财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

预计四季度 CPI 降至 1%以内

——2020 年 9 月 CPI 和 PPI 数据点评

宏观点评

投资要点：

- **猪周期带动食品价格回落，后者是 CPI 回落主因。**9 月 CPI 同比下降 0.7 个百分点至 1.7%，其中猪肉同比涨幅大幅下降 27.1 个百分点至 25.5%，拉动 CPI 较上月下降 0.74 个百分点。猪肉价格的下降，主要受生猪存栏持续改善和储备肉投放较多影响，猪肉供给端恢复较快，叠加去年同期猪肉基数较高，三因素共振加速猪周期下行。
- **国内服务类消费需求恢复加快，非食品价格持平去年。**受学生复学和国内服务业限制逐渐放开影响，教育文化和娱乐项价格同比由下降转为上涨。但受居民收入恢复偏慢影响，其他非食品分项价格多数出现回落。
- **预计四季度 CPI 将降至 0-1%区间，10 月 CPI 增长 0.8%左右。一是**预计 10 月食品价格环比将由涨转跌；**二是**全球经济带疫重启，需求恢复对原油价格的支撑力度减弱，年内原油价格或将继续低位震荡，叠加国内居民消费需求渐进式弱复苏，非食品上涨动能不强；**三是** 10 月份 CPI 翘尾因素下降 0.9%至 0.4%。预计在“猪周期”的带动下，四季度 CPI 将进入 1%以内时代，但不会出现负增长。
- **下游需求恢复偏慢致 PPI 降幅扩大。**9 月生活资料价格回落较多，导致 PPI 同比较上月下降 0.1 个百分点至-2.1%，但生产资料仍延续回升态势。

  受国内经济恢复不均衡影响，上游价格提高但下游价格回落，PPIRM 和 PPI 亦反向变动。疫后国内经济恢复节奏和速度表现分化，即基建和地产恢复速度快于居民消费和制造业。从价格表现看，黑色金属等上游行业，受基建和地产需求回暖较快影响，出厂价格继续上涨；但农副食品加工业、计算机等电子设备制造业等下游行业，受制于居民需求和制造业恢复偏慢，出厂价格下降较多。上游和下游价格表现分化也是本月原材料购进价格指数 PPIRM 和 PPI 反向变动的主因。
- **预计 10 月 PPI 约增长-2.0%，全年增长-2.0%左右。**一是下半年国内需求修复尤其是基建和房地产投资需求的释放，将对国内工业品价格形成支撑。二是全球经济最差的时期已经过去，国际大宗商品价格已经见底，但海外疫情二次爆发风险增加，全球经济复苏不确定性较大，大宗商品价格缺乏大幅上涨的基础。
- **PPI 和 CPI 剪刀差收窄，反映经济增长动能继续恢复。**历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系。9 月份剪刀差收窄 0.7 个百分点至-3.6%，连续 5 个月收窄但持续为负，预示着我国工业企业利润将边际修复。展望未来，随着国内经济向潜在增速回归，PPI 和 CPI 剪刀差将继续收窄，但短期难以转正，经济下行压力仍较大。

伍超明
财信国际经济研究院 副院长

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
电话：18811575811
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、食品是 CPI 涨幅回落主因 3
（一）供给扰动消退，猪周期带动食品价格回落 3
（二）服务需求恢复加快，非食品价格增速持平去年 4
二、预计四季度 CPI 将进入 1%以内时代，10 月 CPI 增长 0.8%左右 4
三、预计 10 月 PPI 增长-2.0%左右，全年约增长-2.0% 5
（一）下游需求恢复偏慢致 PPI 降幅扩大 5
（二）预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，10 月份增长-2.0%左右 6
四、PPI 和 CPI 剪刀差收窄，预示经济增长动能有所恢复 6

正文：

事件：2020 年 9 月份全国居民消费价格指数（CPI）环比上涨 0.2%，同比上涨 1.7%，同比涨幅较上月回落 0.7 个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比上涨 0.1%，同比下降 2.1%，同比降幅较上月扩大 0.1 个百分点。

