

2020年9月物价数据点评

9月CPI涨幅进入“1时代”，PPI继续胶着于通缩状态

据国家统计局数据，2020年9月CPI同比1.7%，前值2.4%，上年同期3.0%；9月PPI同比-2.1%，前值-2.0%，上年同期-1.2%。

基本观点：

9月猪肉价格走低，同比涨幅大幅下降，是带动食品CPI和整体CPI涨幅收窄的主要原因；9月非食品价格同比再现零增长，显示当前消费市场需求不足现象仍然严峻。

9月PPI同比跌幅小幅扩大，表现逊于预期。从大类来看，受国际大宗商品价格波动、供需状况、市场预期变化等内外部因素影响，9月工业品价格整体冲高回落。在此背景下，当月生产资料PPI上涨动能趋弱，同比跌幅则受上年基数下行影响有所收窄。9月生活资料价格转跌，是拖累当月PPI整体修复进程被打断的主要原因。这一方面与农畜产品等原材料价格下跌有关，但更为关键的是，价格走势低迷折射出当前终端消费依然偏弱。

10月猪肉价格同比涨幅还会显著下行，将带动食品价格涨幅继续回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计10月CPI同比涨幅将降至1.3%左右。从高频数据来看，10月以来，工业品价格已现企稳反弹之势，将带动当月生产资料PPI跌幅进一步收敛，但受CPI涨幅下行趋势影响，10月生活资料PPI同比跌幅可能会小幅扩大。综合来看，生产资料和生活资料“一上一下”，预计10月PPI同比将在-2.0%左右小幅波动。

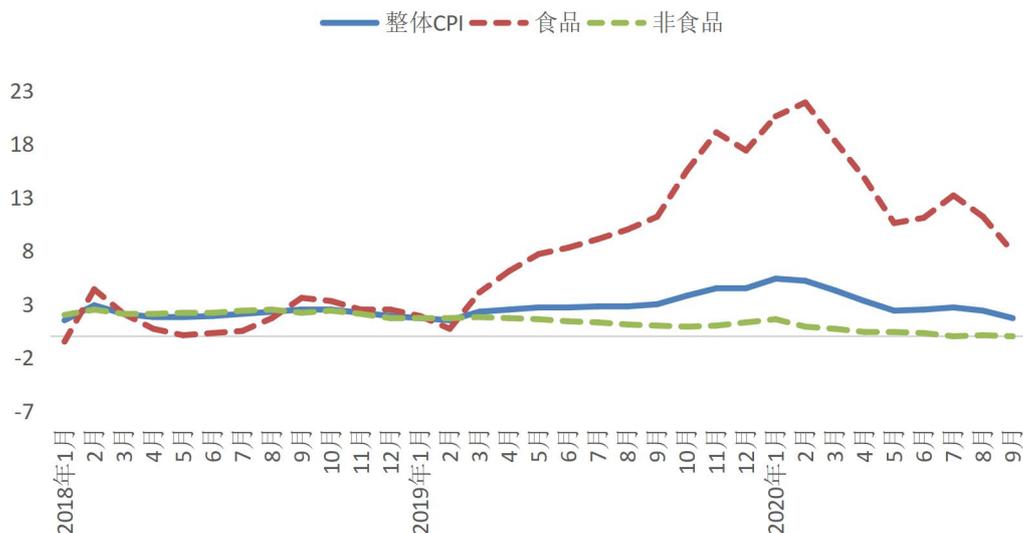
具体分析如下：

一、9月猪肉价格走低，同比涨幅大幅下降，是带动食品CPI和整体CPI涨幅收窄的主要原因；9月非食品价格同比再现零增长，显示当前消费市场需求不足现象仍然严峻。

9月CPI同比上涨1.7%，涨幅较上月大幅回落0.7个百分点，时隔19个月再次回到“1时代”，显示猪周期带来的本轮物价上涨已进入尾声。从影响物价变化的主要因素看，9月食品价格同比上涨7.9%，几乎贡献了本月CPI的全部涨幅（1.69%）。

当月食品价格涨幅较上月回落3.3个百分点，也是本月CPI涨幅回落的主要原因。9月非食品价格与上年同期持平，涨幅比上月回落0.1个百分点，意味着食品之外的各类商品和服务价格总体上正处在通缩边缘，背后的原因是居民消费需求不振，并正在成为当前经济修复的主要拖累。

图1 CPI 增速：当月同比 %



数据来源：WIND

食品价格方面，9月餐饮业继续修复，但生猪产加速改善，猪肉进口保持高位，当月猪肉价格小幅走低，而上年基数跃升则带动猪肉价格同比涨幅大降27.1个百分点，成为本月食品价格同比涨幅缩小2个百分点的主要原因。

