 当月同比小幅回落 4
图表 8：加工工业-原材料工业价格基本持平 4
图表 9：剪刀差继续收窄 5
图表 10：工业生产者价格主要数据 5

万联证券

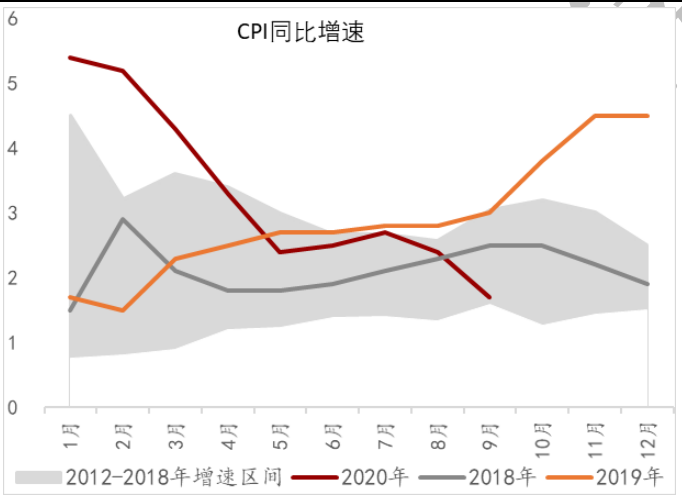
事件

9月CPI同比增速1.7%，较上月下降0.7个百分点，市场预期1.9%，环比上行0.2%，1-9月CPI累计同比上涨3.3%；PPI同比增速-2.1%，8月为-2.0%，市场预期-1.8%，环比上行0.1%。

1、食品项大幅走弱，CPI难改下行趋势

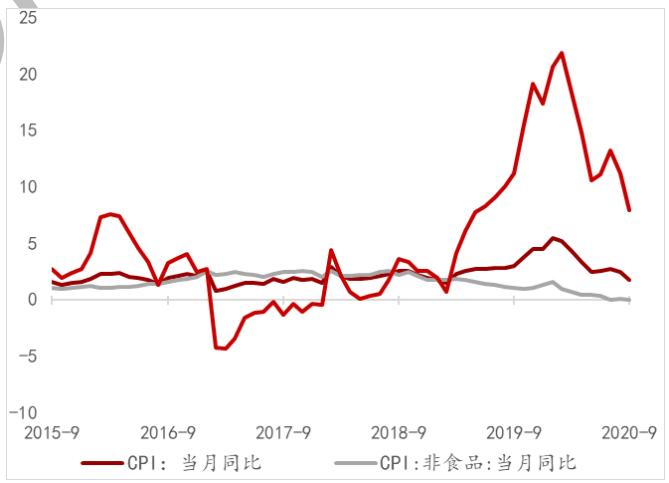
CPI同比继续回落，食品项为主要拖累项。9月CPI同比增速大幅回落，核心CPI同比增速持平于0.5%，环比上行0.2%。CPI食品项同比增速由上月的11.2%快速回落至7.2%，影响CPI上涨约1.69个百分点；非食品项小幅回落0.1个百分点至0%，依然相对偏弱。细分来看，猪肉价格开始回落，蔬菜、水果价格有所支撑。2019年同期猪肉价格进入快速攀升阶段，高基数导致猪肉同比增速大幅下滑，而猪肉的替代品牛羊肉的同比增速也随之下滑。随着猪肉供给的逐步修复，食品项增速预期仍将继续下滑。

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



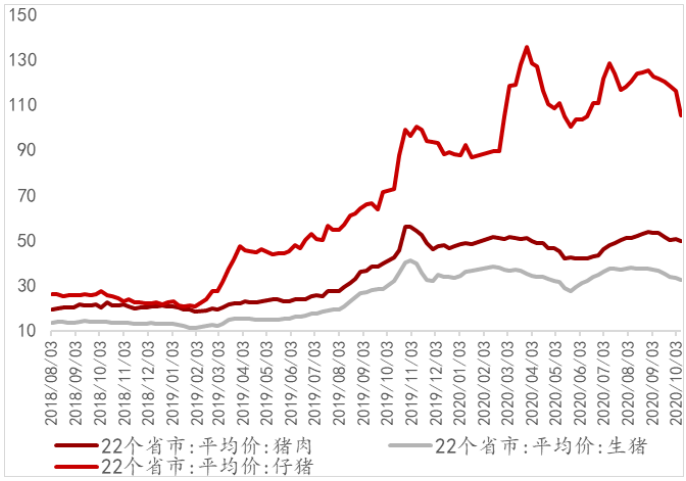
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 3：蔬菜水果价格走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 4：猪肉价格进入回落区间

