

10月CPI同比骤降,PPI通缩状态未现改善

据国家统计局数据,2020年10月CPI同比0.5%,前值1.7%,上年同期3.8%;10月PPI同比-2.1%,前值-2.1%,上年同期-1.6%。

基本观点:

10月猪肉价格走低,同比涨幅骤降,是带动食品CPI和整体CPI同比涨幅大幅收窄的主要原因;10月非食品价格同比再现零增长,显示当前消费需求不足现象仍然严峻。

10月PPI通缩状态未现改善。当月国内工业品价格表现相对较好,对冲了国际油价弱势运行对生产资料PPI的拖累。但本轮投资增速较为有限,未能对钢铁、煤炭等工业品价格形成强势拉动,10月生产资料PPI同比跌幅仅小幅收敛。另一方面,消费不振导致当月生活资料PPI环比延续下跌,同比跌幅明显走阔,并创下2016年2月以来新低。

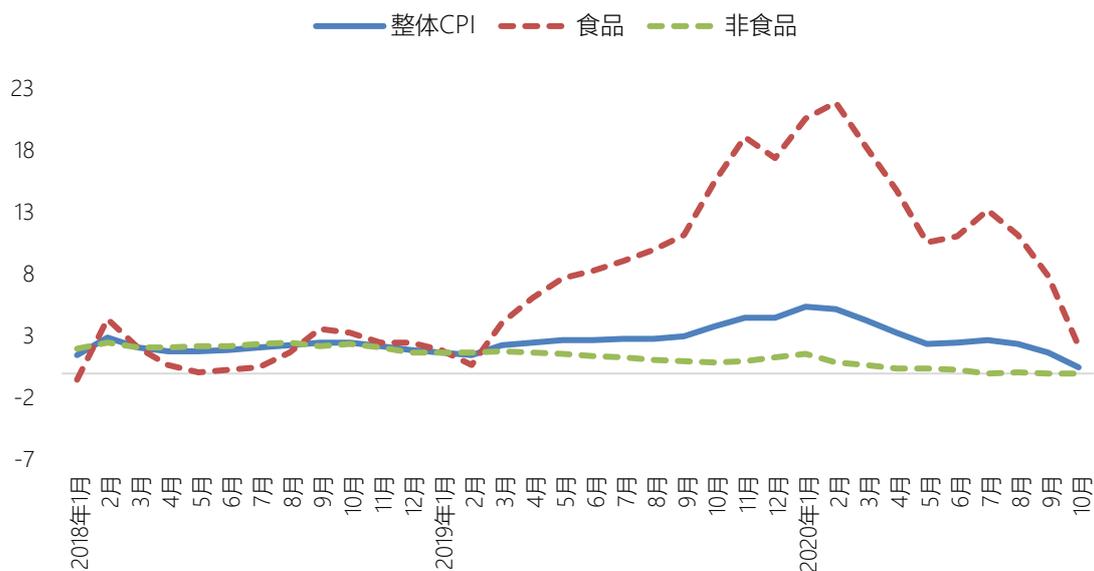
11月猪肉价格初现企稳迹象,加之上年同期价格基数短暂下行,预计猪肉价格同比涨幅下跌势头将显著缓解,预计11月CPI同比涨幅将结束近两个月以来的大幅下行态势,有望保持在当前的较低水平。11月国际油价中枢上移空间有限,国内工业品价格上行幅度也不应过高期待,预计PPI同比将在-2.0%左右小幅波动,而且这一状况有望持续到年底。

具体分析如下:

一、10月猪肉价格走低,同比涨幅骤降,是带动食品CPI和整体CPI同比大幅收窄的主要原因;10月非食品价格同比再现零增长,显示当前消费需求不足现象仍然严峻。

10月CPI同比上涨0.5%,涨幅较上月大幅回落1.2个百分点,创逾8年新低,显示猪周期下行正在引领本轮物价走势向通缩状态靠拢。从影响物价变化的主要因素看,10月以猪肉为代表的食品价格同比上涨2.2%,涨幅较上月回落5.7个百分点,几乎决定了本月CPI涨幅的全部变化;10月非食品价格同比则延续上月的零增长状态,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,背后的直接原因是本轮逆周期政策调节力度较为温和,货币放水规模有限,而疫情背景下居民消费需求较为低迷。