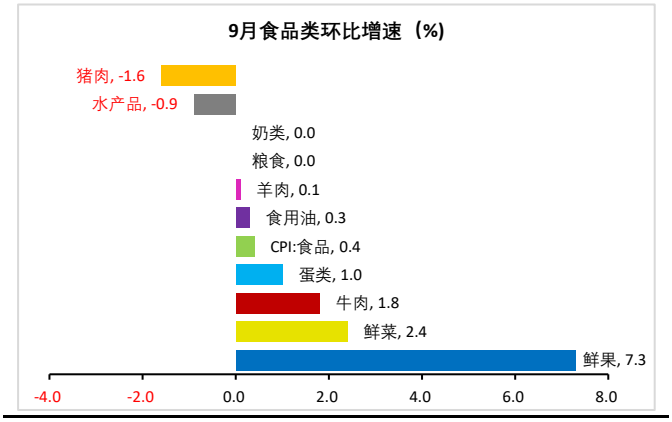
一、食品是 CPI 涨幅回落主因

（一）供给扰动消退，猪周期带动食品价格回落

从环比看，食品价格上涨 0.4%，较上月下降 1.0 个百分点。从主要食品分项看，猪肉价格由涨转跌是食品价格下降的主因，但鲜果和鲜菜价格上涨对食品价格形成一定支撑。其中，受生猪存栏改善和储备肉投放较多影响，猪肉供给有所增加，猪肉价格环比下跌 1.6%，较上月回落 2.8 个百分点；受天气转冷和假期影响，鲜果环比上涨 7.3%，结束了连续 6 个月的环比下跌；受降雨天气和季节性因素影响，鲜菜价格环比上涨 2.4%，较上月回落 4.0 百分点，略低于历史均值（见图 1）。

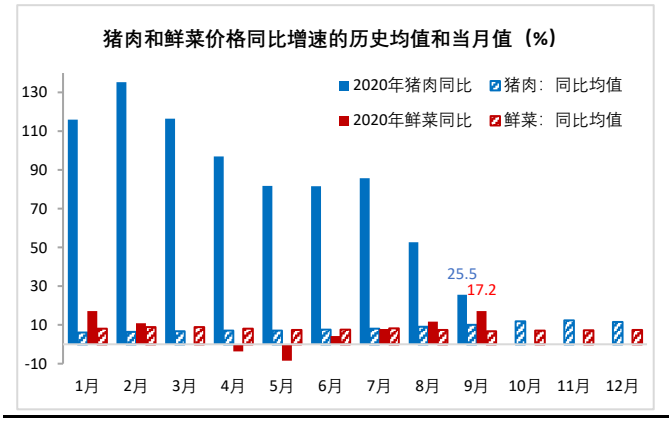
从同比看，9 月食品价格上涨 7.9%，涨幅较上月回落 3.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.69 个百分点。具体看，在去年高基数和猪肉供给增加的叠加影响下，猪肉价格同比增长 25.5%，较上月大幅回落 27.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.0 个百分点；鲜菜同比增长 17.2%，较上月提高 5.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点（见图 2）。