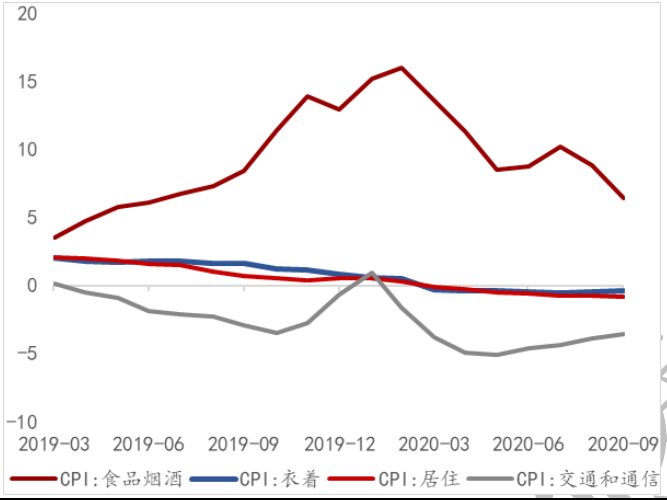


资料来源：Wind，万联证券研究所

从CPI分项来看，教育文化娱乐同比增速明显上行，主要是学生返校，课外和民办教

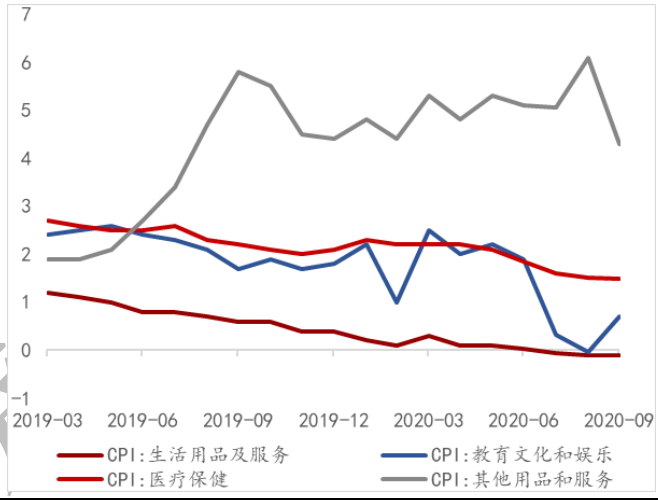
育收费上涨，拉动教育分项上行；电影行业也逐步复苏，观影人数基本修复。9月交通、通信工具同比小幅修复，环比明显上行。衣着、居住、医疗保健等必须消费基本低位持平，非食品项环比来看整体小幅好转。

图表 5：CPI 细分项同比走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 6：CPI 细分项同比走势



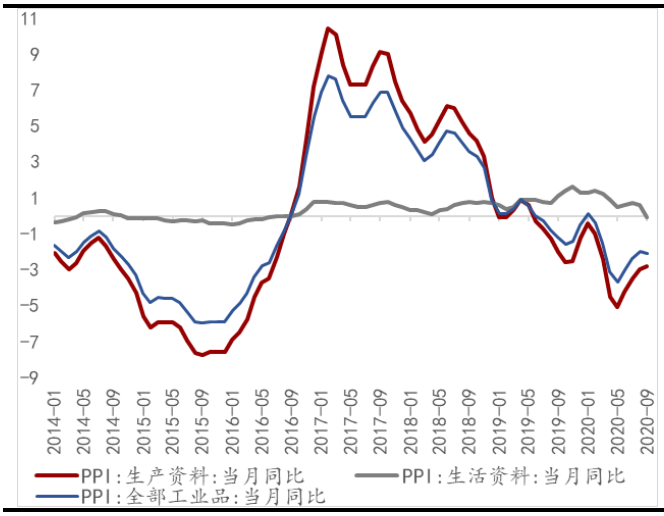
资料来源：Wind，万联证券研究所

2、PPI反弹暂缓，但不改上行趋势

PPI同比结构分化，周期品价格走势出现分歧。黑色、有色金属价格延续上行，而9月原油价格大幅下滑，导致石油开采、石油加工、化纤产业链整体价格回落。由于海外疫情反弹明显，对石油需求下降。我国的房地产、基建对黑色、有色需求持续改善，黑色产业链依然景气度较强，水泥价格也持续反弹。煤炭开采业也环比明显上行，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。