图1 CPI 增速：当月同比 %



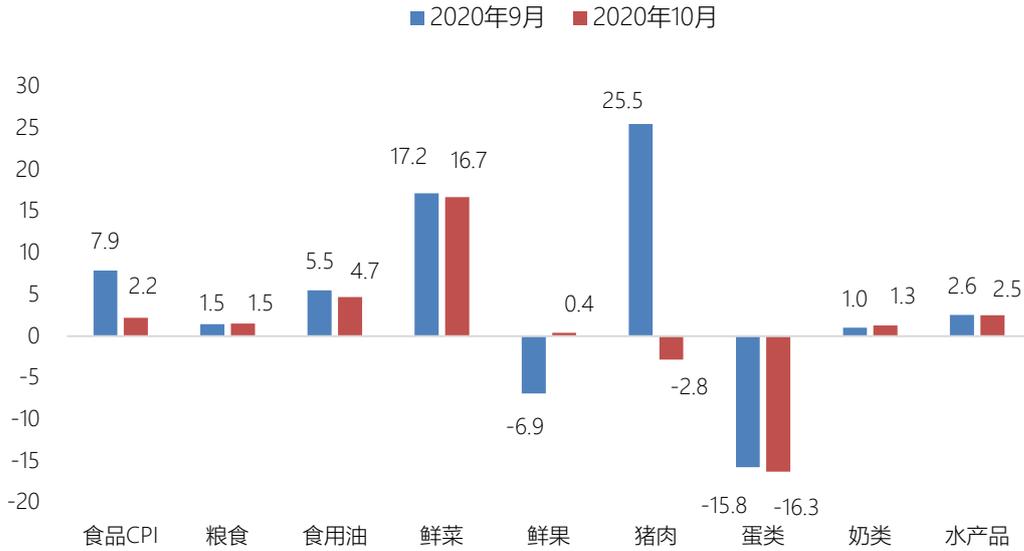
数据来源：WIND

食品价格方面，10月餐饮业继续修复，但生猪产能加速改善，猪肉进口保持高位，当月猪肉价格跌势加快，而上年同期基数跃升则带动猪肉价格同比涨幅大降28.3个百分点，成为本月食品价格同比大幅回落的主要原因。

伴随国内疫情得到稳定控制，10月餐饮业PMI处于高速扩张状态，这意味着猪肉需求边际增加。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%左右的高位，节前储备猪肉投放也在增多。由此，供需平衡驱动10月猪肉价格比上月下降7.0%，跌幅较上月的-1.6%明显加大。更为重要的是，去年10月受猪瘟疫情影响，猪肉价格曾出现大幅跳涨，上年高基数带动10月猪肉价格同比涨幅骤降28.3个百分点至-2.8%，这也是20个月以来猪肉价格首次出现同比负增长，标志着本轮猪周期进入下半场。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1.3个百分点（2020年猪肉价格在整体CPI中的权重为4.64%），超过10月CPI同比全部1.2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涨幅的主要原因。

其他食品方面，受不利气候条件过后鲜菜供应增加影响，本月菜价环比由涨转跌，同比涨幅也小幅收窄至16.7%；部分地区苹果、梨等新果上市后，鲜果价格环比略涨1.8%，涨幅比上月明显回落，同比涨幅则在上年低基数带动下回升至0.4%，较上月加快7.3个百分点。由于供应量仍在上升，10月鸡蛋价格下跌加快，同比降幅也由上月的-15.8%扩大至-16.3%。值得一提的是，10月粮食价格环比微幅上涨0.1%，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，当前玉米价格走高并未在整体上带动粮价全面上涨。

