

2020年11月10日

金信期货研究院

## 总需求仍待进一步修复，通胀并非当下主要矛盾

——10月通胀数据点评

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

### 内容提要

10月CPI同比0.5%，市场预期0.8%，前值1.7%；环比-0.3%；10月PPI同比-2.1%，市场预期-2.1%，前值-2.1%；环比持平。

10月CPI降至1%以内，食品价格是主要拖累，未来猪周期下行主导四季度CPI继续回落，年内CPI同比增速继续保持在1%以下，而核心通胀继续筑底下总需求仍待进一步修复，消费活动略有所改善，CPI明年1月份低点后或将逐步回升。海外经济修复带动外需回暖、以及疫苗进展强化修复预期仍然是未来需求回升的主线，PPI同比将回归温和上升趋势。当前通胀仍非当下主要矛盾，核心需求仍待进一步修复下货币政策制约较小，杠杆率、房价、汇率等更值得关注。

- 1、食品价格增速快速回落是CPI增速明显回落的主因，猪肉价格连续上涨19个月后首次转降，随着生猪产能持续恢复，猪肉供给持续改善，猪周期进入下行区间，对CPI继续形成拖累。
- 2、非食品价格增速同比零增长，核心CPI连续四个月走平，房租、衣着、生活用品与服务价格底部有所企稳显示消费需求改善信号，但总需求仍然处在恢复路径中。
- 3、PPI环比持平，上游生产资料价格回暖有所放缓，食品价格拖累下游生活资料涨价。价格上涨行业逐渐分散化，上游的煤炭、黑色、非金属、化工等与下游的烟草、纺织、造纸等均出现涨价。
- 4、猪周期下行主导四季度CPI继续回落，年内CPI同比增速继续保持在1%以下，核心通胀继续筑底下总需求仍待进一步修复，CPI明年1月份低点后或将逐步回升。
- 5、海外经济修复带动外需回暖、以及疫苗进展强化修复预期仍然是未来需求回升的主线，PPI同比将回归温和上升趋势，叠加M1增速的上行，对后续PPI的走势起到了一定的支撑。

### 风险提示

疫情二次爆发超预期，货币政策收紧超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



扫码关注获取更多资讯

10月CPI同比0.5%，市场预期0.8%，前值1.7%；环比-0.3%。

10月PPI同比-2.1%，市场预期-2.1%，前值-2.1%；环比持平。

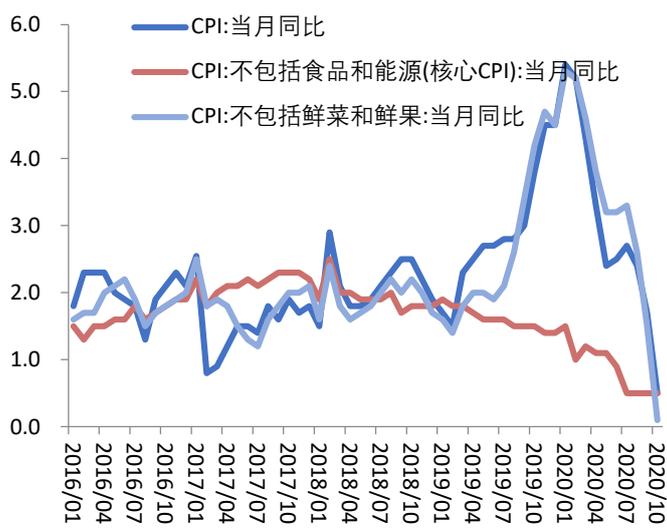
## 一、猪肉价格贡献率转负，CPI回落至1%以内

10月CPI同比0.5%，较前值大幅回落1.2个百分点，不及市场预期的0.8%，受去年同期基数较高、翘尾因素减少以及猪肉价格由升转降的影响，当月环比下降0.3%，不及往年同期季节性表现。核心CPI连续四个月走平，房租、衣着、生活用品与服务价格底部有所企稳显示消费需求改善信号，但总需求仍然处在恢复路径中。

**猪肉价格连续上涨19个月后首次转降，食品价格增速回落下CPI下降至1%以内。**食品价格增速快速回落是CPI增速明显回落的主因，猪肉价格在连续上涨19个月后首次转降，下降2.8%，随着生猪产能持续恢复，猪肉供给持续改善，猪周期进入下行区间，对CPI继续形成拖累。本月受部分地区新果上市影响，鲜果价格环比上涨1.8%，涨幅较高，明显超出往年季节性表现，而鲜菜价格则由于秋菜上市，价格由升转负，符合季节性表现。