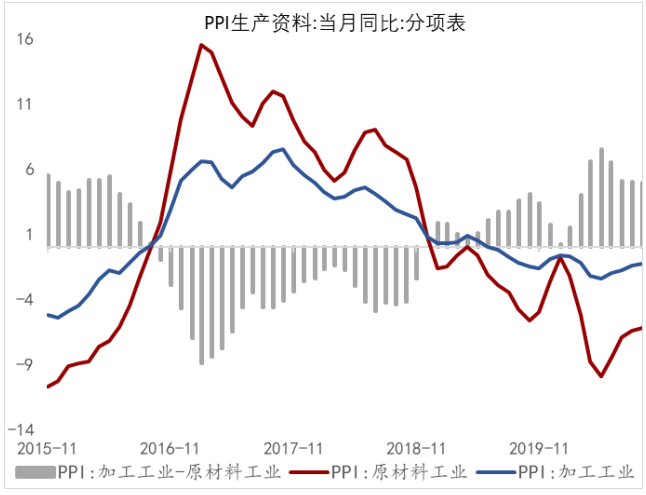
PPI生活资料同比下行，主要是食品类和衣着类的拉动。生产资料同比小幅提升，主要是加工工业和采掘工业增速上行的拉动。加工工业和原材料工业的差值基本持平，加工企业的价格仍在稳步上行，工业企业利润预期将继续修复。

图表 7：PPI 当月同比小幅回落



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 8：加工工业-原材料工业价格基本持平

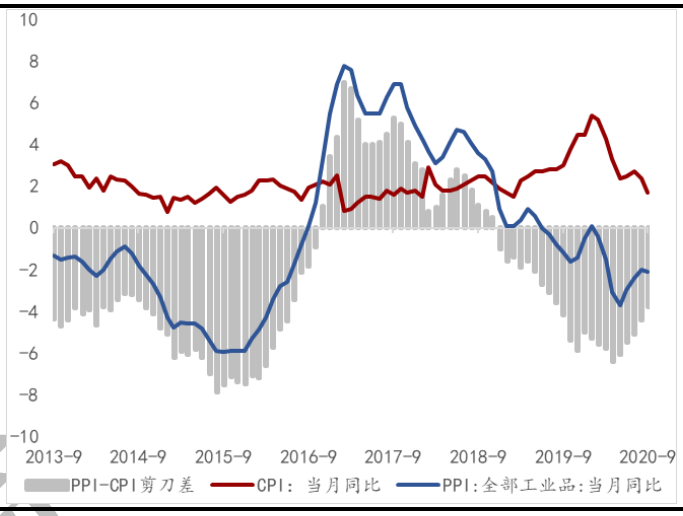


资料来源：Wind，万联证券研究所

CPI-PPI剪刀差继续收窄，受非食品项影响CPI持续下行，工业品价格上行，对PPI上

行形成支撑。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 9：剪刀差继续收窄



资料来源：Wind，万联证券研究所

随猪肉供给逐步修复，猪肉价格预期继续下行，同比增速将继续回落，食品分项仍将承压，CPI四季度不改下行趋势，我们预测10月CPI同比增速将继续下行至1.3%。我国房地产、基建投资依然旺盛，黑色、有色需求预期不减，PPI预期上行至-1.8%。

图表 10：工业生产者价格主要数据

指标名称	环比（%）	当月同比（%）	累计同比（%）
主要行业出厂价格			
煤炭开采和洗选业	0.3	-7.5	-6.5
石油和天然气开采业	-2.3	-26.2	-26.8
黑色金属矿采选业	3.1	9.4	4.7
有色金属矿采选业	0.6	6.2	4.1
非金属矿采选业	0.7	1.1	1.5
农副食品加工业	0.2	3.9	6
食品制造业	0	0.3	0.6
酒、饮料和精制茶制造业	0.1	0.4	0.7
烟草制品业	0	0.8	1.5
纺织业	-0.5	-6	-4.7
纺织服装、服饰业	-0.1	-1.7	-1
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0	-1	-0.6
造纸及纸制品业	0.1	-1.9	-3.3
印刷业和记录媒介的复制	0	-1.7	-1
石油、煤炭及其他燃料加工业	-0.5	-16.9	-13.8
化学原料及化学制品制造业	0.9	-6.9	-6.8
医药制造业	-0.1	0.4	0.7
化学纤维制造业	-1.2	-15.6	-14.4
橡胶和塑料制品业	-0.1	-2.5	-1.9
非金属矿物制品业	0.4	-2.3	-1.3
黑色金属冶炼及压延加工业	1.3	0	-3.5
有色金属冶炼及压延加工业	0.7	2.9	-0.7
金属制品业	0.2	-0.1	-0.1
通用设备制造业	-0.2	-0.8	-0.2
汽车制造业	0.1	-0.3	-0.5
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.1	0.3	0.6
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.7	-1.9	-1.3
电力、热力的生产和供应业	-0.2	-2	-2
燃气生产和供应业	-0.2	-5.5	-4.4
水的生产和供应业	0	-0.1	0.1

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，工业生产不及预期。

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。

万联证券

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