

债券研究报告

东北固收 8 月物价数据点评：猪通胀方兴未艾，广义价格的回升是债市未来的风险

报告摘要：

事件：2019 年 9 月 10 日，国家统计局公布 2019 年 8 月份 CPI 和 PPI 相关数据：（1）8 月 CPI 同比增长 2.8%，高位维持，与前值一致，超出市场预期 2.6%。（2）8 月 PPI 同比-0.8%，前值-0.3%，降幅扩大。

整体而言，8 月 CPI 超预期高位维持，主要是由于猪肉价格异常增长所带动的食品项结构性增长。PPI 同比跌幅扩大，环比跌幅收窄，主要原因是经济下行压力下，工业领域的不景气所致。

展望后期：CPI 方面，猪肉价格增长所带动的肉类价格普涨是造就 CPI 高位维持的主要原因。此次的猪肉价格异常增长主要原因是因为非洲猪瘟叠加猪周期所导致的供给减少，就目前而言对猪肉价格的控制还没有行之有效的手段，加之生猪存栏量及能繁母猪存栏量环比持续负向增长，存栏数据屡创新低，二者数据领先猪肉价格 8 个月，叠加明年初的春节效应，所以我们预测猪肉价格仍将持续增长至明年一季度，在这种猪肉价格异常变动所导致的 CPI 结构性增长中，根据我们的测算，12 月份 CPI 有破 3 的风险，2020 年一季度 CPI 在 3.5 上下可能成为常态。结构性 CPI 高增虽然并不是普遍的物价回升，但也会对债市产生不利影响。

PPI 方面：PPI 自 17 年初以来，一直震荡维持下行趋势，上月为近 3 年内首次同比转负，8 月 PPI 同比降幅扩大，环比降幅收窄。主要原因是工业领域的不景气，国内外经济下行压力，以及国际贸易的不确定性影响，内外需疲软，工业生产走弱，预计 PPI 短期仍持续通缩，负值区间变动，但年底有望回正。

CPI 和 PPI 的分化对债市的影响：物价指数如果抬升，对于债市的影响无疑是不利的，但是如果物价指数中 CPI 不断抬升，而 PPI 依旧下行，对债市的影响又如何呢？2006 年 6 月-2007 年 6 月期间，PPI 从 3.6 逐步回落至 2.4，而 CPI 则从 1 迅速抬升至 4，这一阶段债市出现了调整；2015 年 1 月至 2016 年 2 月，PPI 从-3 下行到-5 的水平，而 CPI 则从 0.8 回升至 2.3，这一阶段债市为大涨。我们倾向于认为，当 CPI 运行在较高水平（3 以上）且回升速度较快时，PPI 即使回落，债市也会调整，当 CPI 回升幅度不大同时 PPI 下行时，债市不太容易受物价回升的影响。目前 CPI 已经回升到不低的水平，且预计 12 月和明年 1 季度回升到 3.5 水平，货币政策宽松空间势必受到挤压。

相关报告

《东北证券 7 月物价指数点评及债市分析：CPI 高位攀升已至顶点，PPI 同比转负仍有下行压力》

2019-8-10

《东北证券 6 月物价指数点评及债市分析：CPI 高位维持不变，PPI 同比收零仍有下行空间》

2019-7-10

《东北证券 5 月物价指数点评及债市分析：CPI 新高鲜果领跑，PPI 回落三季度仍有下行空间》

2019-6-12

《东北证券 4 月物价指数点评及债市分析：猪价助力 CPI 回升，油价难升 PPI 难继》

2019-5-12

《东北证券 3 月物价指数点评及债市分析：物价指数双双下行，价格低位难助经济》

2019-4-12

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenh@nesc.cn

目 录

1. CPI 高位维持，猪肉价格高增是主因	3
1.1. 同比角度.....	3
1.2. 环比角度.....	3
2. PPI 持续下行，工业领域不景气是主因。	4
2.1. 同比角度.....	4
2.2. 环比角度.....	5
3. 物价展望：4 季度末 CPI 将破 3，翘尾因素 PPI 望小幅回暖.....	5

事件:

2019年9月10日,国家统计局公布2019年8月份CPI和PPI相关数据:(1)8月CPI同比增长2.8%,高位维持,与前值一致,超出市场预期2.6%。(2)8月PPI同比-0.8%,前值-0.3%,降幅扩大。

对此,我们点评如下:

1. CPI 高位维持,猪肉价格高增是主因

统计局公布的CPI数据显示:8月CPI同比增长2.8%,与7月数据相同,超预期高位维持,与市场预期高位回落相悖。8月CPI环比收于0.7%,较上月0.4%有所上涨。

从同比角度看:食品项同比增长10%,较7月上行0.90%。非食品项同比增长1.10%,较7月下行0.2个百分点,食品项仍然系主要上行分项,再次创近年来高点,在非食品项同比持续下行的情况下,食品项同比的迅速飙升是CPI高位维持的根本原因。

环比角度上:8月CPI环比收于0.7%,较前值增幅扩大0.3个百分点。从大分类上来看,食品项的环比收于3.2%,高于7月环比增速2.3个百分点。非食品项环比收于0.1%,增速较7月回落0.2个百分点。猪肉涨价所带动的食品项的异常增长是CPI环比增幅扩大的主要原因。

1.1. 同比角度

同比来看,与7月相比,8月CPI高位超预期维持,主要系猪肉所带动的畜肉类价格的异常增长以及鲜果鲜菜的同比的高位回落所致。

食品项各分项中:猪肉当月同比收于46.7%,较上月的27%高位增长19.7%,由于猪肉牛肉羊肉所存在的替代性,猪肉价格的异常增长也带动了牛肉羊肉价格的增长,由此畜肉类价格同比收于30.9%,较上月增幅12.7%,在鲜果同比回落15.1个百分点,鲜菜同比回落6个百分点等的共同作用下,本月食品项同比收于10%,系CPI同比超预期高位维持2.8%的主要原因。

非食品项中,交通工具燃料8月同比-10.2%,较上月同比下行1.2%,与7月相同,该项仍然是是非食品项中下行最大的分项,主要原因是8月油价相比于去年同期下行。

1.2. 环比角度

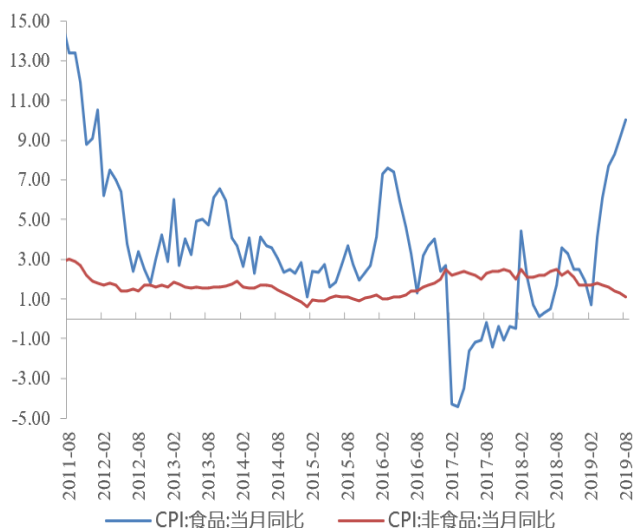
环比来看,8月CPI环比收于0.7%,增速较7月(-0.4%)有所上涨,从大分类上来看,食品项的环比收于3.2%,较7月的环比(0.9%)增长2.3个百分点。非食品项环比收于0.1%,较前值(0.3%)回落0.2个百分点。

在食品项各分项中,猪肉环比增长收于23.1%,较前值7.8%增幅高达15.3%,由于肉类之间的可替代性,猪肉价格的异常增长也带动了其他肉类价格增长,其中牛肉环比涨幅4.4%,羊肉环比涨幅2%,禽肉环比涨幅3%。猪肉异常增长的主要原因是非洲猪瘟叠加猪周期所导致的猪肉供给大幅减少,根据我们的测算,生猪存栏与能繁母猪存栏数据在领先8个月的情况下与猪肉价格有较强负相关性,二者数据的历史性低位,是推动猪肉价格历史性高位的根本原因。

而鲜果8月环比增速收于-10.1%,较上月降幅扩大3.9个百分点,原因是秋季来临,水果供应上涨,相应价格下跌。肉类价格及鲜果价格是食品项变动的主要因素,在多种因素作用下,8月食品项环比收于3.2%,较上月涨幅2.3个百分点,是CPI 8月环比增幅扩大的主要原因。

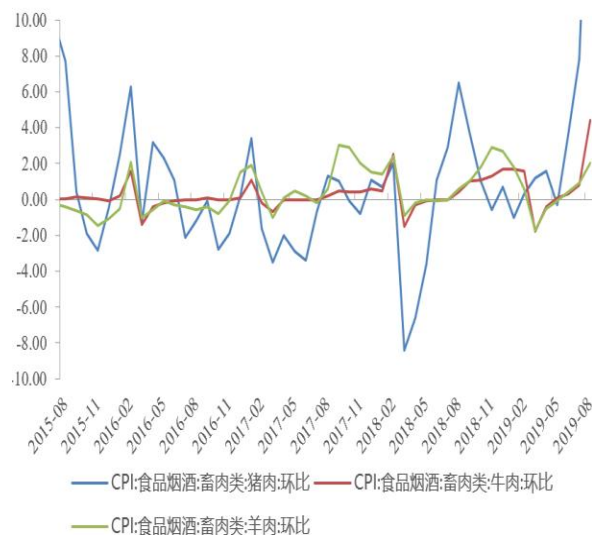
在非食品各分项中，旅游环比增速收于 0.2%，较上月降幅高达 7.3%，为本月降幅之最，主要是因为上月的高基数（7.5%）所导致，8 月过后 9 月临近开学，该分项必将大幅下行，甚至有可能转负。

图 1：食品项与非食品项同比比较（单位：%）



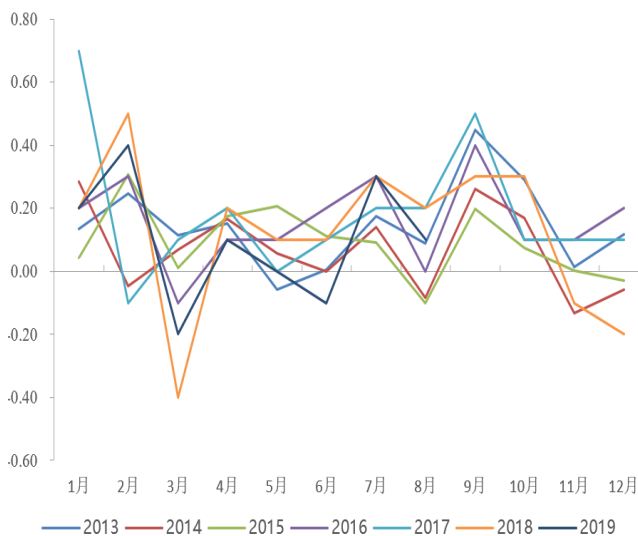
数据来源：东北证券，Wind

图 2：猪肉环比上行（单位：%）



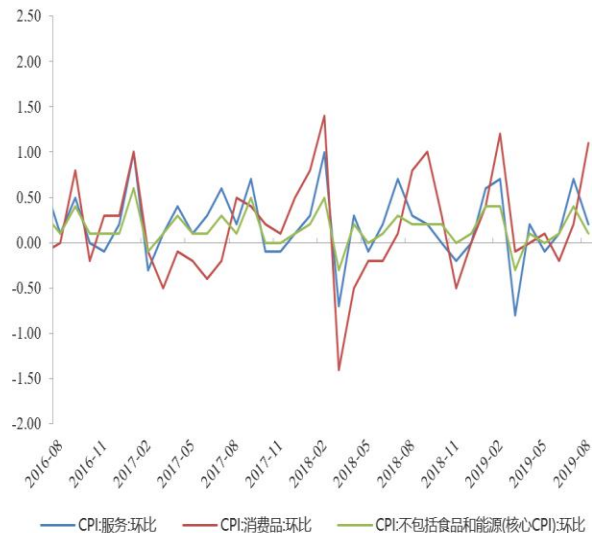
数据来源：东北证券，Wind

图 3：非食品价格各月环比涨幅年度对比（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

图 4：核心 CPI、消费品、服务环比变动（单位：%）



数据来源：东北证券，Wind

2. PPI 持续下行，工业领域不景气是主因。

8 月 PPI 同比收于-0.8%，相较于前值下行 0.5 个百分点。8 月 PPI 环比收于-0.1%，较上月回升 0.1 个百分点。

2.1. 同比角度

从同比上看：PPI 同比收于-0.8%，较前值持续下行，跌幅扩大 0.5 个百分点。

两大分项同比全线下滑是 PPI 同比跌幅扩大 0.5 个百分点的原因，其中生产资料同比收于-1.3%，较前值（-0.7%）下行 0.6 个百分点，生活资料当月同比收于 0.7%，较前值（0.8%）下行 0.1 个百分点。

各分项中生产资料的同比下行主要是因为采掘工业，原材料工业，加工工业三分项同比全线下行，分别下行 0.4，0.6，0.6 个百分点，主要是由于煤炭水泥钢铁价格下跌。施工景气可能逐步见顶，房地产施工相关产品价格不容乐观。

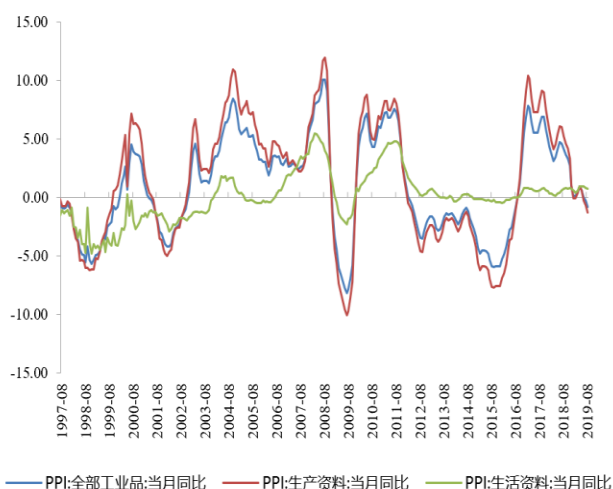
生活资料下行幅度较小，主要原因仍然是在其他细分项全线下行时猪肉涨价所导致的生活资料食品类同比收于 2.6%，较上月涨幅 0.6 个百分点。

2.2. 环比角度

从环比上看：PPI 环比收于-0.1%，较前值回升 0.1 个百分点。PPI 的环比回暖主要是因为两大分项生产资料和生活资料全线上涨，其中生活资料环比收于-0.2%，较上月涨幅 0.1 个点，生活资料环比收于 0.2%，较上月涨幅 0.2 个百分点。

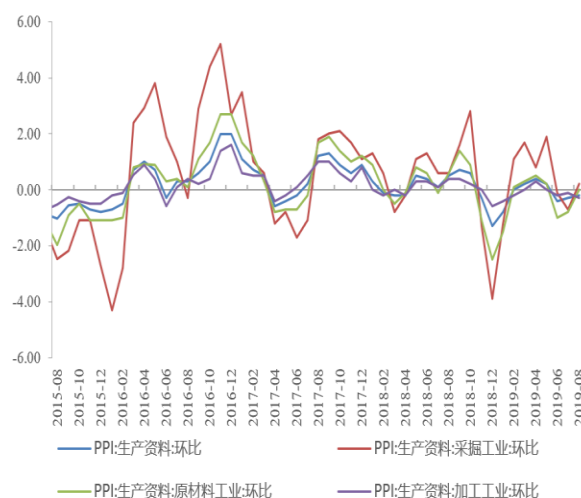
各分项中，采掘工业环比增幅 0.9 个百分点，原材料工业环比增幅 0.8 个百分点是造就生产资料环比上涨的主因。而采掘工业，原材料工业的环比增长主要是因为有色金属价格的增长，根据我们的监测，国内有色金属期货结算价格普遍上涨，其中镍的价格环比涨幅高达 15%，白银涨幅 11.14%，黄金涨幅 8.7%。猪肉价格的快速增长促使生活资料的食品类环比收于 0.8%，这也是造就生活资料环比涨幅 0.2 个百分点的原因。

图 5：PPI、PPI 生产资料、生活资料同比



数据来源：东北证券，Wind

图 6：PPI 生产资料分项环比



数据来源：东北证券，Wind

3. 物价展望：4 季度末 CPI 将破 3，翘尾因素 PPI 望小幅回暖

整体而言，8 月 CPI 超预期高位维持，主要是由于猪肉价格异常增长所带动的食品项结构性增长。PPI 同比跌幅扩大，环比跌幅收窄，主要原因是经济下行压力下，工业领域的不景气所致。

展望后期：CPI 方面，猪肉价格增长所带动的肉类价格普涨是造就 CPI 高位维持的主要原因。此次的猪肉价格异常增长主要原因是因为非洲猪瘟叠加猪周期所导致的供给减少，就目前而言对猪肉价格的控制还没有行之有效的手段，加之生猪存栏量及能繁母猪存栏量环比持续负向增长，存栏数据屡创新低，二者数据领先猪肉价格 8 个月，叠加明年年初的春节效应，所以我们预测猪肉价格仍将持续增长至明年

一季度，在这种猪肉价格异常变动所导致的 CPI 结构性增长中，根据我们的测算，12 月份 CPI 有破 3 的风险，2020 年一季度 CPI 在 3.5 上下可能成为常态。结构性 CPI 高增虽然并不是普遍的物价回升，但也会对债市产生不利影响。

PPI 方面：PPI 自 17 年初以来，一直震荡维持下行趋势，上月为近 3 年内首次同比转负，8 月 PPI 同比降幅扩大，环比降幅收窄。主要原因是工业领域的不景气，国内外经济的下行压力，以及国际贸易的不确定性影响，内外需疲软，工业生产走弱，预计 PPI 短期仍持续通缩，负值区间变动，但年底有望回正。

CPI 和 PPI 的分化对债市的影响：物价指数如果抬升，对于债市的影响无疑是不利的，但是如果物价指数中 CPI 不断抬升，而 PPI 依旧下行，对债市的影响又如何呢？2006 年 6 月-2007 年 6 月期间，PPI 从 3.6 逐步回落至 2.4，而 CPI 则从 1 迅速抬升至 4，这一阶段债市出现了调整；2015 年 1 月至 2016 年 2 月，PPI 从 -3 下行到 -5 的水平，而 CPI 则从 0.8 回升至 2.3，这一阶段债市为大涨。我们倾向于认为，当 CPI 运行在较高水平（3 以上）且回升速度较快时，PPI 即使回落，债市也会调整，当 CPI 回升幅度不大同时 PPI 下行时，债市不太容易受物价回升的影响。目前 CPI 已经回升到不低的水平，且预计 12 月和明年 1 季度回升到 3.5 水平，货币政策宽松空间势必受到挤压。

表 1：CPI 以及 PPI 各项环比及二者翘尾效应汇总

	2018 年				2019 年								
环比	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	变动
CPI: 环比	0.70	0.20	-0.30	0.00	0.50	1.00	-0.4	0.1	0	-0.10	0.40	0.70	升
CPI: 食品	2.40	-0.30	-1.20	1.10	1.60	3.20	-0.9	-0.1	0.20	-0.30	0.90	3.20	升
CPI: 猪肉	3.70	1.00	-0.60	0.70	-1.0	0.30	1.2	1.6	-0.30	3.60	7.80	23.10	升
CPI: 鲜菜	9.80	-3.50	-12.30	3.70	9.10	15.70	-2.6	-4.5	-7.90	-9.70	2.60	2.80	升
CPI: 鲜果	6.40	1.90	3.70	1.90	2.30	5.40	0.3	2.6	10.10	5.10	-6.20	-10.10	降
CPI: 非食品	0.30	0.30	-0.10	-0.20	0.2	0.4	-0.2	0.1	0	-0.10	0.30	0.10	降
CPI: 衣着	0.70	0.80	0.50	0.10	-0.30	-0.20	0.6	0	0.10	-0.10	-0.40	-0.30	升
CPI: 交通和通信	0.30	0.60	-1.00	-1.90	0.00	1.00	-0.3	0	0	-0.70	0.10	-0.20	降
CPI: 医疗	0.30	0.30	0.30	0.10	0.40	0.30	0.1	0.1	0.10	0.30	0.30	0.30	

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10179