图 1：9 月食品类价格环比增速



资料来源：WIND，财信研究院

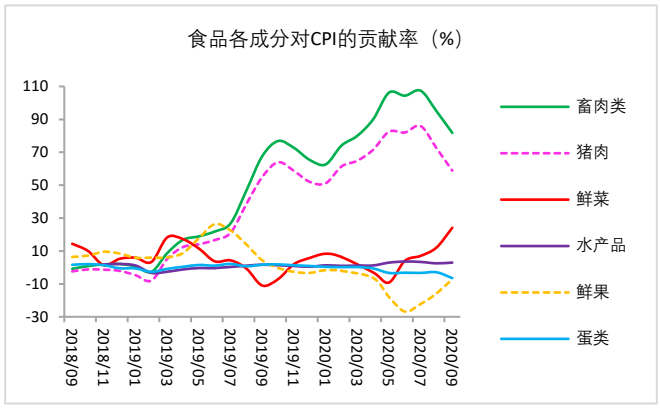
图 2：9 月鲜菜和猪肉价格同比增速



资料来源：WIND，财信研究院

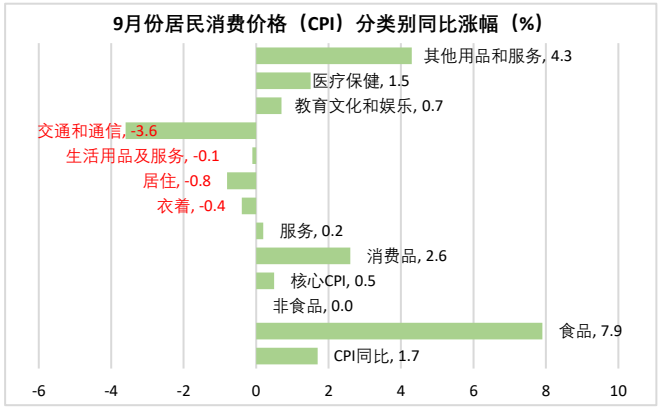
从食品各成分对 CPI 同比的贡献率看，9 月份猪肉贡献率继续回落，鲜菜和鲜果贡献率有所提升（见图 3）。其中，猪肉对 CPI 的拉动较上月下降 0.74 个百分点，与本月 CPI 同比降幅相当。总体看，在疫情和南方汛情等供给端扰动因素逐渐消退后，在高基数作用下猪肉下行周期加速开启，带动 9 月食品同比增速继续回落，是 CPI 涨幅回落的主要原因。

图 3：食品各成分对 CPI 贡献率



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：9 月份居民消费价格（CPI）分类别同比涨幅（%）



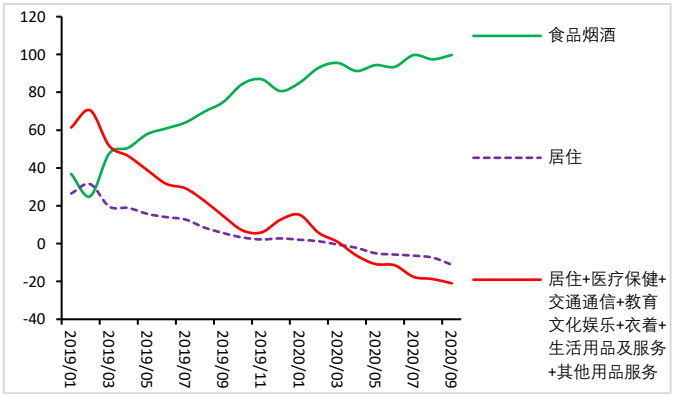
资料来源：WIND，财信研究院

（二）服务需求恢复加快，非食品价格增速持平去年

9 月非食品价格同比上涨 0.0%，较上月下降 0.1 个百分点（见图 4），影响 CPI 上涨约 0.0 个百分点。其中，受学生复学和国内服务业限制逐渐放开影响，教育文化和娱乐项价格同比由下降 0.03%转为上涨 0.7%，国内服务类消费需求恢复加快。但受居民收入恢复偏慢影响，居民消费动能仍显不足，其他非食品分项价格多数出现回落，如化妆品等其他用品和服务项价格回落 1.8%至 4.3%；受近期国际油价波动下行影响，交通工具用燃料以及水电燃料同比分别较上月回落 0.9 和 0.2 个百分点。