图2 食品类各分项CPI同比增速 %



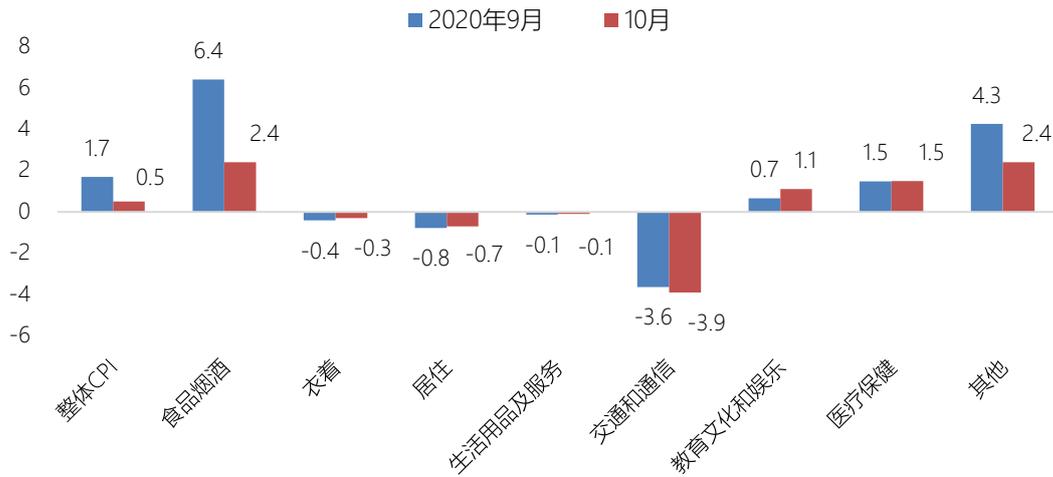
数据来源：WIND

非食品价格方面，市场需求不足现象依然明显，10月非食品价格同比与上年持平，处于临界通缩状态。受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别下降2.3%和2.6%，加之当月车企降价促销，10月交通和通讯价格同比降幅有所扩大。随着文娱消费逐步恢复，以及新学期开学后，课外教育及部分民办学校收费也有所上升，10月教育文化和娱乐价格上涨1.1%，较上月略有加速。

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，居民消费心理趋于谨慎，消费需求不足的问题较为突出。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。

10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，连续四个月保持在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维持在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，表明目前缺乏物价普遍上涨的基础。1-10月CPI累计上涨3.0%，较前值回落0.3个百分点，进一步回落至今年3.5%的控制目标之下，表明未来一段时间控制物价对宏观政策的影响较小。

图3 八类商品与服务CPI同比增速 %

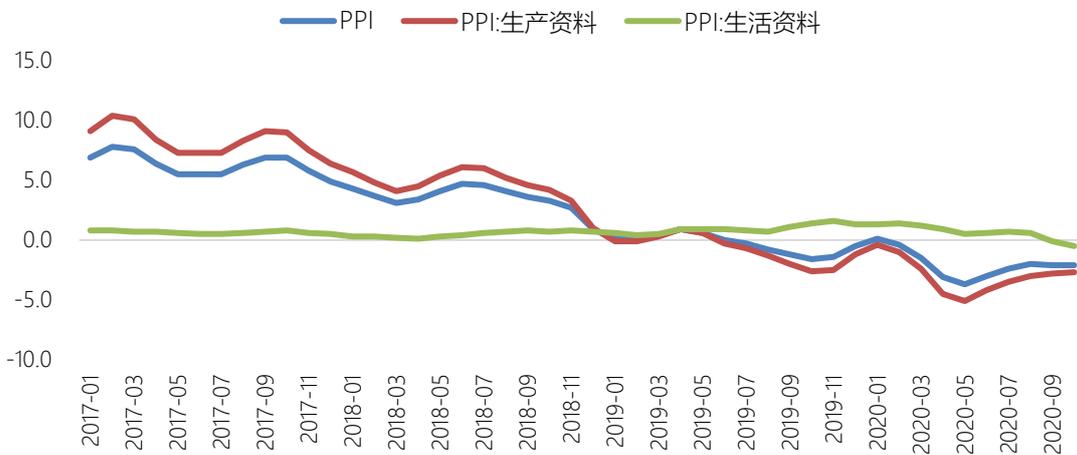


数据来源：WIND

二、10月PPI环比持平，同比跌幅继续保持在-2.1%。一方面，国内工业品价格表现相对较好，对冲了国际油价弱势运行对生产资料PPI的拖累，但未能形成强势拉动，故当月生产资料PPI同比跌幅仅小幅收敛；另一方面，10月食品类PPI加速下行，非食品类PPI走势依然低迷，当月生活资料PPI环比下跌，同比跌幅明显走阔。

10月PPI环比持平，逊于上月的环比回升0.1%，延续8月以来环比上涨动能边际弱化的趋势。当月PPI同比下跌2.1%，跌幅与上月持平，表现符合预期。从大类来看，10月生产资料PPI环比涨幅较上月走弱0.1个百分点，生活资料PPI为连续第二个月环比下跌0.1%。不过，因基数变动方向不同，当月生产资料PPI同比跌幅较上月收敛0.1个百分点，维持了6月以来持续回升、但回升斜率放缓的趋势；生活资料PPI同比跌幅则较上月走阔0.4个百分点至-0.5%，创下2016年2月以来新低，这也与同期CPI同比大幅走弱相印证。

