2020 年 10 月 15 日

物价不是核心矛盾

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **CPI 同、环比涨幅回落、核心 CPI 持续低迷；四季度 CPI 下行趋势或将延续**

CPI 同、环比涨幅双双回落，核心 CPI 持续低迷。9 月，CPI 同比 1.7%、较上月回落 0.7 个百分点，环比 0.2%、较上月回落 0.2 百分点；核心 CPI 同比 0.5%，连续 3 个月持平。其中，食品环比 0.4%、较上月回落 1 个百分点，主要受猪肉和鲜菜价格拖累；非食品环比 0.2%、较上月提升 0.1 个百分点，其中衣着、教文娱由降转升，与服装换季、开学和线下消费修复等有关，而交通通信环比由升转降。**四季度 CPI 同比下行趋势或延续。**线下消费等的修复，或对物价形成一定支持；但中低收入人群消费抑制依然较强，仍对核心 CPI 形成拖累；同时，猪肉供给大幅回升，或使得猪价回落压力加大，有利于食品价格回落。综合供需变化、基数等因素，预计四季度 CPI 同比或继续下行，中性情景下年底可能回落至 1%以下。

● **PPI 同比低预期、受石油链等拖累显著；四季度 PPI 或趋于抬升、但仍处通缩**

PPI 同比低预期、降幅略有扩大，主要受石油、黑色链等拖累。9 月，PPI 同比-2.1%、低于市场平均预期的-1.8%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点；环比 0.1%、较上月回落 0.2 个百分点。其中，生产资料和生活资料环比分别为 0.2%和-0.1%，均较上月回落 0.2 个百分点。分行业环比来看，石油开采、石油加工由升转降、分别下降 2.3%和 0.5%，黑色冶炼、有色冶炼涨幅分别回落 0.2 和 2.3 个百分点。**四季度 PPI 同比或趋于抬升、但仍处于通缩区间。**随着广义财政支出的加快，及地产投资“韧性”的延续，年内投资或有望保持较高水平，进而对中上游商品价格形成一定支持。同时，海外逐步复工也可能带动全球大宗商品需求的修复，然而复工节奏可能受到疫情二次反弹、疫苗研发进度等因素影响，仍需持续跟踪。

● **物价并非当前市场和政策核心逻辑，流动性分层下非银“负债荒”或加速凸显**

重申观点：物价走势，并非当前市场和政策核心逻辑；资金空转等，使得货币政策更加注重精准导向。银行负债端年内仍面临债券供给等压制，尤其是中小银行结构性存款压降、同业存单到期压力较大。随着年底临近，逆回购和 MLF 投放可一定程度补充银行资金缺口，但较难解决流动性“分层”；**中小银行和非银同业收缩压力加大、“负债荒”或进一步凸显，或导致流动性环境中短期易紧难松。**

● **风险提示：**生猪供给不及预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-出口链改善的结构和弹性》-2020.10.13

