东兴证券 DONGXING SECURITIES

PPI和核心CPI二阶的拐点已至

——9月通胀数据点评

2020年10月15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9月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.1%，环比上涨0.1%；

全国居民消费价格同比上涨1.7%。，环比上涨0.2。

主要观点：

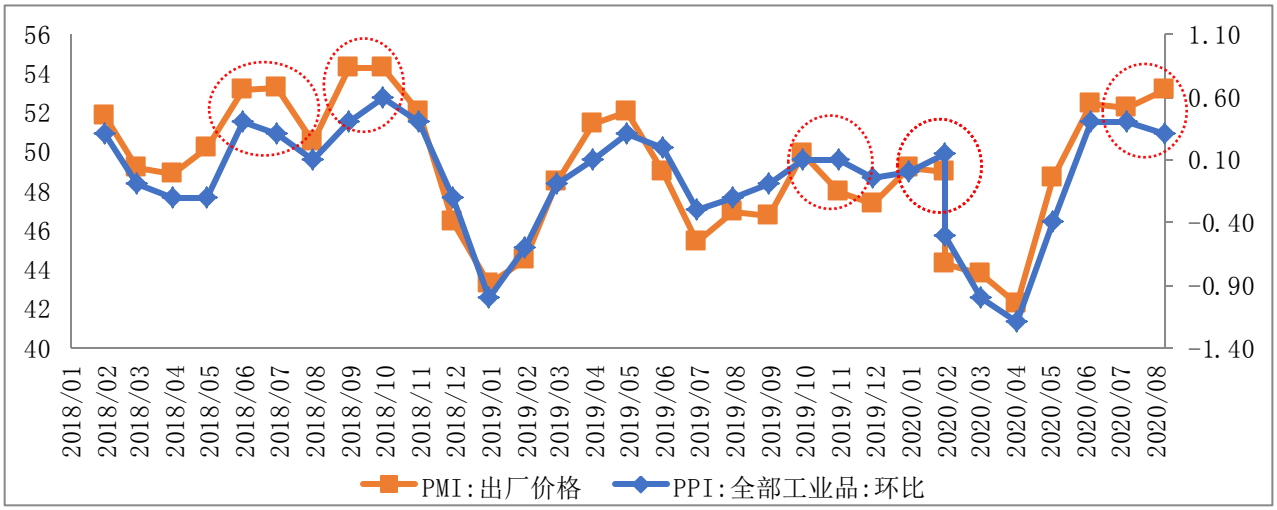
PPI环比如期见顶回落，带动PPI同比下跌，背后是工业需求恢复斜率放缓，PPI上涨最快时候过去，回升斜率放缓，短期不能排除PPI震荡可能，但中期PPI回升态势不变。《PPI和核心CPI的二阶拐点意味着什么？》提示PPI环比与PMI出厂价格发生背离，PMI环比与PPIRM环比发生背离，而背离一般发生在PPI环比的顶部，顶背离发生往往是因为上下游或者不同行业间价格发生分化，本月PPI环比如期见顶回落。生产资料价格和生活资料价格环比都有所下行；从调查的40个工业行业大类看，价格上涨的有15个，比上月减少2个；下降的19个，增加1个；持平的6个，增加1个； 比较代表性的是石油价格下降带动相关行业下跌。展望后期，投资需求有所放缓，因此PPI上涨最快时候过去，若需求疲弱，短期不能排除PPI在-2%左右盘桓的可能，但经济仍在复苏过程中，特别是居民消费端仍有较大恢复空间，中期看PPI回升大趋势不变，但斜率趋缓。

核心CPI环比回升，同比持平，拐点已现，显示居民需求改善态势明显，预计四季度随居民需求回暖而上升。复产复工后核心CPI与PPI走势分化，PPI上涨和核心cpi低迷，显示生产端和需求端分化，分化走势开始弥合显示居民消费需求会暖，9月数据中CPI:教育文化和娱乐环比和同比上升幅度较大，该分项部分属于密切接触性消费，比如电影票价格上涨4.1%，课外教育需求回暖，教育服务价格上涨1.6%，或说明线下接触性消费回暖态势明显；从社零看，居民消费需求恢复空间仍然较大，从电影票房等高频数据看，线下消费有所加快，预计四季度核心cpi随消费回暖而上升。