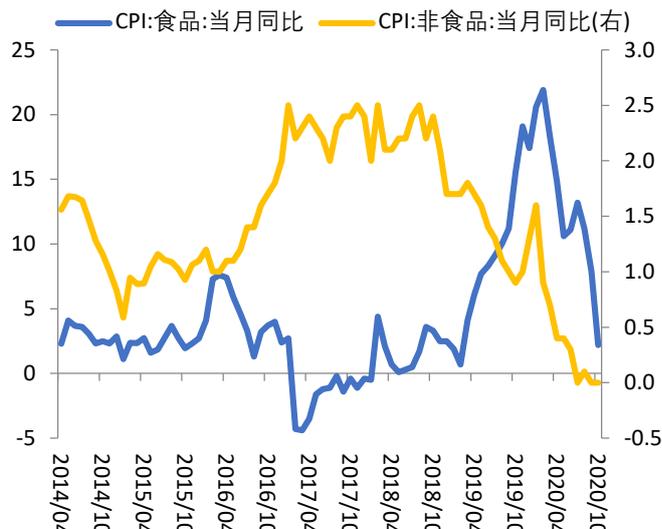
**核心通胀继续筑底，消费活动有所改善。**非食品价格增速同比零增长，并持平上月，其中仅有教育文化和娱乐分项表现好于季节性，其余分项表现仍然处于恢复阶段。旅游价格同比继续反弹，主要受到国庆中秋双节下居民出行旅游增多的提振；房租、衣着、生活用品与服务价格底部有所企稳，疫情影响逐步消退下居民线下消费活动改善，居住同比底部回升也反映就业市场有所改善。而受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别下降2.3%和2.6%，拖累交通和通信分项。

图1: CPI增速 (%)



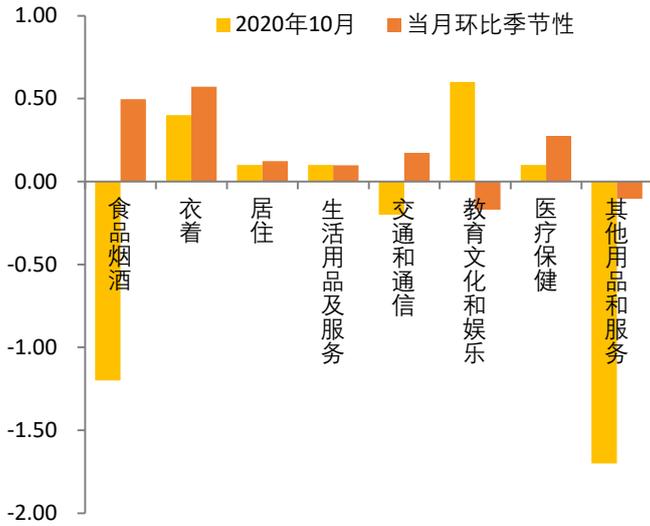
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图2: CPI食品和非食品分项增速 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 3: CPI 环比季节性 (%)



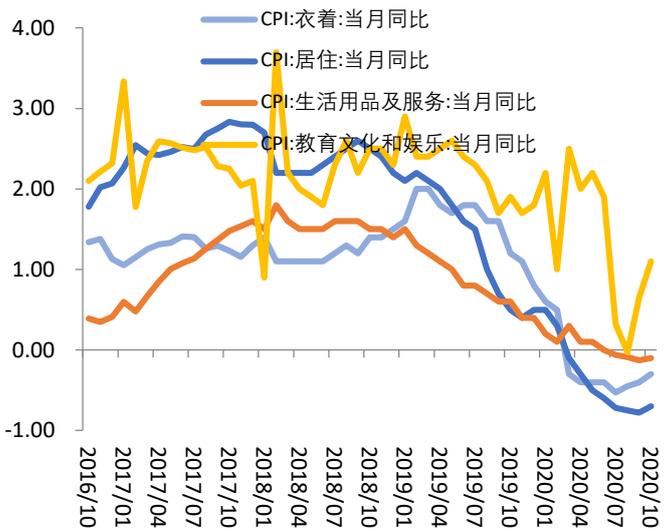
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 4: 猪肉价格贡献率转负 (%)