《宏观经济专题-4 季度的财政空间》-2020.10.12

《宏观经济专题-邮寄投票，美国大选的风险点》-2020.10.11

目　录

1、 核心 CPI 持续低迷，CPI 下行趋势或延续 3
2、 PPI 同比低预期，四季度或趋于抬升 4
3、 风险提示 6

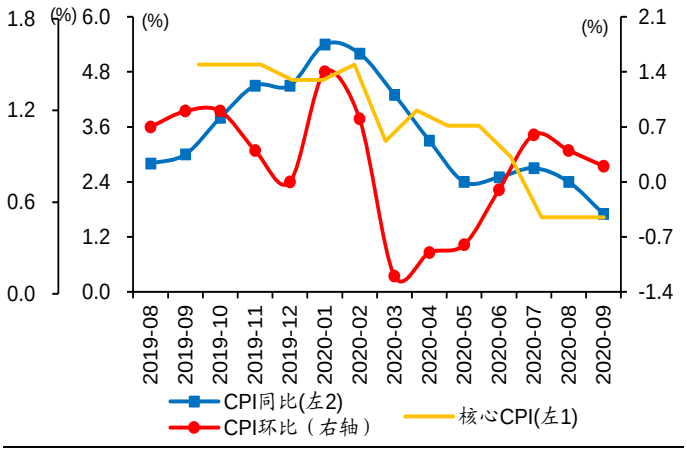
图表目录

图 1: 9 月，CPI 同比 1.7%，核心 CPI 持平于 0.5% 3
图 2: 9 月，CPI 食品环比 0.4%，非食品环比 0.2% 3
图 3: 9 月，CPI 食品环比 0.4%，低于历史均值 3
图 4: 9 月，CPI 非食品环比 0.2%，环比涨幅扩大 3
图 5: CPI 食品分项中，猪肉和鲜菜拖累显著 4
图 6: CPI 非食品分项中，衣着、教文娱涨幅较大 4
图 7: 年内 CPI 或延续下行趋势 4
图 8: 9 月，PPI 同比-2.1%、降幅略有扩大 5
图 9: 9 月，生产、生活资料环比均有所回落 5
图 10: 石油链由升转降、黑色和有色链涨幅回落 5
图 11: 四季度 PPI 或趋于抬升，但仍处通缩区间 6

1、 核心 CPI 持续低迷，CPI 下行趋势或延续

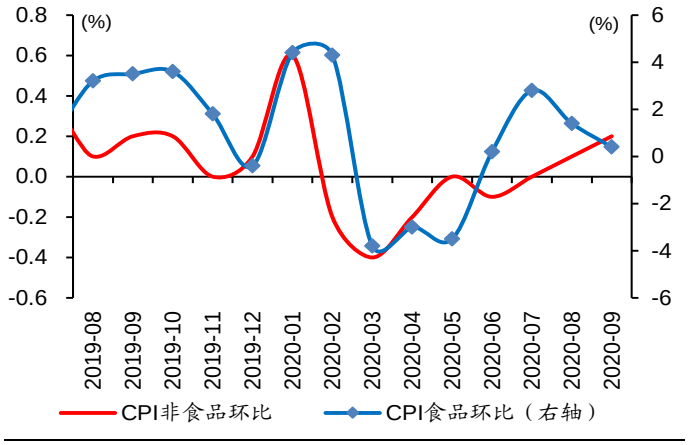
CPI 同、环比涨幅双双回落，核心 CPI 持续低迷。9 月，CPI 同比 1.7%，较上月回落 0.7 个百分点，环比 0.2%、较上月回落 0.2 百分点；核心 CPI 同比 0.5%，连续 3 个月持平。食品项环比涨幅收窄 1 个百分点至 0.4%，低于近 10 年均值 1.3%；非食品项环比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.2%，依然低于近 10 年均值 0.3%。

图1：9 月，CPI 同比 1.7%，核心 CPI 持平于 0.5%



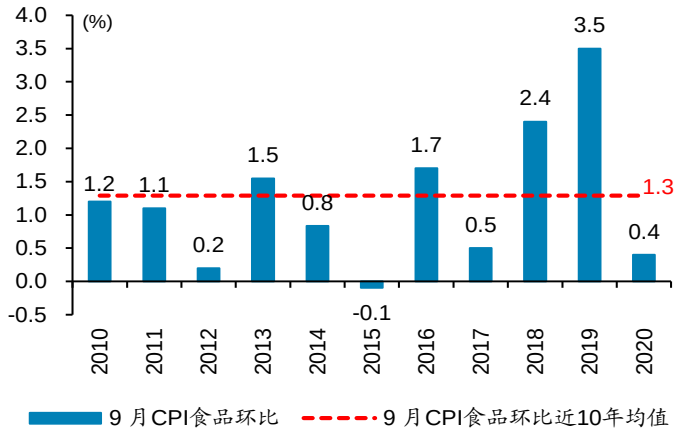
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：9 月，CPI 食品环比 0.4%，非食品环比 0.2%