9月CPI同比环比均回落，猪肉价格下跌是主因，预计四季度CPI仍处下行通道。猪肉价格9月由涨转跌，价格下降1.6%，**主要是生猪供应有所增加，一方面**生猪生产持续恢复，存栏不断改善，二是储备猪肉投放增多，猪肉价格下跌趋势预计延续;9月蔬菜和水果价格走势符合季节性效应,鲜果价格由上月下降0.4%转为上涨7.3%，鲜菜价格继续上涨2.4%；非食品价格方面有所恢复，反应居民消费有所复苏，走势与核心cpi类似，不再赘述；四季度CPI预计趋势性下降，猪周期后半程开启，生猪供应不断增加，猪肉价格开启趋势性下跌，10月以来猪肉价格下降明显，随着降雨因素消退，预计其他农产品价格多数符合季节性表现，因此预计食品项目对cpi拉动预计减少，但随着消费恢复，非食品价格涨幅预计扩大，但整体看CPI仍处下行通道。

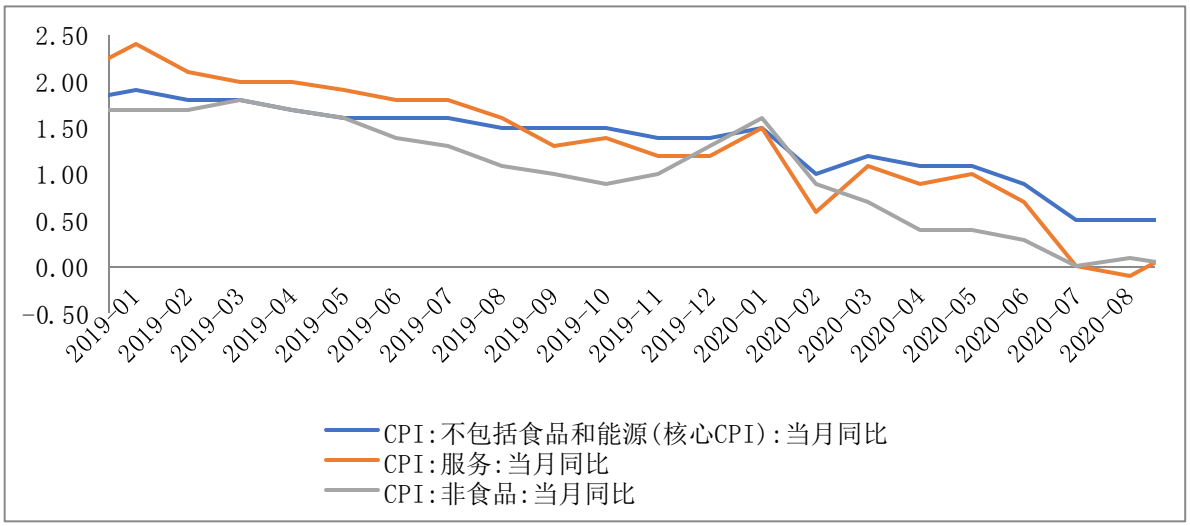
通胀数据亮点在PPI超预期下降，PPI下降2.1%，降幅比上月扩大0.1个百分点，PPI同比上升趋势被打断，显示经济通缩压力仍存，对长短利率债构成利好，数据公布后10年国开债利率有所下行，但四季度PPI回升趋势并未被打完全打破，当然不排除PPI短期盘整可能，但也是PPI回升大趋势中小插曲，**9月PPI超预期下行也难以撬动货币政策，因此对债市利好有限，维持四季度债市震荡观点不变，但当前债市不应过度悲观，10年国债3.2以上已经具备一定配置价值，可择机参与。**

图1：PPI与PMI出厂价格发生顶背离，PPI环比短期见顶



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：核心 CPI 持平，CPI 服务回升



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