宏观研究

短期内猪肉价格将继续拉低通胀

——9月物价数据点评

宏观事件点评 2020年10月16日

报告摘要：

9月CPI同比上涨1.7%，核心CPI同比上升0.5%，PPI同比下降2.1%。

- **重要信息一，CPI回落且低于预期，主要源于食品价格尤其是猪肉价格走弱**

9月CPI同比1.7%，较上月回落0.7个百分点，低于市场预期的1.9%。从结构看，9月非食品价格环比上涨0.2%，连续3个月上行，涨幅与去年同期持平，对CPI不构成拖累；而食品价格环比上涨0.4%，明显弱于季节性，其中，随着生猪生产持续恢复，猪肉供给增多，猪肉价格由涨转跌，可见食品价格尤其是猪肉价格构成主要拖累。

- **重要信息二，核心CPI筑底和服务价格回升指向需求不错**

CPI不及预期，中国经济需求端到底怎么样，市场莫衷一是。我们注意到，在食品价格偏弱之外，CPI出现了两个积极信号：一是核心CPI同比连续3个月保持在0.5%不变，筑底且底部已经夯实；二是9月服务价格环比上涨0.3%，连续两个月上涨，表现好于过去两年同期。这两个信号，与PMI、信贷社融超预期一致，佐证了中国经济需求端回暖。

- **重要信息三，PPI降幅略有扩大，油价构成拖累**

9月PPI同比-2.1%，降幅比上月扩大0.1个百分点，低于市场预期的-1.8%。从环比看，生产资料价格上涨0.2%，涨幅回落0.2个百分点；生活资料价格由涨转降，下降0.1%。受国际原油价格变动影响，石油相关行业价格由涨转降，其中，石油和天然气开采业价格下降2.3%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降0.5%。

- **未来展望：年内CPI将降至1%下方，PPI温和上行趋势不改**

在猪肉价格走低和CPI高基数的共同影响下，短期内CPI同比将继续走低，预计年内将降至1%下方，明年2月后可能重新上行。10月以来CRB价格不断上涨，叠加PPI基数处于低位，预计PPI仍处于温和上行趋势中。总体看，目前经济复苏和低通胀构成一个不错的组合，结合央行有关负责人表态“允许宏观杠杆率阶段性上升”，当前货币政策基调有望延续更长时间。

- **风险提示：**生猪供应超预期，疫情二次爆发、疫苗提前问世等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

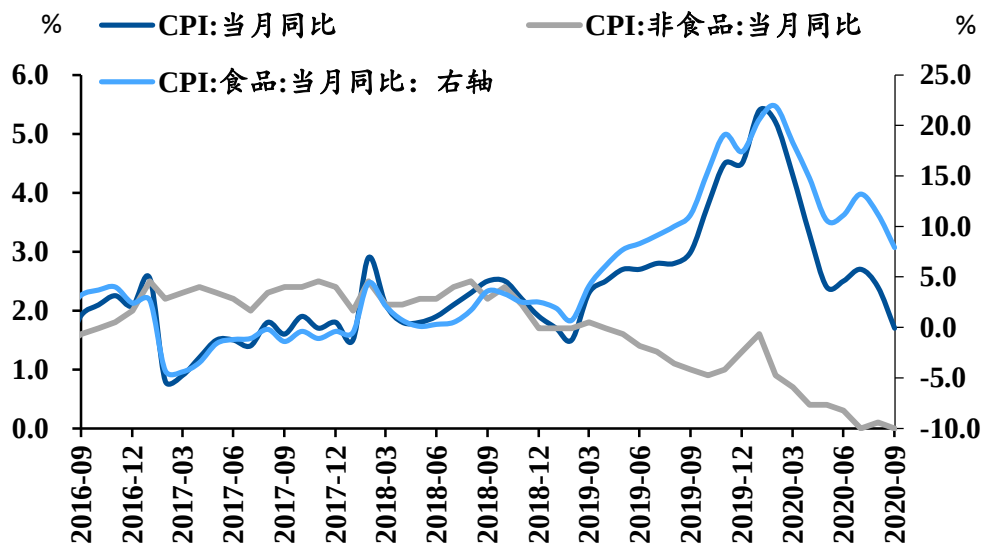
相关研究

一、数据表现：CPI 同比上涨 1.7%，PPI 同比下降 2.1%

（一）CPI 同比回落，环比回升

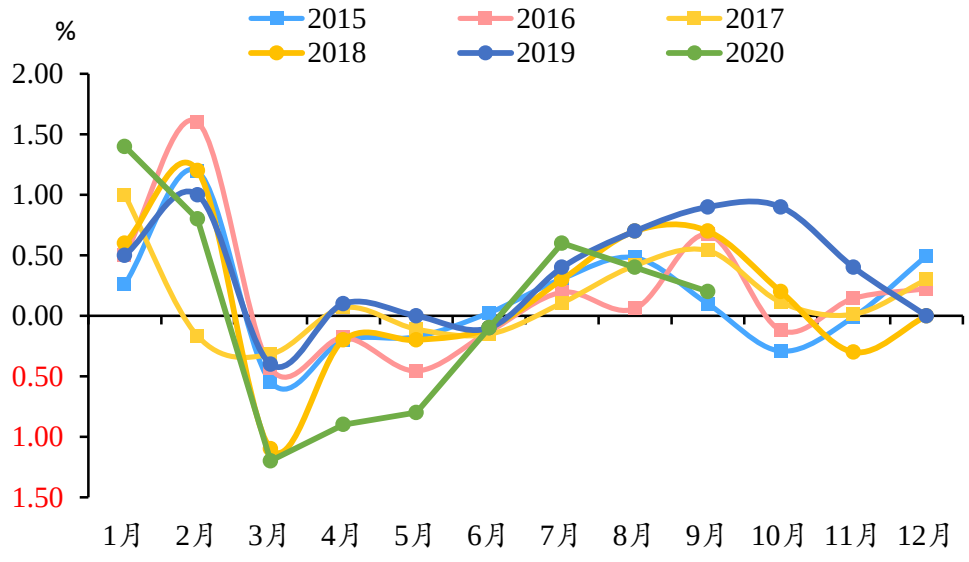
9 月 CPI 同比回落，环比回升。2020 年 9 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.7%。其中，城市上涨 1.6%，农村上涨 2.1%；食品价格上涨 7.9%，非食品价格持平；消费品价格上涨 2.6%，服务价格上涨 0.2%。1—9 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.3%。9 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.2%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.2%；食品价格上涨 0.4%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格上涨 0.2%，服务价格上涨 0.3%。

图 1：9 月 CPI 同比回落至 1.7%



资料来源：Wind，民生证券研究院

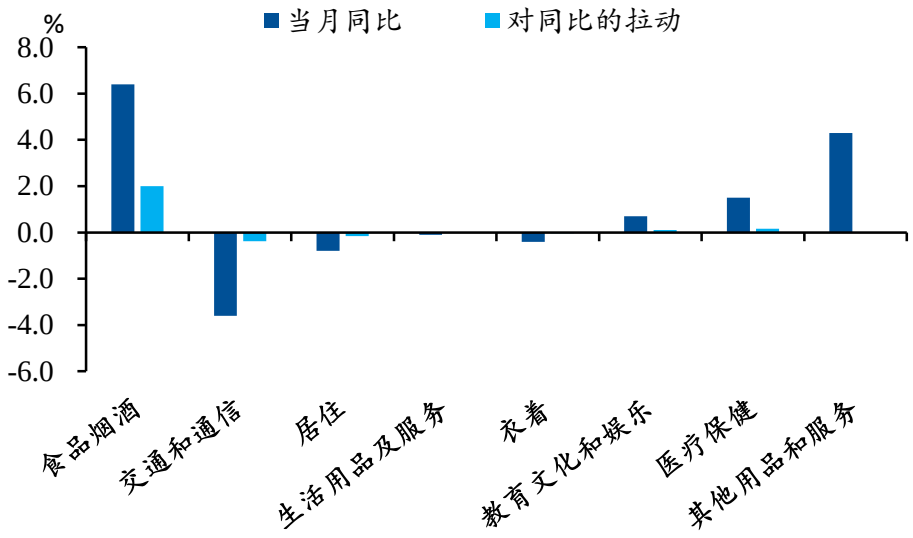
图 2：9 月 CPI 环比回升 0.2%



资料来源：Wind，民生证券研究院

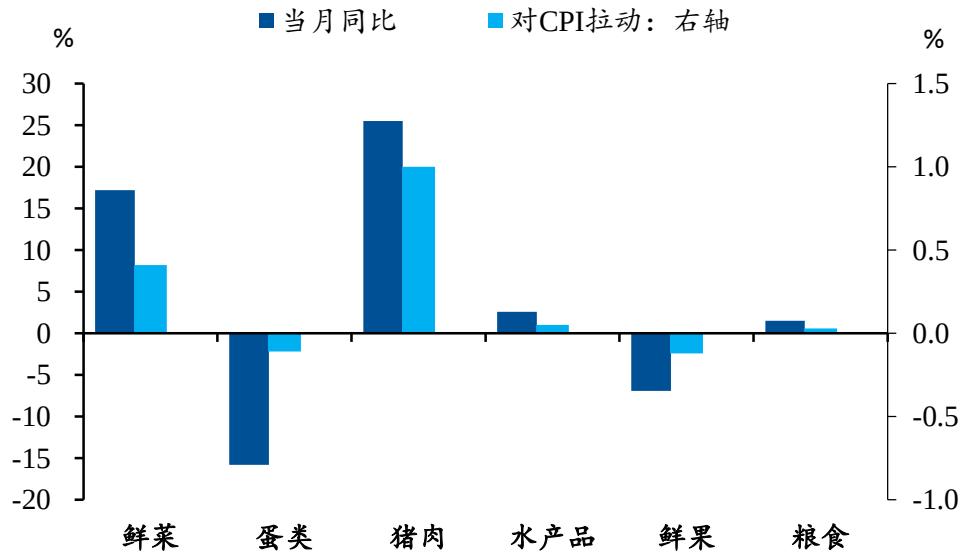
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）9 月份，食品烟酒类价格同比上涨 6.4%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 2.00 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 22.6%，影响 CPI 上涨约 1.39 个百分点，其中猪肉价格上涨 25.5%，影响 CPI 上涨约 1.00 个百分点；鲜菜价格上涨 17.2%，影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点；水产品价格上涨 2.6%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；粮食价格上涨 1.5%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；蛋类价格下降 15.8%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点；鲜果价格下降 6.9%，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。（2）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 4.3%、1.5%和 0.7%；交通和通信、居住价格分别下降 3.6%和 0.8%，衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.4%和 0.1%。

图 3：食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

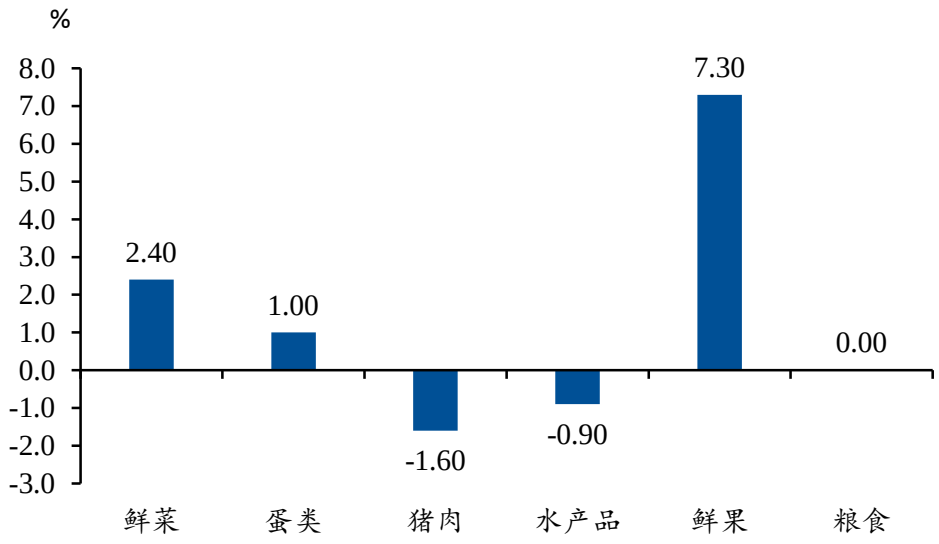
图 4：猪肉是拉动 CPI 同比上升的主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

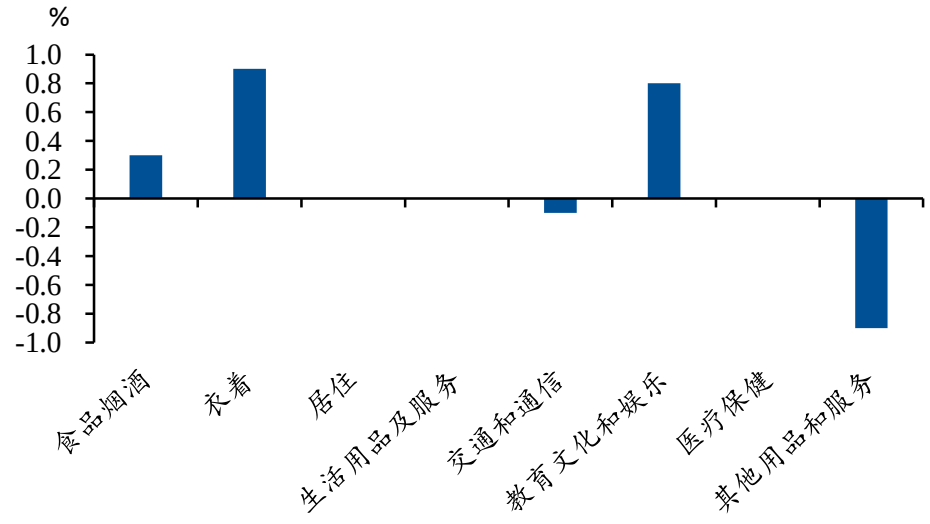
从大类环比看，鲜果上涨明显：（1）食品：9 月份，食品烟酒类价格环比上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点。食品中，鲜果价格上涨 7.3%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；鲜菜价格上涨 2.4%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；蛋类价格上涨 1.0%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点；水产品价格下降 0.9%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；畜肉类价格下降 0.8%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点，其中猪肉价格下降 1.6%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点。(2) 非食品：其他七大类价格环比两涨三平两降。其中，衣着、教育文化和娱乐价格分别上涨 0.9%和 0.8%；居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平；其他用品和服务、交通和通信价格分别下降 0.9%和 0.1%。

图 5：食品类环比分项情况



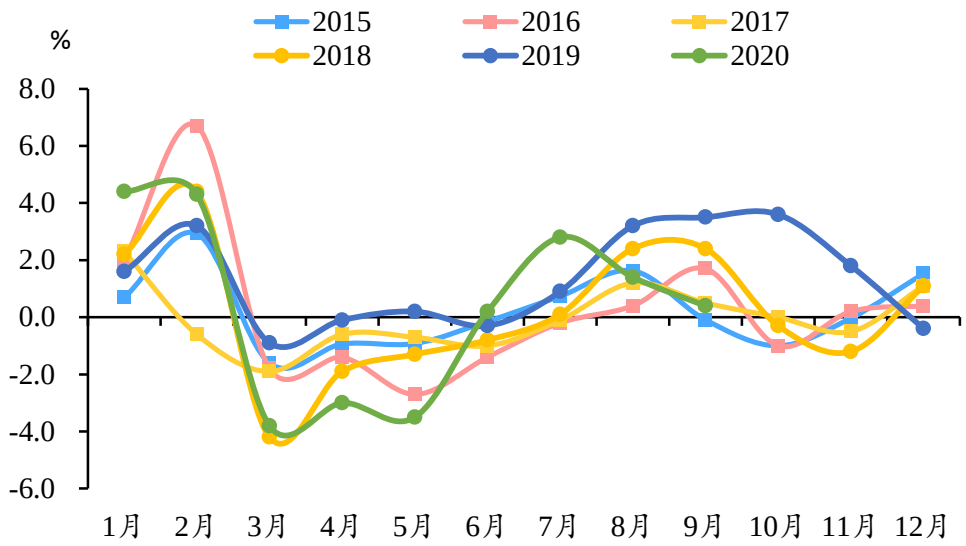
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6： CPI 环比分项



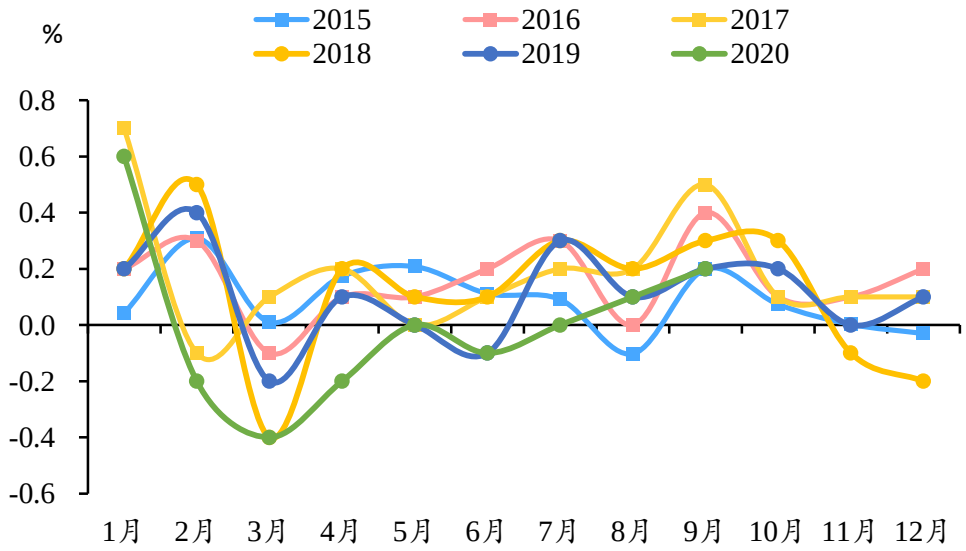
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：9 月 CPI 食品环比处于历史较低水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：9 月 CPI 非食品环比处于历史较低水平

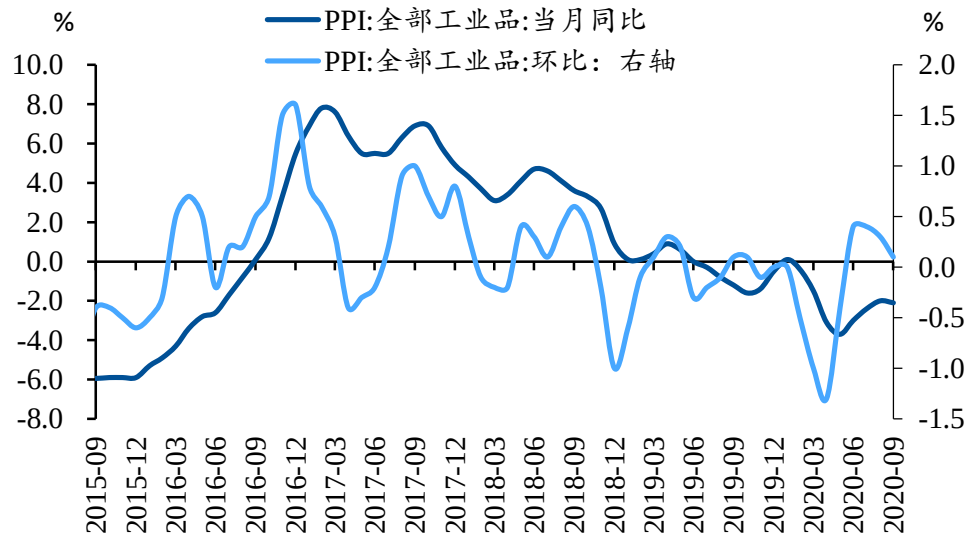


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）PPI 降幅有所扩大

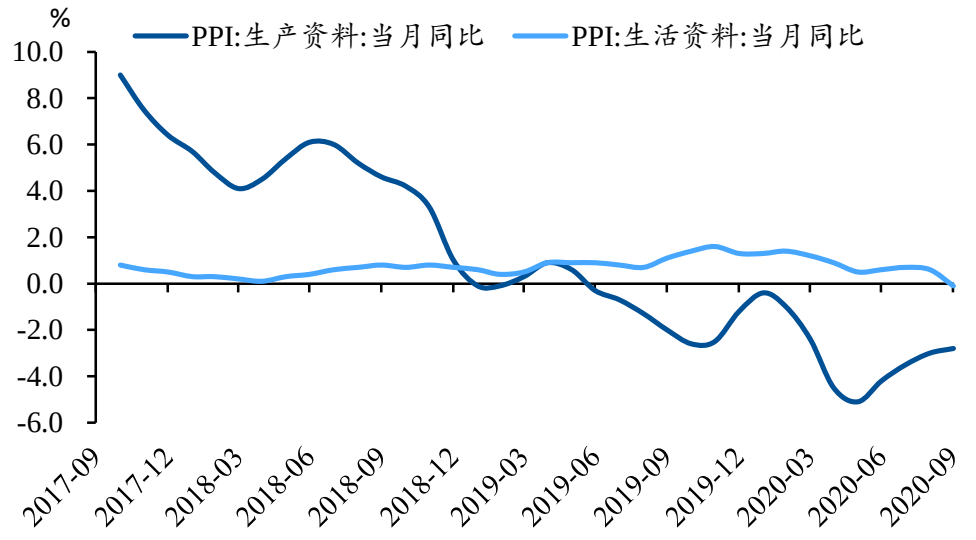
PPI 生产资料和生活资料同比增速均为负。9 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.1%，环比上涨 0.1%；工业生产者购进价格同比下降 2.3%，环比上涨 0.4%。1—9 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.0%，工业生产者购进价格下降 2.6%。

图 9：9 月 PPI 环比增速有所回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：9 月生产资料同比增速有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

从同比看： 工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 2.8%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.05 个百分点。其中，采掘工业价格下降 4.8%，原材料工业价格下降 6.2%，加工工业价格下降 1.3%。生活资料价格同比由上月上涨 0.6%转为下降 0.1%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.02 个百分点。其中，食品价格上涨

2.1%，衣着价格下降 1.7%，一般日用品价格下降 0.8%，耐用消费品价格下降 1.9%。

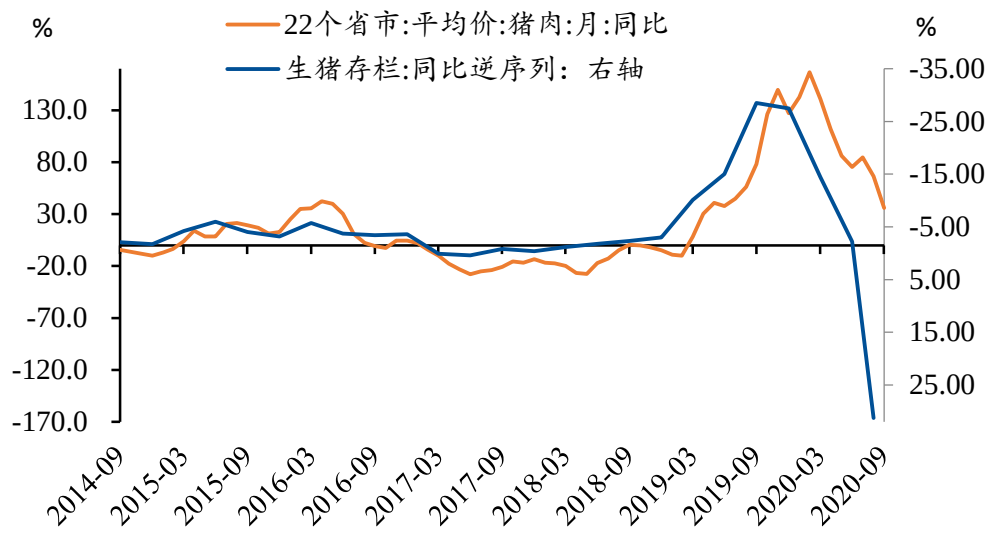
从环比看：工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.13 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 0.6%，原材料工业价格上涨 0.3%，加工工业价格上涨 0.1%。生活资料价格由上月上涨 0.1%转为下降 0.1%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.03 个百分点。其中，食品价格持平，衣着价格下降 0.2%，一般日用品价格下降 0.1%，耐用消费品价格下降 0.3%。

二、重要信息：核心 CPI 筑底，需求回暖

重要信息一， CPI 回落且低于预期，主要源于食品价格尤其是猪肉价格走弱。9 月 CPI 同比 1.7%，较上月回落 0.7 个百分点，低于市场预期的 1.9%。从结构看，9 月非食品价格环比上涨 0.2%，连续 3 个月上行，涨幅与去年同期持平，对 CPI 不构成拖累；而食品价格环比上涨 0.4%，明显弱于季节性，其中，随着生猪生产持续恢复，猪肉供给增多，猪肉价格由涨转跌，可见食品价格尤其是猪肉价格构成主要拖累。

未来来看，随着生猪快速补栏，生猪存栏已恢复至去年年初水平，相比去年同期正增长 31.3%，由于生猪存栏量是猪肉价格领先指标，领先时间 6 个月，预计未来猪肉价格将快速下降，带动 CPI 走低。

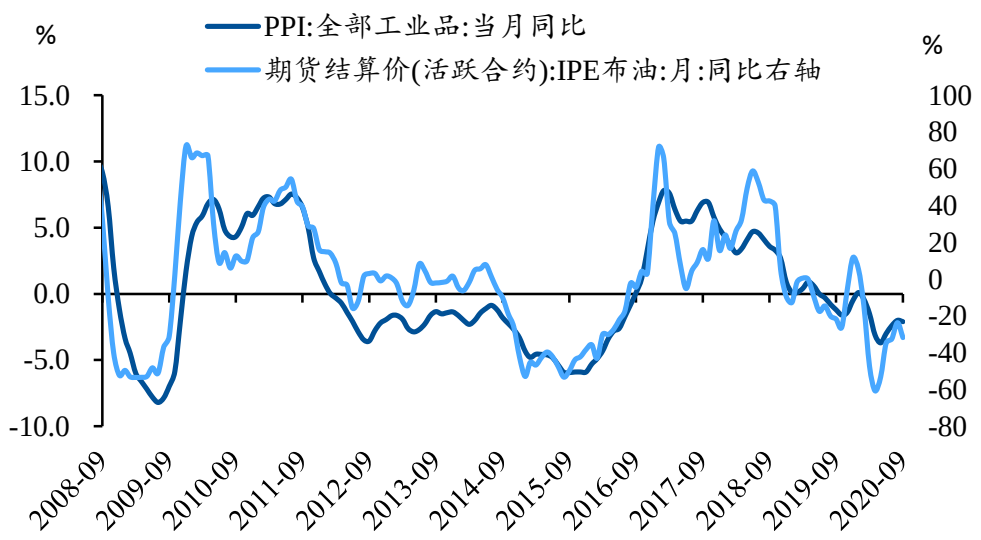
图 11：生猪存栏快速下降，未来猪肉或大幅下跌



资料来源：Wind，民生证券研究院

重要信息二， PPI 降幅略有扩大，油价构成拖累。9 月 PPI 同比-2.1%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点，低于市场预期的-1.8%。从环比看，生产资料价格上涨 0.2%，涨幅回落 0.2 个百分点；生活资料价格由涨转降，下降 0.1%。受国际原油价格变动影响，石油相关行业价格由涨转降，其中，石油和天然气开采业价格下降 2.3%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 0.5%。

图 12：低油价拖累 PPI 反弹

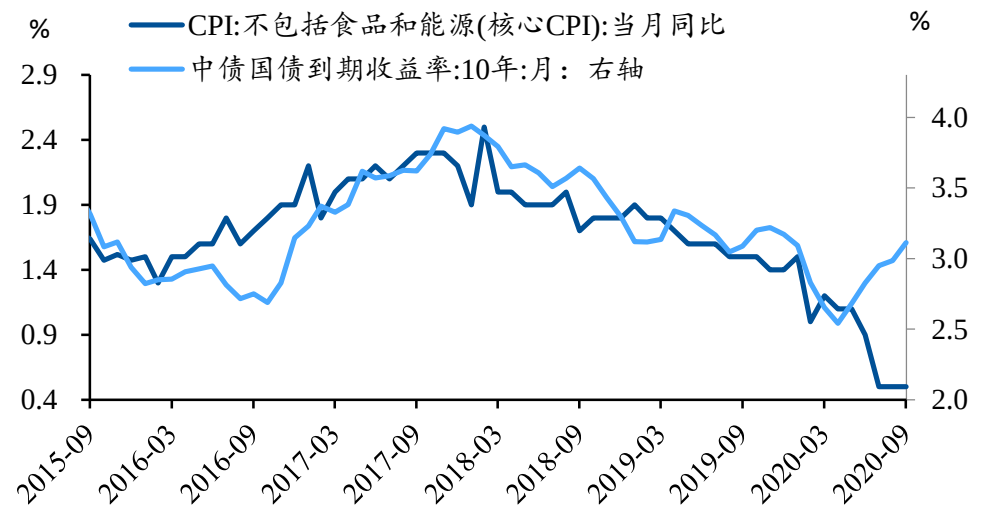


资料来源：Wind，民生证券研究院

重要信息三，核心 CPI 筑底和服务价格回升指向需求不错。CPI 不及预期，中国经济需求端到底怎么样，市场莫衷一是。我们注意到，在食品价格偏弱之外，CPI 出现了两个积极信号：一是核心 CPI 同比连续 3 个月保持在 0.5%不变，筑底且底部已经夯实；二是 9 月服务价格环比上涨 0.3%，连续两个月上涨，表现好于过去两年同期。这两个信号，与 PMI、信贷社融超预期一致，佐证了中国经济需求端回暖。