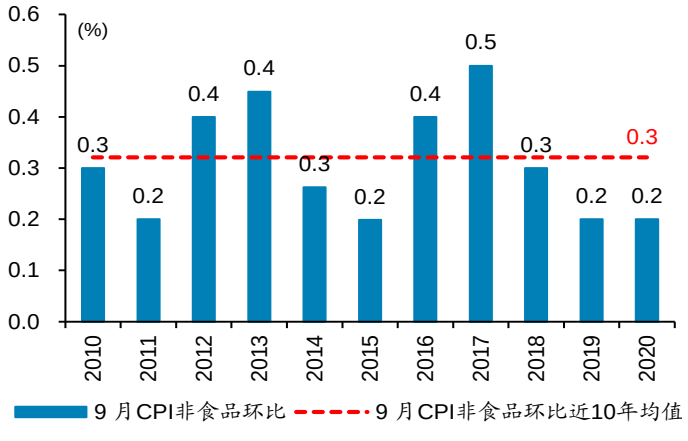
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：9 月，CPI 食品环比 0.4%，低于历史均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

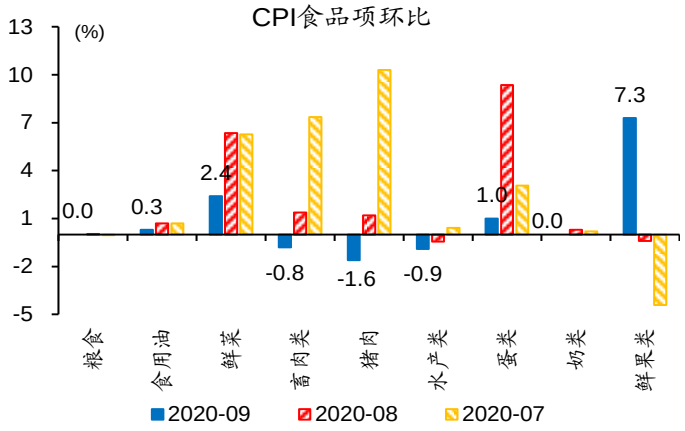
图4：9 月，CPI 非食品环比 0.2%，环比涨幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

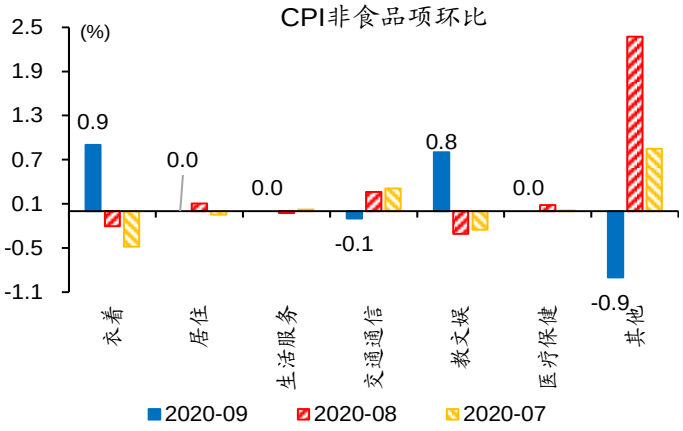
分项环比来看，猪价、鲜菜涨幅回落、为食品主要拖累项；非食品项中，衣着、教文娱等涨幅扩大。9 月，食品环比分项中，猪肉环比-1.6%、上月为 1.2%、主要缘于供给增多；鲜菜环比 2.4%、涨幅回落 4 个百分点，与季节性因素及部分地区降雨有关；鲜果环比由降转升，主要受节假日影响。非食品中，衣着、教文娱由降转升，与服装换季、开学和线下消费修复等有关，而交通通信环比由升转降。