图4 PPI增速：当月同比 %

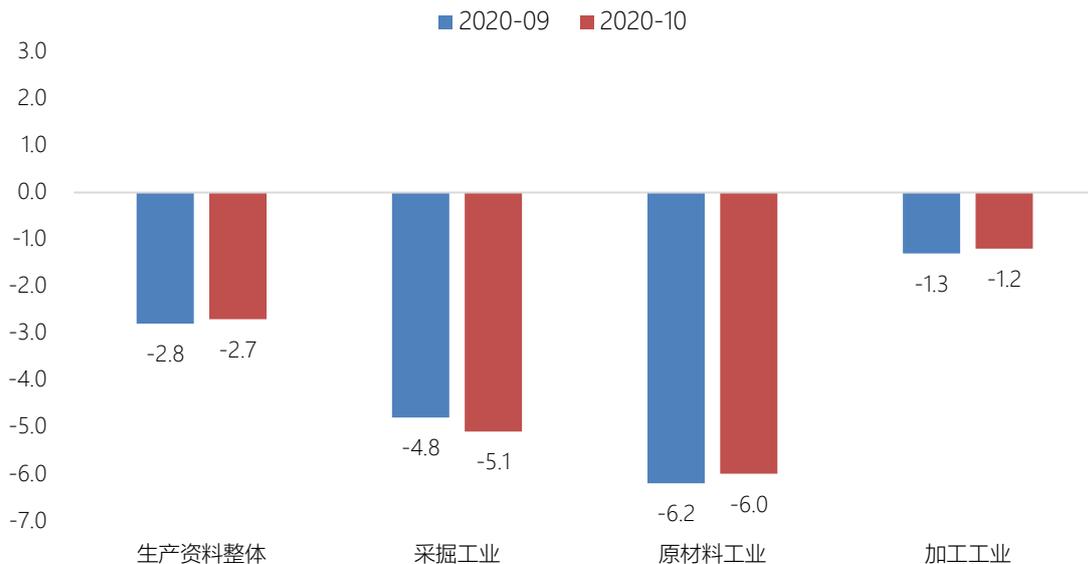


数据来源：WIND

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，10月主要大宗商品和工业品价格涨跌不一，整体涨势趋弱。一方面，因欧洲主要经济体重启封锁措施冲击需求预期，10月下旬国际油价经历一轮较快下跌，月均值环比走低，影响原油直接相关行业PPI下行。另一方面，因供给改善，供需关系转向宽松，10月铁矿石价格在月初冲高后持续回落，但月均值仍高于上月，且因基数走低，同比涨幅走阔；在冬季用煤需求提振下，当月煤炭价格表现相对强劲，环比上扬，同比改善。另外，10月建筑业高景气对建材价格仍有支撑，当月水泥价格走高，铜、铝等有色金属价格走势平稳；同时，受期货价格上涨及需求表现不错带动，10月钢材价格在上月回落后再度反弹，月均值虽略低于9月，但因基数走低，同比涨幅有所走阔。

因此，从生产资料各分项看，主要受油价弱势拖累，10月采掘工业PPI环比转跌，同比跌幅扩大。当月原材料工业和加工工业PPI环比维持正增，但涨势趋缓，显示基建、地产投资发力对工业品价格的拉动作用正在减弱；同比跌幅则因基数走低而延续收敛。整体上看，10月国内工业品价格表现相对较好，对冲了国际油价弱势运行对国内PPI的拖累，这实际上也与中国经济复苏领先于全球的表现相一致。但国内本轮稳增长并不搞“强刺激”，并未出现基建项目遍地开花的局面，房地产调控也已表现出收紧趋势。因此，国内工业品价格上涨相对温和，国内需求反弹也未对国际大宗商品价格形成强势拉动，导致本轮PPI回升缓慢，仍未摆脱通缩状态。