可以看出，今年 5 月以来核心 CPI 与十年期国债利率走势出现裂口，这有两方面的原因。一方面是因为中国经济呈现生产恢复快于需求恢复的态势，供过于求导致核心通胀被压低。但生产端的快速恢复提高了企业投资和融资的需求，这就使利率快速回升。另一方面的原因在于 5 月以来央行持续打击资金空转，货币政策边际收紧，这也是无风险利率快速回升的原因之一。

图 13：核心 CPI 和利率债走势裂口加大



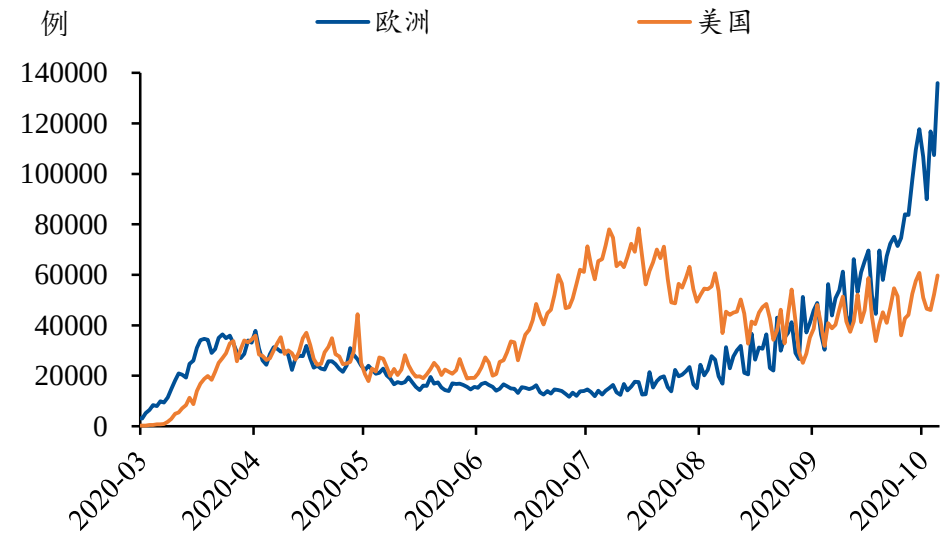
资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：年内 CPI 将降至 1%下方，PPI 温和上行趋势不改

年内 CPI 将降至 1%下方，PPI 温和上行趋势不改。在猪肉价格走低和 CPI 高基数的共同影响下，短期内 CPI 同比将继续走低，预计年内将降至 1%下方，明年 2 月后可能重新上行。10 月以来 CRB 价格不断上涨，叠加 PPI 基数处于低位，预计 PPI 仍处于温和上行趋势中。总体看，目前经济复苏和低通胀构成一个不错的组合，结合央行有关负责人表态“允许宏观杠杆率阶段性上升”，当前货币政策基调有望延续更长时间。

欧洲疫情二次爆发对物价存在扰动。9 月以来，欧洲疫情二次爆发，西班牙、英国等经济体重新出台封锁政策，对餐饮、酒吧等行业进行限制，一些欧洲城市甚至考虑出台禁足令，预计这会延缓全球经济复苏进程。在欧洲疫情爆发后，油价出现一定程度下跌，以反应未来可能出现的需求下降。总体来看，如果欧洲疫情继续恶化，封锁政策加深，可能会对物价造成扰动，PPI 上行斜率可能会边际下降，但不改温和上行趋势。

图 14：欧洲疫情二次爆发，多国重新封锁经济



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

生猪供应超预期，疫情二次爆发、疫苗提前问世等。

插图目录

图 1：9 月 CPI 同比回落至 1.7%.....2
图 2：9 月 CPI 环比回升 0.2%.....2
图 3：食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因.....3
图 4：猪肉是拉动 CPI 同比上升的主要原因.....3
图 5：食品类环比分项情况.....4
图 6： CPI 环比分项.....4
图 7：9 月 CPI 食品环比处于历史较低水平.....5
图 8：9 月 CPI 非食品环比处于历史较低水平.....5
图 9：9 月 PPI 环比增速有所回落.....6
图 10：9 月生产资料同比增速有所回升.....6
图 11：生猪存栏快速下降，未来猪肉或大幅下跌.....8
图 12：低油价拖累 PPI 反弹.....9
图 13：核心 CPI 和利率债走势裂口加大.....9
图 14：欧洲疫情二次爆发，多国重新封锁经济.....10

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。