伴随国内疫情得到稳定控制，9月餐饮业PMI处于60%以上的高位，这意味着猪肉需求增加。不过，7月生猪存栏开始同比增长，9月猪肉供应量加速扩张。此外，近期猪肉进口同比保持在130%以上的高速增长水平，储备猪肉投资也在增多。由此，供需基本平衡导致本月猪肉价格小幅回落。更为重要的是，去年9月受猪瘟疫情影响，猪肉价格出现大幅跳涨，上年高基数带动9月猪肉价格同比涨幅骤降27.1个百分点至25.5%。据测算，本月猪肉价格涨幅下行对整体CPI涨幅的下拉作用达到0.84个百分点，超过9月CPI同比的整体0.7个百分点的降幅。这意味着猪肉价格正在从之前推升CPI高增的核心动力，演变成下拉CPI涨幅的主要力量。

其他食品方面，受季节因素及部分地区降雨影响，本月鲜菜价格环比上涨2.4%，同比涨幅扩大到17.2%；受季节和双节临近等因素叠加影响，鲜果价格由上月下降0.4%转为上涨7.3%，同比涨幅也收窄12.9个百分点至6.9%；伴随供应量上升，9月鸡蛋价格涨幅明显回落，上年基数走高则带动同比降幅扩大至-15.8%。值得一提的是，9月粮食价格环比持平，同比涨幅则保持在1.5%，表明今年4月和5月粮价涨幅加快势头未能持续，当前粮价走势继续处于可控状态。

图2 食品类各分项CPI同比增速 %



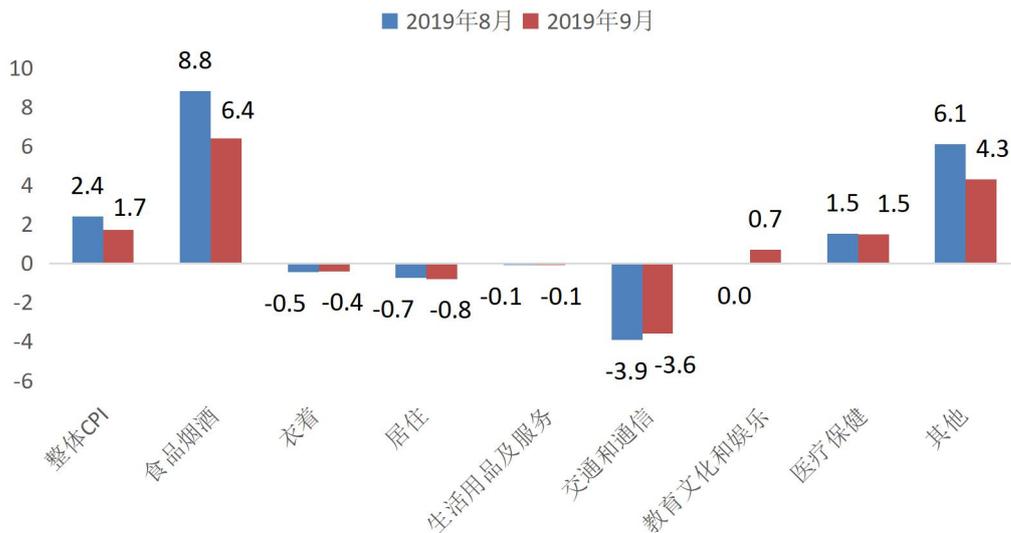
数据来源：WIND

非食品价格方面，市场需求不足现象依然明显，9月非食品价格同比与上年持平，处于**临界通缩状态**。前期国际油价回落，9月国内下调成品油价格，带动汽油、柴油价格同比降幅扩大；不过，当月其他交通和通信价格跌幅明显收窄。随着文娱消费逐步恢复，电影票价等价格出现上涨；新学期开学，课外教育及部分民办学校收费也有所上升。由此，9月教育文化和娱乐价格上涨0.7%，较上月明显加速。

不过，除此以外的其它绝大多数商品和服务价格走势依然疲弱，同比涨幅也继续处于多年来的低位。这表明伴随疫情影响周期拉长，居民消费支出趋于谨慎。这与当前社会消费品零售总额、生活类服务消费数据持续低迷相印证，正在成为影响经济修复的主要矛盾。