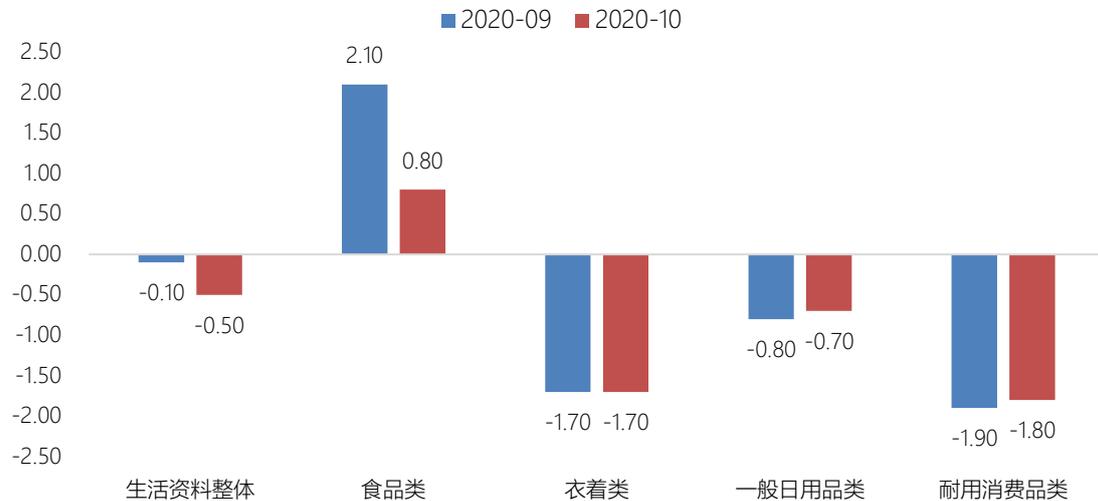
图5 生产资料各项PPI同比增速 %



数据来源：WIND

生活资料方面,10月生活资料PPI连续第二个月环比下跌0.1%,同比跌幅扩大至-0.5%。从分项看,主要原因是猪肉等农畜产品价格回落背景下,食品类PPI环比转跌、同比涨幅明显下行,这也与当月食品CPI走势相一致。从非食品类PPI表现来看,10月衣着、一般日用品PPI环比继续下跌,耐用消费品PPI环比则由上月的下跌0.3%转为持平;同比均为负增,其中,衣着类PPI同比跌幅与上月持平,一般日用品和耐用消费品PPI同比跌幅较上月小幅收窄0.1个百分点。整体上看,尽管消费加速回升带动非食品价格,尤其是耐用消费品价格,出现边际上涨动能增强的迹象,但10月非食品价格走势总体依然低迷,折射出当前终端消费仍然偏弱。

图6 生活资料各项PPI同比增速 %



数据来源: WIND

三、11月猪肉价格初现企稳迹象,加之上年同期价格基数短暂下行,预计猪肉价格同比涨幅下跌势头将显著缓解,不过短期内非食品价格仍难以出现明显上行走势,预计11月CPI同比涨幅将结束近两个月以来的大幅下行态势,有望保持在当前的较低水平。11月国际油价中枢上移空间有限,国内工业品价格上行幅度也不应过高期待,预计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11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保持小幅下跌走势。不过,上年同期猪肉价格基数曾短暂走低,这将对今年11月猪肉价格同比降幅起到一定缓和作用,并有望抑制近期食品CPI同比涨幅大幅走低的势头。不过,考虑到居民消费低迷状况可能还要持续一段时间,11月非食品价格将继续停留在“0”涨幅附近。综合以上,11月CPI同比涨幅有望维持在当前偏低水平附近,从而结束近两个月以来大幅下行态势。

PPI 方面，从国际油价来看，拜登胜选、新冠疫苗取得积极进展等事件带动风险偏好回升，对油价起到拉升作用。但考虑到全球疫情仍在升温，欧洲刚刚开始重启封锁，需求侧受到的打击将压制油价上涨空间，11 月油价运行中枢料难有明显上移。同时，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，这也意味着此前油价下跌的影响在 11 月 PPI 数据上还将有一定体现。从国内来看，四季度财政发力将带动基建扩张，制造业投资也将延续修复，国内工业品价格仍有上行空间，但随着宏观政策逆周期调节力度不再加码，房地产调控升级的影响显现，对工业品价格上行斜率也不宜有过高期待。我们判断，11 月 PPI 生产资料环比将恢复上涨，同比跌幅延续小幅收敛。生活资料方面，受食品价格走弱影响，11 月生活资料 PPI 同比跌幅可能还会有小幅扩大。综合来看，生产资料和生活资料“一上一下”，预计 11 月 PPI 同比将继续在-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。