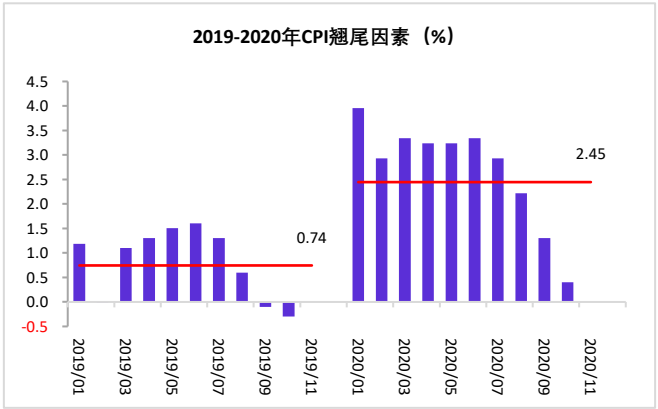
在各类食品价格轮番上涨的影响下，2019 年服务类项目贡献率下降较快。今年以来，疫情冲击、南方汛情都对食品供给形成扰动，叠加疫后国内经济修复“供大于需”的结构性特征凸显，非食品对 CPI 的贡献率持续下降（见图 5）。

图 5：服务类项目贡献率有所下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：2020 年全年翘尾因素提高



资料来源：WIND，财信研究院

二、预计四季度 CPI 将进入 1%以内时代，10 月 CPI 增长 0.8%左右

预计 10 月消费者物价指数（CPI）增长 0.8%左右，较 9 月下降 0.9 个百分点。理由如下：

一是预计 10 月食品环比将由涨转跌。历史经验表明，10 月份食品环比增速较 9 月

下降较多，如环比历史均值将由 9 月的 1.3%变为 10 月的 0.1%。根据农业部高频数据，截止到 10 月 14 日，28 种重点监测蔬菜、7 种重点监测水果、猪肉价格环比分别变化-2.0%、2.5%、-8.1%。与 9 月相比，猪肉价格环比降幅扩大较多、鲜菜价格由涨转跌、鲜果价格有所提高，在供给端扰动消退后，食品价格将加速向常态回归。总体看，预计 10 月食品价格环比将由涨转跌。

二是油价低位震荡叠加国内需求渐进弱复苏，非食品上涨幅度不宜高估。受多国疫情反复影响，全球经济复苏速度放缓，需求端对原油的支撑力度减弱，年内原油进一步上涨空间有限。叠加疫后失业率上升对居民收入形成拖累，居民消费需求修复将是一个渐进过程，非食品价格上涨空间有限。

三是 10 月份 CPI 的翘尾因素为 0.4%，较 9 月下降 0.9 个百分点（见图 6）。

综合上述各方面的影响，预计 10 月 CPI 增长 0.8%左右，较上月下降 0.9 个百分点。预计在“猪周期”的带动下，四季度 CPI 将进入 1%以内时代，但不会出现负增长，全年 CPI 约增长 2.6%，呈前高后低走势。

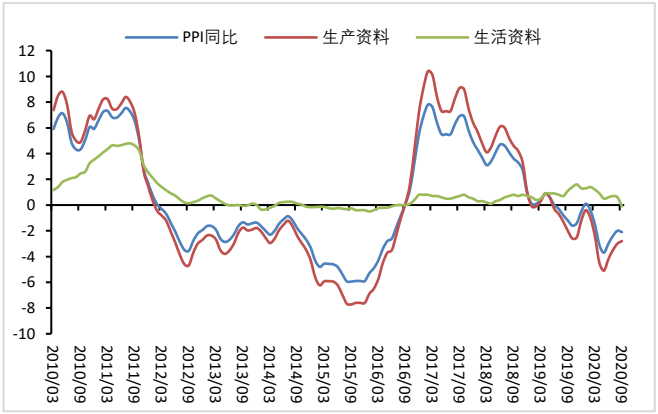
三、预计 10 月 PPI 增长-2.0%左右，全年约增长-2.0%

（一）下游需求恢复偏慢致 PPI 降幅扩大

9 月工业生产者出厂价格同比下降 2.1%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点。其中，生产资料和生活资料分别同比下降 2.8%和 0.1%，分别较上月提高 0.2 和下降 0.7 个百分点（见图 7）。生活资料同比回落是本月 PPI 降幅扩大的主因，但受国内基建和地产回暖较强影响，生产资料价格延续回升态势，对 PPI 形成支撑。