9月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.5%，涨幅与上月持平，连续三个月保持在2013年有历史记录以来的最低水平。今年以来该指标的累计涨幅降至0.9%，同样处于历史最低点，很大程度上是当前物价走势的真实写照。这表明目前缺乏物价普遍上涨的基础，不仅再通胀言之尚早，而且未来需求不足引发CPI通缩的风险反而值得重点关注。这同时也表明，“控通胀”对当前货币政策操作的掣肘作用很小。

图3 八类商品与服务CPI同比增速 %

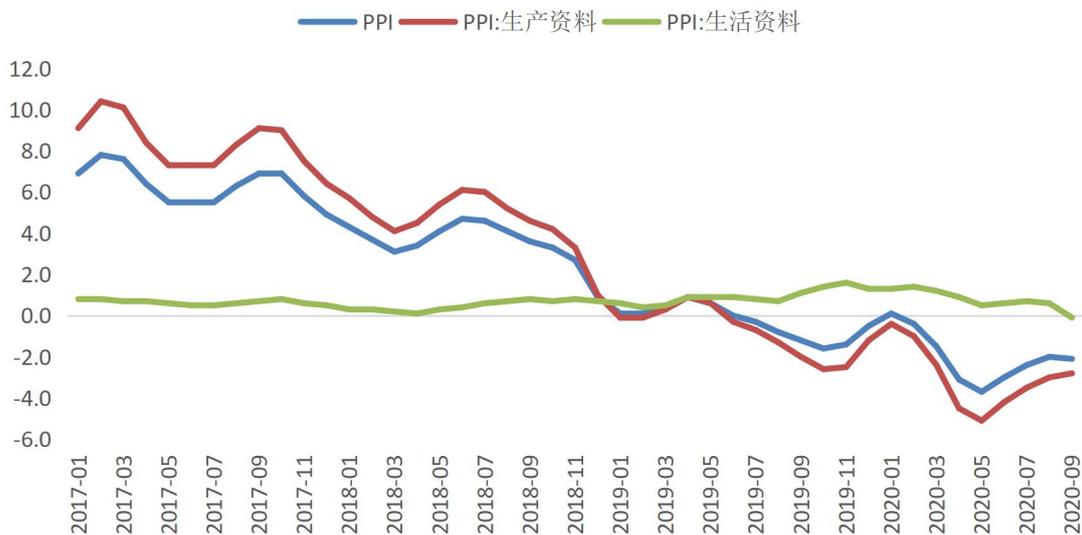


数据来源：WIND

二、9月PPI环比涨幅延续收窄，生产资料和生活资料PPI环比涨幅同步放缓；当月生产资料PPI同比跌幅延续了6月以来的收敛趋势，但生活资料PPI同比涨幅明显回落，拖累当月PPI同比跌幅意外走阔。

9月PPI环比涨幅从上月的0.3%降至0.1%，同比跌幅从上月的-2.0%扩大至-2.1%，结束了此前连续三个月的收敛过程，表现逊于预期。从大类来看，9月生产资料和生活资料PPI环比涨幅均较上月走弱0.2个百分点，且生活资料PPI环比转跌；同比方面，9月生产资料PPI同比跌幅延续了6月以来的收敛趋势，但生活资料PPI同比涨幅明显回落，成为当月PPI同比跌幅意外走阔的原因所在。

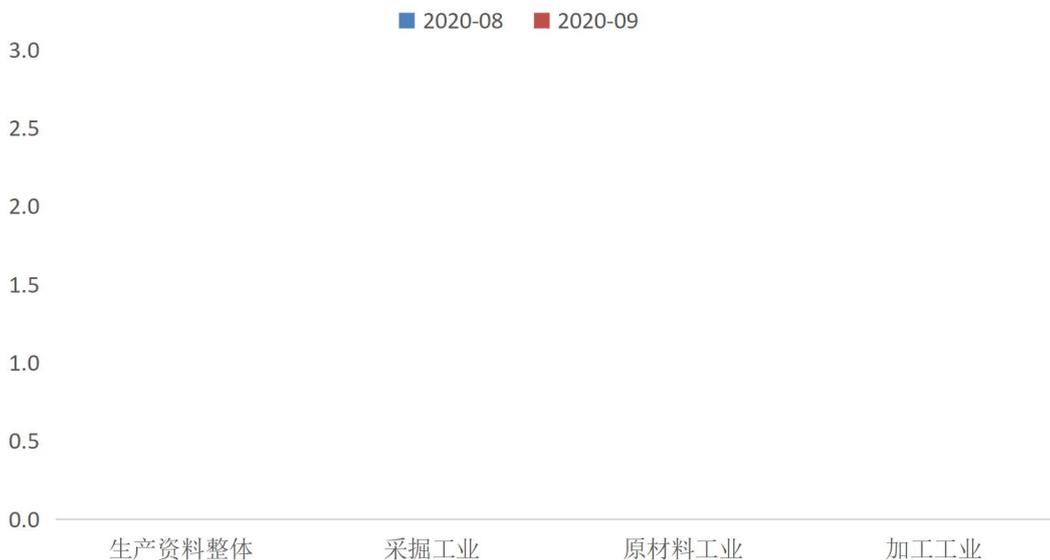
图4 PPI增速：当月同比 %



数据来源：WIND

具体看生产资料，受国际大宗商品价格波动、供需状况、市场预期变化等内外部因素影响，9月工业品价格整体冲高回落，不同产品价格走势分化。一方面，受冬季用煤需求和建筑业高景气支撑，9月煤炭和建材价格表现相对强劲。另一方面，由于欧洲疫情反弹冲击需求预期，9月国际油价在月初大跌后窄幅震荡，整体走弱，影响国内化工产品价格多数下跌；同时，前期供给放量，以及房地产调控收紧下需求边际减弱的预期，拖累钢材价格下跌。由此，9月生产资料PPI上涨动能趋弱，环比涨幅从上月的0.4%放缓至0.2%；同比跌幅则在上年基数走低带动下，从上月的-3.0%收窄至-2.8%，但回升斜率进一步放缓。从分项看，当月采掘工业、原材料工业和加工工业等各分项PPI走势也与此一致。

图 5 生产资料各项PPI同比增速 %



数据来源：WIND

生活资料方面，9月生活资料PPI环比、同比同步转跌，其中，环比从上月的上涨0.1%转为下跌0.1%，同比从上月的上涨0.6%大幅降至下跌0.1%，拖累当月PPI整体修复进程被打断。从分项看，9月生活资料各分项价格全面走弱。这一方面与原材料价格下跌有关，主要体现于猪肉等农畜产品价格回落背景下，食品类PPI环比停止上涨、同比涨幅明显下行，这也与当月食品CPI走势相一致。但更为关键的是，9月衣着、一般日用品、耐用消费品PPI环比、同比均为负增，价格走势低迷也折射出当前终端消费依然偏弱，居民消费信心和消费能力有待进一步恢复。

图 67 生活资料各项PPI同比增速 %



数据来源：WIND

三、10月猪肉价格同比涨幅还会显著下行，将带动食品价格涨幅继续回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计10月CPI同比涨幅将降至1.3%左右。从高频数据来看，10月以来，工业品价格已现企稳反弹之势，将带动当月生产资料PPI跌幅进一步收敛，但受CPI涨幅下行趋势影响，10月生活资料PPI同比跌幅可能会小幅扩大。综合来看，生产资料和生活资料“一上一下”，预计10月PPI同比将在-2.0%左右小幅波动，而且这一状况有望持续到年底。

进入10月，餐饮业恢复与猪肉供给改善都将持续，供需平衡的结果可能是猪肉价格继续小幅走低。更为重要的是，上年10月猪肉价格涨幅曾跳升32个百分点，高基数将带动今年10月猪肉价格同比涨幅延续大幅回落势头，并有望带动食品CPI同比涨幅大幅走低。考虑到消费低迷状况可能还要持续一段时间，10月非食品价格将继续停留在“0”涨幅附近。综合以上，10月CPI同比涨幅有望进一步降至1.3%左右，且CPI涨幅下行过程有望持续至年底。这意味着今年实现将CPI涨幅控制在3.5%以内的目标已没有悬念——1-8月CPI累计同比涨幅已降至3.3%。

PPI方面，考虑到欧洲疫情反弹的影响已被市场所消化，预计10月油价将延续窄幅震荡，并有可能小幅反弹。不过，受运输时滞影响，国际市场价格波动对国内价格的传导存在时滞，这也意味着9月油价下跌的影响在10月PPI数据上还将有一定体现。从国内来看，国内工业品价格在9月初冲高回落后陷入短期调整。考虑到四季度财政发力将带动基建扩张，房地产投资韧性犹存，制造业投资也将延续修复，工业品价格持续下跌并不符合基本面走势。从高频数据来看，10月以来，工业品价格已现企稳反弹之势，加之去年同期基数走低，我们判断10月工业品价格将同比改善，并将带动当月生产资料PPI跌幅进一步收敛。生活资

料方面，受食品价格走弱影响，10月生活资料PPI同比跌幅可能会小幅扩大。综合来看，生产资料和生活资料“一上一下”，预计10月PPI同比将在-2.0%左右小幅波动，而且这一状况有望持续到年底。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。