图5：CPI 食品分项中，猪肉和鲜菜拖累显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

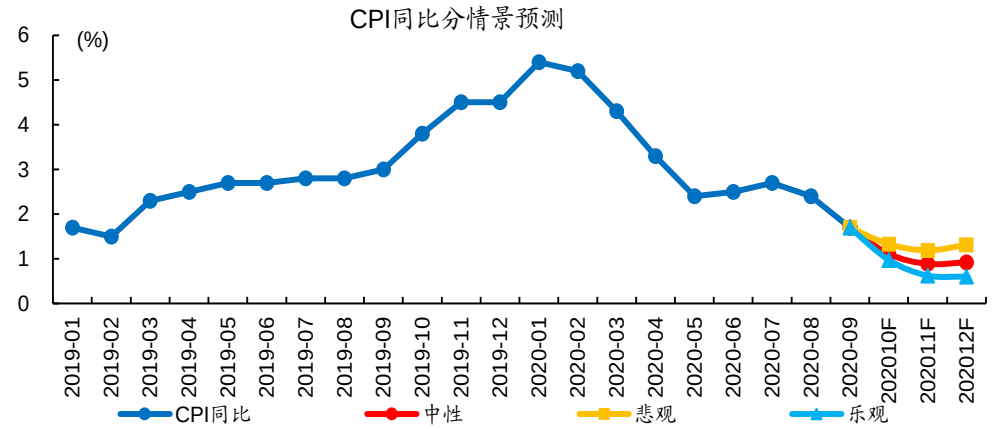
图6：CPI 非食品分项中，衣着、教文娱涨幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

四季度 CPI 同比下行趋势或延续。线下消费等的修复，或对物价形成一定支持；但中低收入人群消费抑制依然较强，仍对核心 CPI 形成拖累；同时，猪肉供给大幅回升，或使得猪价回落压力加大，有利于食品价格回落。综合供需变化、基数等因素，预计四季度 CPI 同比或继续下行，中性情景下年底可能回落至 1%以下。

图7：年内 CPI 或延续下行趋势

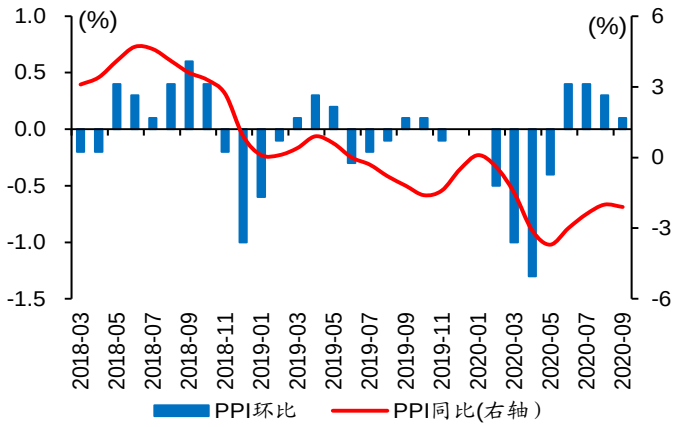


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 PPI 同比低预期，四季度或趋于抬升

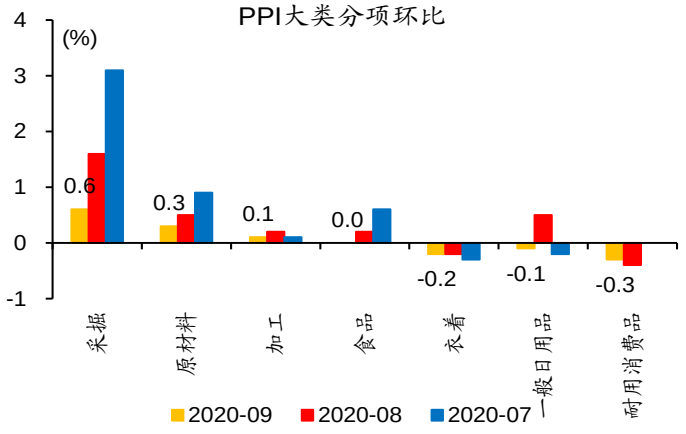
PPI 同比低预期、降幅略有扩大，生产、生活资料环比均较上月回落。9 月，PPI 同比-2.1%、低于市场平均预期的-1.8%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点；环比 0.1%、较上月回落 0.2 个百分点。分大类环比来看，生产资料 0.2%、涨幅回落 0.2 个百分点，采掘、原材料和加工工业均回落；生活资料由升转降，食品和一般日用品分别回落 0.2 和 0.6 个百分点，耐用消费品降幅收窄 0.1 个百分点，衣着与上月持平。