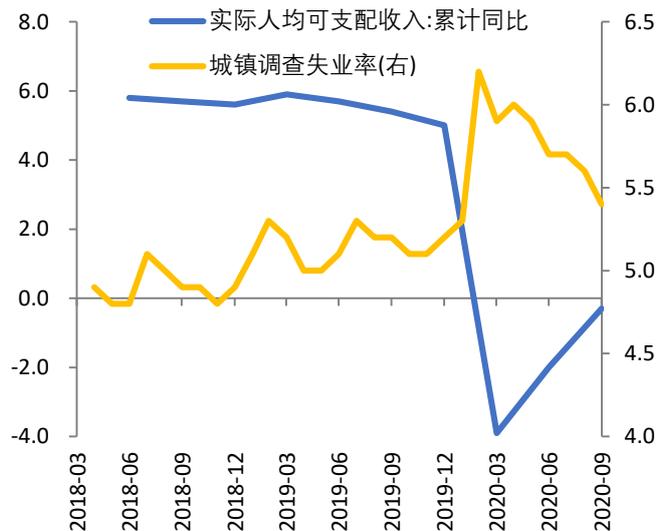
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 5: 房租、衣着等分项低位有所企稳 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 6: 高失业率叠加低收入增速, 终端需求较弱 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

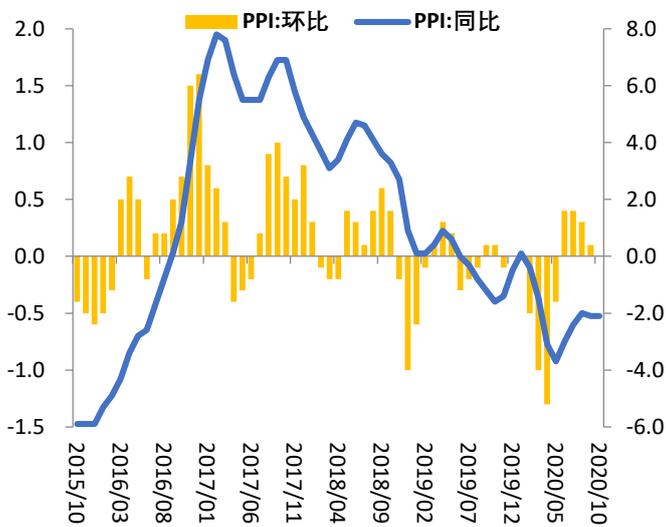
## 二、 PPI 环比持平, 食品价格拖累下游生活资料涨价

PPI 环比持平, 食品价格拖累下游生活资料涨价。10 月 PPI 同比-2.1%, 持平于前值,

环比持平，从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 12 个，比上月减少 3 个；下降的 18 个，减少 1 个；持平的 10 个，增加 4 个。上游生产资料价格回暖有所放缓，下游生活资料回落明显，受食品价格拖累。

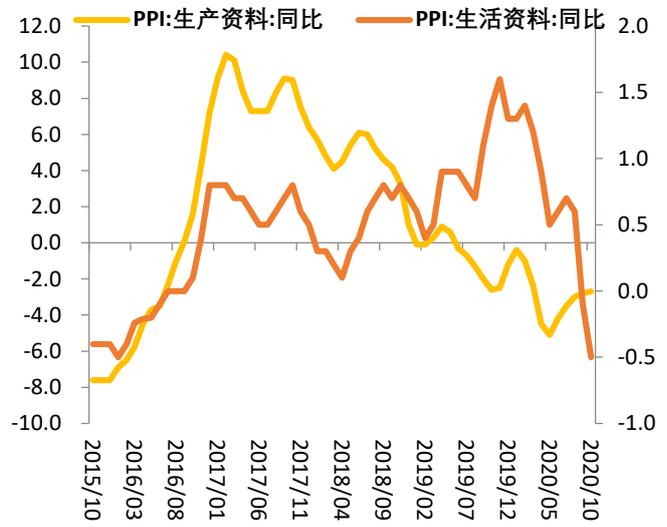
价格上涨行业逐渐分散化，上游的煤炭、黑色、非金属、化工等与下游的烟草、纺织、造纸等均出现涨价。分行业来看，受海外纺织产能向国内转移以及衣着类消费回暖影响，本月化纤产业链涨价明显，化学原料和化学制品制造业和化学纤维制造业涨幅居前；同时受北方气温下降影响，供暖需求增加提振煤炭开采行业上涨明显；海外疫情反复冲击经济恢复，国际原油价格震荡下行，石油相关行业价格跌幅居前，有色价格也有所走弱。

图 7: PPI 环比零增长, 同比降幅持平上月 (%)



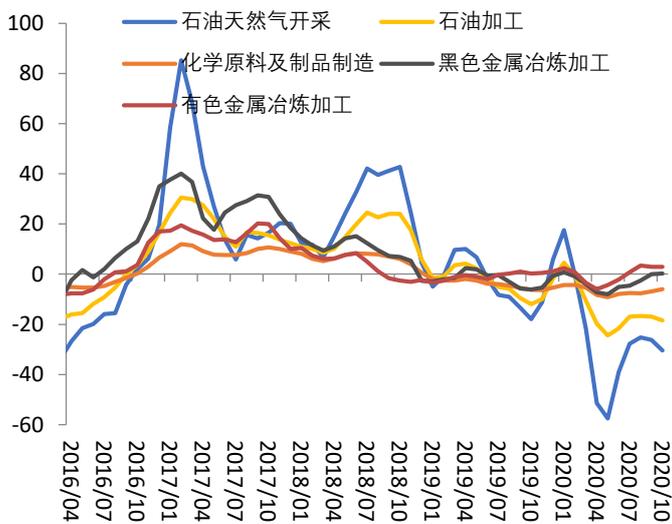
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 8: 生产资料回升放缓, 生活资料快速回落 (%)



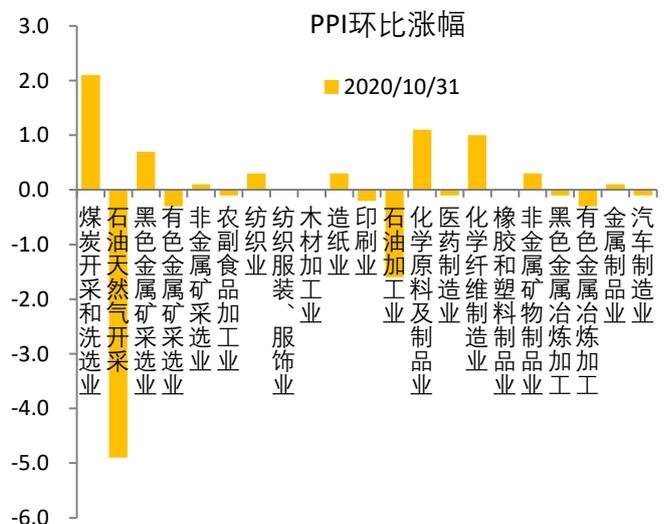
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 9: 石油产业链价格跌幅明显 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 10: PPI 价格上涨行业逐渐分散化 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

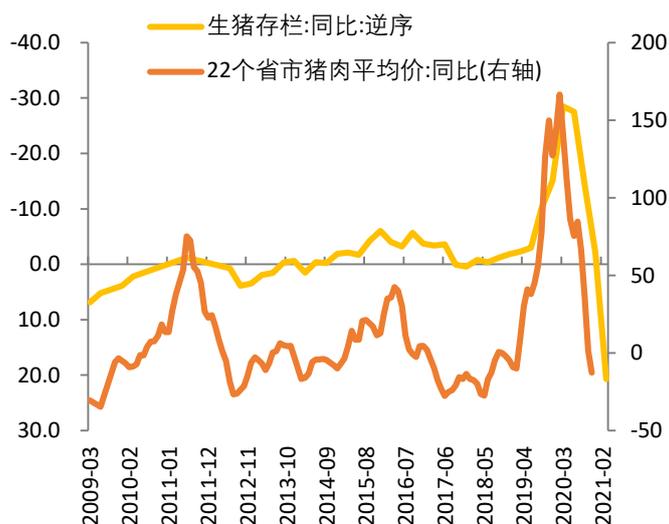
### 三、总需求仍待进一步修复，通胀并非当下主要矛盾

猪周期下行主导四季度 CPI 继续回落，年内 CPI 同比增速继续保持在 1% 以下，核心通胀继续筑底下总需求仍待进一步修复，CPI 明年 1 月份低点后或将逐步回升。随着生猪产能持续恢复，猪肉供给持续改善，猪周期进入下行区间，对 CPI 继续形成拖累，年内 CPI 同比增速继续保持在 1% 以下。而非食品方面，当前核心通胀仍在筑底，本月居住、衣着、生活用品与服务价格底部有所企稳，消费活动改善，总需求有待进一步修复，明年 CPI 在 1 月低点后或将逐步回升，明年上半年或进入温和再通胀环境。

海外经济修复带动外需回暖、以及疫苗进展强化修复预期仍然是未来需求回升的主线，PPI 同比回归温和上升趋势。11 月上旬 CRB 工业品价格有所反弹，或将拉动 PPI 同比降幅逐渐收窄，未来随着疫苗进展强化海外经济修复节奏、以及原油减产协议延长提振油价，大宗商品涨价或仍持续。而受益于消费活动的修复，中下游行业也或小幅上涨，叠加 M1 增速的上行，对后续 PPI 的走势起到了一定的支撑。不过由于受到地产政策收紧和广义财政收敛影响，地产和基建投资趋弱，PPI 回升趋势或仍温和。

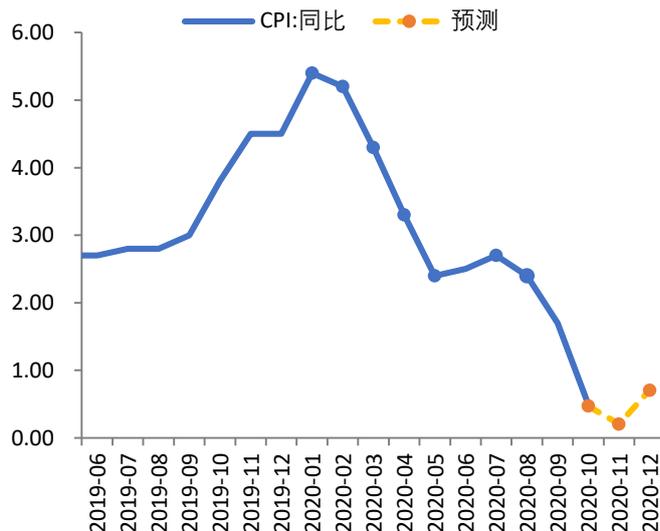
当前通胀仍非当下主要矛盾，CPI 同比向下呈现暂时性通缩状态、PPI 有望降幅温和收窄，明年一二季度或受基数效应影响上行，但核心需求仍待进一步修复下通胀压力有限，货币政策制约较小，货币政策保持中性，杠杆率、房价、汇率等更值得关注。

图 11: 生猪存栏明显回升 (%，左轴逆序)



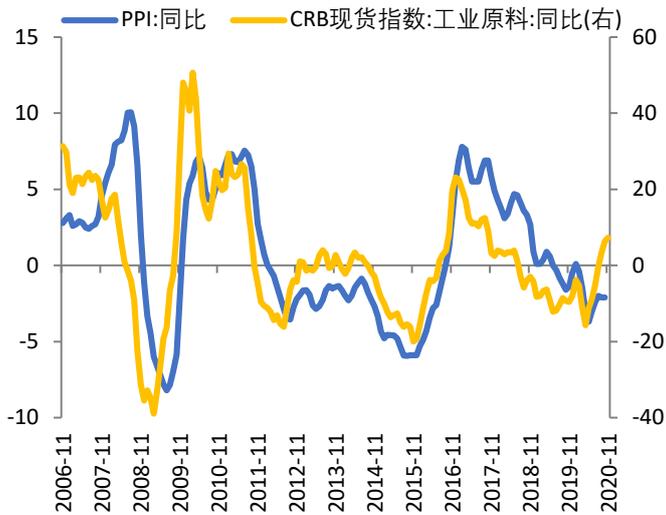
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 12: 年内 CPI 同比增速继续保持在 1% 以下 (%)



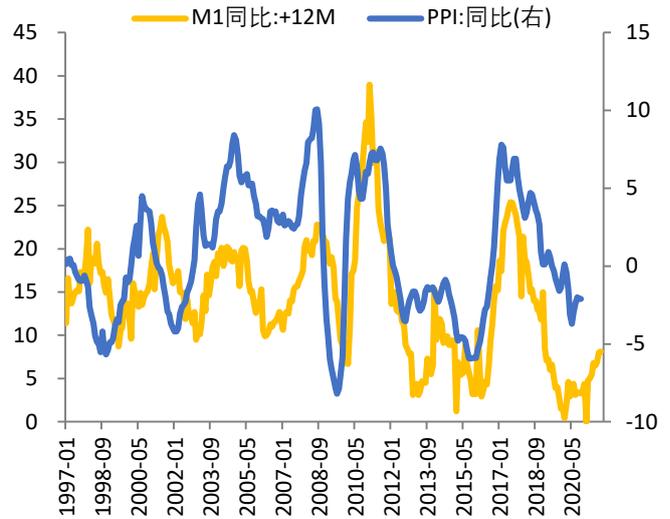
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 13: CRB 工业原料现货指数反弹 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 14: M1 增速上行带动 PPI 回升 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

## 四、风险提示

疫情二次爆发超预期, 货币政策收紧超预期

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。