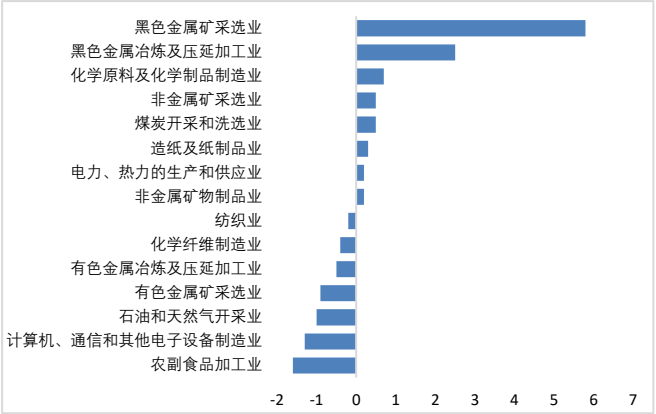
从行业看，受居民消费和制造业需求恢复偏慢影响，下游工业企业出厂价格下降较多，如农副食品加工业、纺织业、计算机等电子设备制造业等价格增速放缓；受国际油价震荡下行影响，石油相关行业价格由涨转降，有色金属等价格同比增速也放缓；受基建和地产需求持续释放影响，国内周期类行业出厂价格有所提高，如黑色金属等行业出厂价格涨幅靠前（见图 8）。

图 7：生产资料和生活资料价格变化（%）



资料来源：WIND，财信研究院

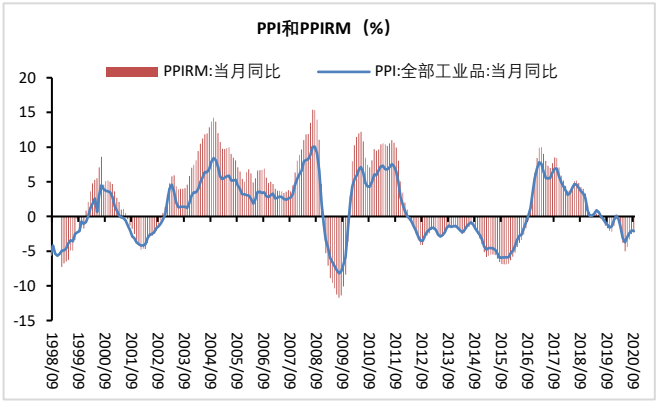
图 8：9 月主要行业工业生产者出厂价格变动（%）



资料来源：WIND，财信研究院

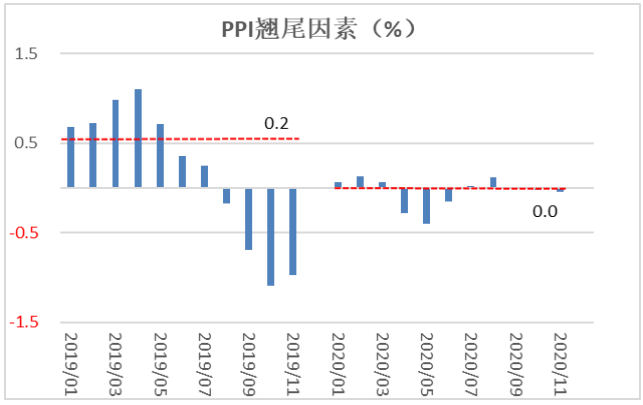
从原材料购进价格（PPIRM）对 PPI 的影响看，前者涨跌变化直接左右后者的同向变动（见图 9）。由于我国编制的 PPIRM 所调查的产品包括燃料动力、黑色金属、有色金属、化工、建材等九大类，调查涵盖 900 多个基本分类的 10000 多种工业产品价格，因此 PPIRM 既受人民币汇率和海外大宗商品价格（CRB）的影响，也受国内需求等基本面因素的约束。但由于中国是全球大宗商品的最大需求方，所以 PPIRM 最重要的决定因素还是中国需求，PPI 和 PPIRM 基本同步波动。由于原材料购进价格（PPIRM）主要反映工业企业采购上游原材料的情况，而 PPI 中约三成反映的是下游需求的变动，9 月 PPI 和 PPIRM 一降一升反映出国内需求恢复的不均衡性，即基建和地产等需求恢复速度快于居民和制造业需求，经济内生动能仍有待增强。

图 9：PPI 与原材料购进价格指数（PPIRM）



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：2020 年 PPI 翘尾因素小幅下降



资料来源：WIND，财信研究院

（二）预计 2020 年 PPI 增长约-2.0%，10 月份增长-2.0%左右

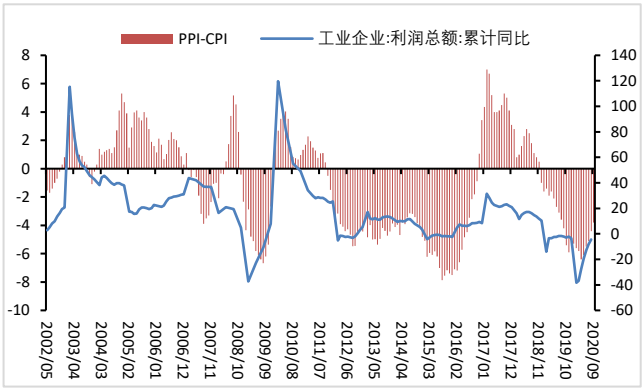
展望 2020 年，我们预计 PPI 增速将负增长，增长-2.0%左右。**一是**从技术层面看，翘尾因素降低 0.2 个百分点，从 2019 年的 0.2%降至 2020 年的 0.0%（见图 10）。**二是**未来需求修复尤其是基建和房地产投资需求的释放，将对国内工业品价格形成支撑。三是全球经济最差的时期已经过去，国际大宗商品价格已经见底，但疫情冲击下部分产出缺口会永久性消失，且四季度海外疫情二次风险增加，全球经济复苏不确定性较大，大宗商品价格缺乏大幅上涨的基础。

综合来看，预计 10 月份 PPI 同比下降 2.0%左右，2020 年全年约增长-2.0%。

四、PPI 和 CPI 剪刀差收窄，预示经济增长动能有所恢复

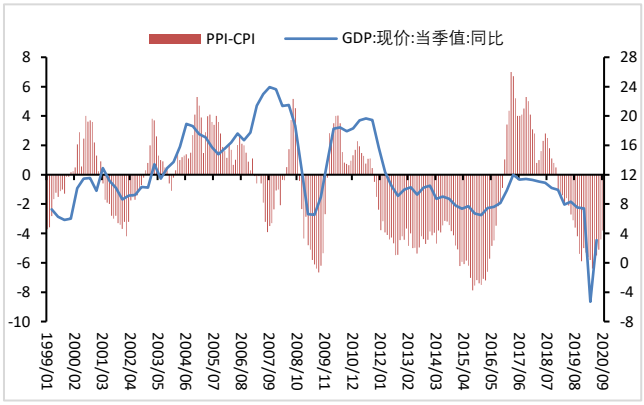
CPI 和 PPI 是我国价格指标体系的核心组成部分，其中 CPI 是居民购买生活消费品和服务的价格，而 PPI 是工业产品出厂价格指数。因此，PPI 和 CPI 剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化。历史数据表明，PPI 和 CPI 剪刀差与工业企业利润和名义 GDP 增速存在显著正相关关系（见图 11-12）。9 月份 PPI 和 CPI 的剪刀差为-3.8%，较上月收窄 0.6 个百分点，连续 5 个月有所收窄，但持续为负，预示着我国工业企业利润将边际修复，但企业盈利下降压力依然较大。

图 11：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示企业盈利能力下降



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：PPI 与 CPI 剪刀差转负预示名义 GDP 增速下降



资料来源：WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。