图8：9 月，PPI 同比-2.1%、降幅略有扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

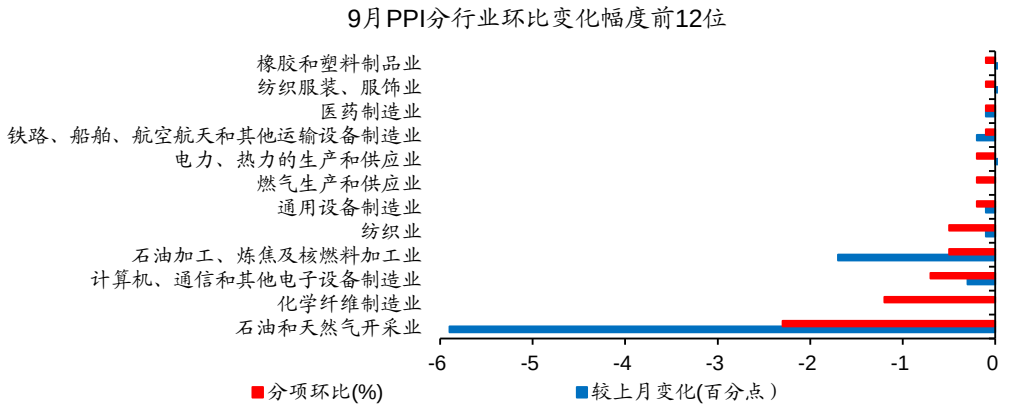
图9：9 月，生产、生活资料环比均有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

分行业环比来看，石油链由升转降，黑色链和有色链涨幅回落。9 月，石油开采和石油加工环比由升转降，分别至-2.3%和-0.5%；黑色矿采和黑色冶炼环比分别为 3.1%和 1.3%，涨幅收窄 1.2 和 0.2 个百分点；有色矿采和有色冶炼涨幅分别收窄 2.5 和 2.3 个百分点至 0.6%和 0.7%；纺织和通用设备制造业环比分别为-0.5%和-0.2%，降幅均较上月扩大 0.1 个百分点。

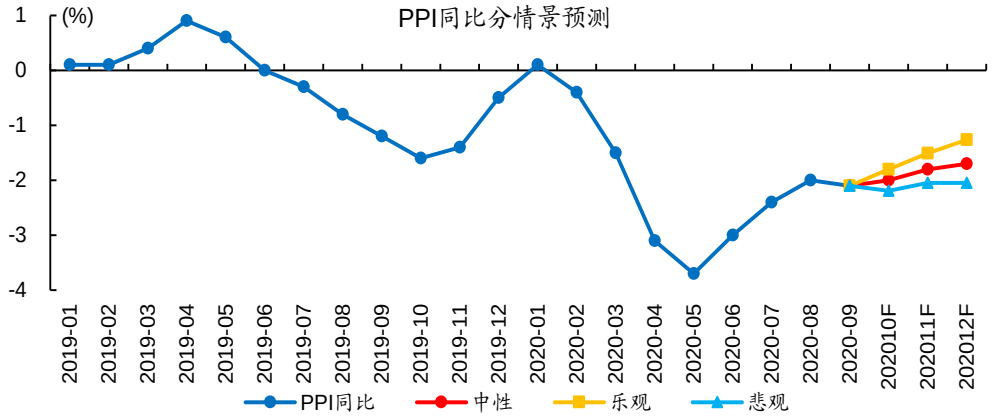
图10：石油链由升转降、黑色和有色链涨幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

四季度 PPI 同比或趋于抬升、但仍处于通缩区间。随着广义财政支出的加快，及地产投资“韧性”的延续，年内投资或有望保持较高水平，进而对中上游商品价格形成一定支持。同时，海外逐步复工也可能带动全球大宗商品需求的修复，然而复工节奏可能受到疫情二次反弹、疫苗研发进度等因素影响，仍需持续跟踪。

图11：四季度 PPI 或趋于抬升，但仍处通缩区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 风险提示

生猪供给不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn