

CPI 超预期的背后

——8月通胀数据点评

基本结论

- **事件：**统计局公布：8月CPI同比上涨2.8%，前值2.8%；PPI同比下降0.8%，前值-0.3%。我们点评如下：
- 8月份CPI同比上涨2.8%，与上月持平，食品项上涨(+10.0%)是推动CPI上升的主要因素，特别是猪肉和鲜果。食品项环比高于季节性，主要来自猪肉价格上涨。猪肉价格环比涨幅再创新四年新高，并带动其他肉类价格上涨；时令鲜果大量上市，鲜果价格环比开始回落。
- 受油价下滑影响，非食品项同比上涨1.1%，较上月减少0.2%，再创新低。具体来看，交通工具用燃料同比下滑10.2%依然是主要拖累。
- 8月份PPI同比下降0.8%，高基数、前期油价下跌和需求不振仍是主因。环比-0.1%，有所回升。主要行业中，黑色金属冶炼及压延加工业、汽车制造业由涨转跌，有色金属冶炼涨幅扩大。40个工业行业大类中，价格上涨的为14个，比上月减少4个。
- **预测：**从近期高频数据看猪肉价格涨势有所放缓，高基数下9月份猪肉价格涨幅可能低于8月份。近期鲜果价格已经回复正常价位，蔬菜价格走势平稳。9月CPI同比要达到3%以上，意味着CPI环比值至少达到0.9%，可能性不大。我们初步预计9月CPI增速或为2.7%。尽管部分大宗商品价格有所回升，但需求疲弱意味着涨幅有限，预计9月份PPI同比降幅进一步扩大。
- **债市策略：**核心CPI在本月进一步回落到1.5%，显示总需求继续转弱，通胀压力依旧是结构性的。尽管9、10月CPI读数走低，但年底破3的可能性较大，近期可以关注央行对通胀问题的表态。当前债市牛平特征明显，短端利率难以下行，降准对债市的边际利好刺激有限。经济基本面下行趋势延续，市场存在货币政策进一步宽松（降息）的预期。月内需要关注9月17日MLF续作、9月19日公开市场操作的可能变化。
- **风险提示：**货币宽松不及预期，债市波动加大。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

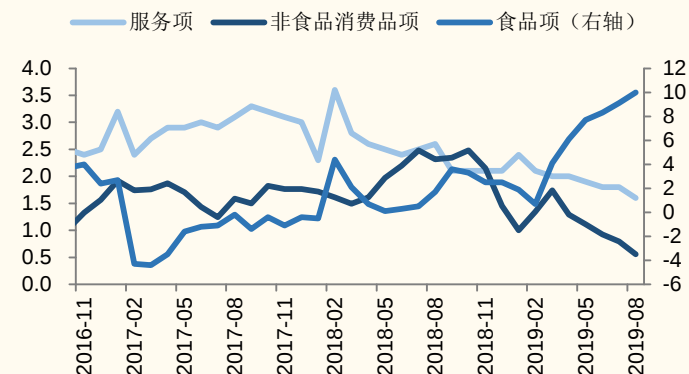
肖雨 分析师 SAC 执业编号：S1130519050001
xiaoyu@gjzq.com.cn

事件：统计局公布：8月CPI同比上涨2.8%，前值2.8%；PPI同比下降0.8%，前值-0.3%。我们点评如下：

1. CPI：食品项上涨仍为主要因素

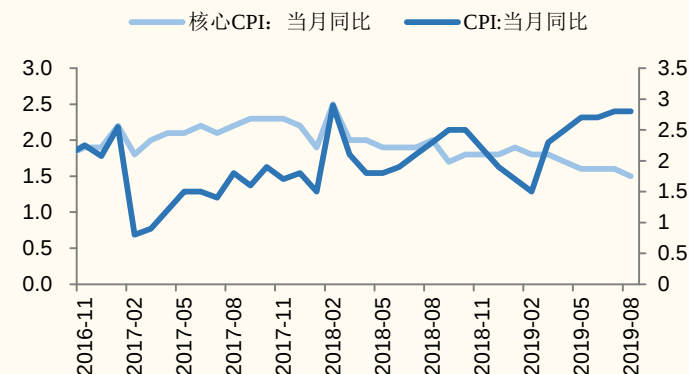
8月CPI同比2.8%（前值2.8%），高于预期值2.6%，年内高位，与上月持平；环比上涨0.7%，高于季节性。核心CPI同比降至1.5%，经济景气度下降。三分法来看：食品项同比进一步上升至10.0%，拉动CPI上涨约1.96个百分点；非食品消费项同比0.55%，拉动CPI约0.24个百分点；服务项同比1.6%，拉动CPI约0.60个百分点。

图表1：三分法CPI分项走势（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：核心CPI小降（%）



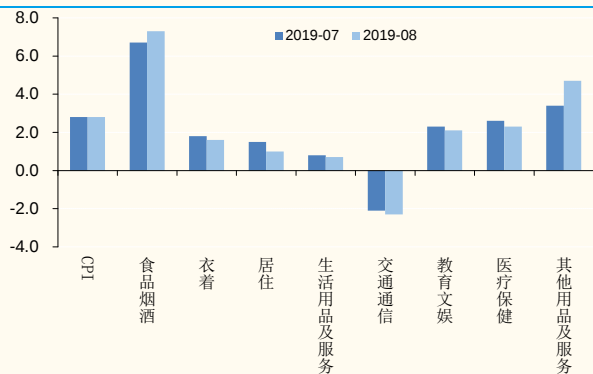
来源：Wind，国金证券研究所

食品项是8月份CPI同比上涨的主要因素，其中猪肉与鲜果为食品项同比的主要拉动因素。猪肉价格同比上涨46.7%，对CPI同比拉动为1.08%，鲜果价格同比上涨24%，对CPI同比拉动为0.39%，鲜果与猪肉合计拉动CPI约1.47%。其余食品分项对CPI同比拉动不大：肉类普涨，牛肉、羊肉同比分别上涨12.3%、12.5%，合计拉动CPI上涨0.23%，禽肉类上涨9.6%，拉动CPI约0.12%；鸡蛋价格上涨3.6%，拉动CPI约0.02%；粮食上涨0.7%，拉动CPI约0.01%；鲜菜价格则回落，同比下降-0.8%，拉动CPI约-0.02%。

环比来看，食品价格上涨3.2%，高于季节性。猪肉供给问题还未缓解，8月份猪肉价格继续上涨，也带动其他肉类价格出现较高的环比涨幅。鲜果价格则因时令原因供给增加，价格下跌；鲜菜价格也因季节原因有所上升。具体来看，畜肉类价格上涨15.0%（其中猪肉价格环比上涨23.1%，牛肉与羊肉环比分别上涨4.4%与2.0%），禽肉类价格上涨3.0%，鸡蛋价格环比上涨5.0%，鲜菜价格环比上涨2.8%，水产品价格上涨0.9%，鲜果价格下降10.1%。

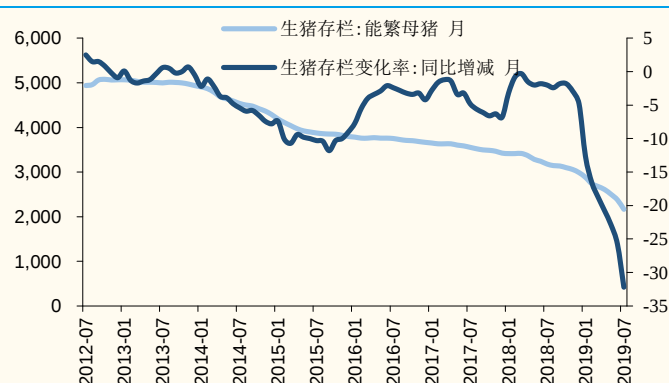
非食品项同比增长1.1%，延续3月份以来的回落态势，达到三年来最低值。分大类来看，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别同比上涨4.7%、2.3%和2.1%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别同比上涨1.6%、1.0%和0.7%；受前期国际油价下滑以及国内成品油调价影响，交通和通信价格同比下降2.3%，其中的子项交通工具用燃料下滑10.2%。环比来看，其他分项也基本稳定，交通工具燃料价格下滑1.1%，低于季节性。

图表 3: CPI 同比涨跌结构



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 7 月能繁母猪数量仍未见底

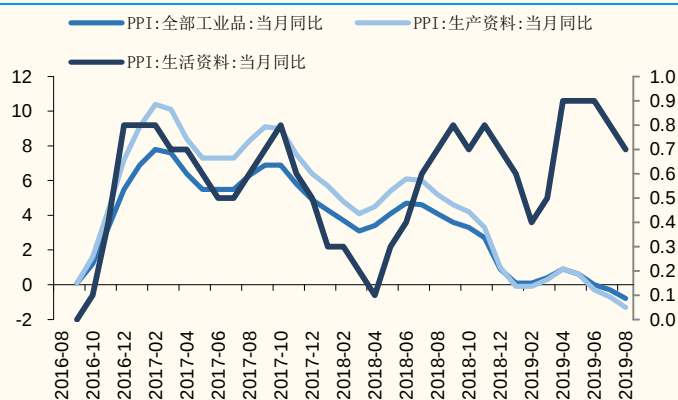


来源: Wind, 国金证券研究所

2. PPI: 同比下降, 环比降幅收敛

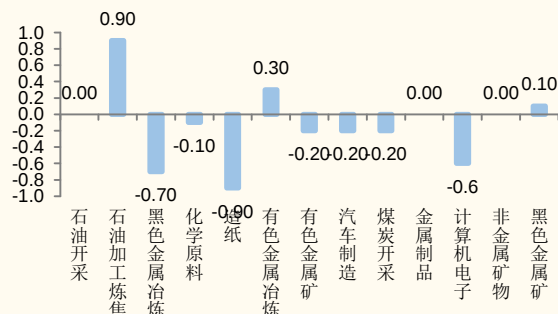
8 月 PPI 同比下降 0.8%, 环比下降 0.1%。据测算, 在 8 月份的同比涨幅中, 去年价格变动的翘尾影响约为-0.21 个百分点, 新涨价影响约为-0.6 个百分点。新涨价因素影响自 5 月份开始持续负增, 但环比负增呈收窄态势。从分项来看, 生产资料价格本月同比-1.3%, 上月-0.7%; 生活资料价格本月同比 0.7%, 上月 0.8%; 环比来看, 生产资料跌-0.2%, 生活资料涨 0.2%。从行业环比来看, 黑色金属冶炼及压延加工业、汽车制造业由涨转跌, 分别为-0.7%与-0.2%; 计算机通信业由上月-0.5%下落到-0.6%; 有色金属冶炼涨幅扩大, 为 1.3%; 石油加工、炼焦及核燃料加工业由跌转涨, 为 0.9%。40 个工业行业大类中, 价格上涨的为 14 个, 比上月减少 4 个。

图表 5: 8 月 PPI 同比下滑 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 8 月主要工业行业 PPI 环比变化 (%)

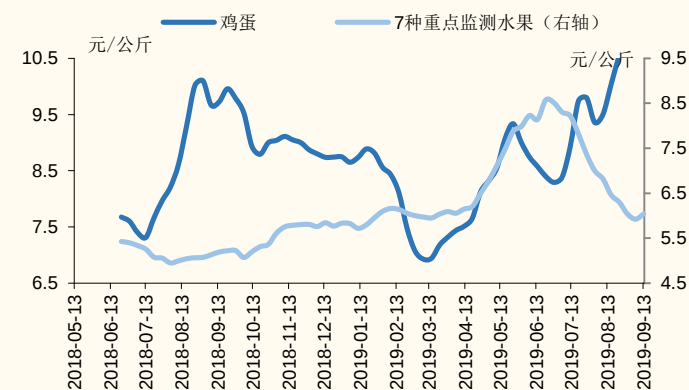


来源: Wind, 国金证券研究所

3. 预测: 9 月 CPI 同比涨幅小幅回落, PPI 同比继续回落

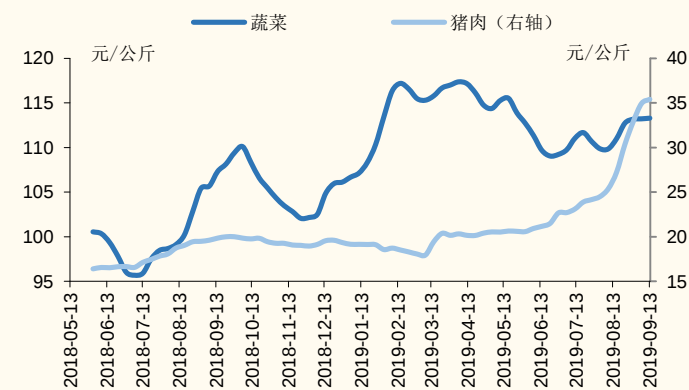
8 月 CPI 同比主要还是肉类与鲜果价格拉动, 而环比增速主要是猪肉价格拉动。目前来看, 猪肉方面, 供给端的问题短期难以缓解, 后期猪价上涨压力仍然较大, 但牛羊肉以及禽肉的替代作用已经从价格中反应出来。从主要食品分项来看, 9 月鲜果价格环比会有一定季节性反弹, 不过鲜果价格已经回归正常价位, 预计对同比拉动贡献较低, 蔬菜价格历史来看 9 月环比涨跌不一, 所以关键在于肉价。仅从近几周的高频数据来看, 猪肉价格涨势趋缓, 高基数下 9 月份猪肉价格涨幅可能低于 8 月份。9 月份 CPI 同比要达到 3%以上, 则 CPI 环比值至少要接近 0.9%, 以本月 0.7%的环比增速和结构来看, 可能性不大。

图表 7：近期水果与鸡蛋价格



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：近期猪肉和蔬菜价格走势

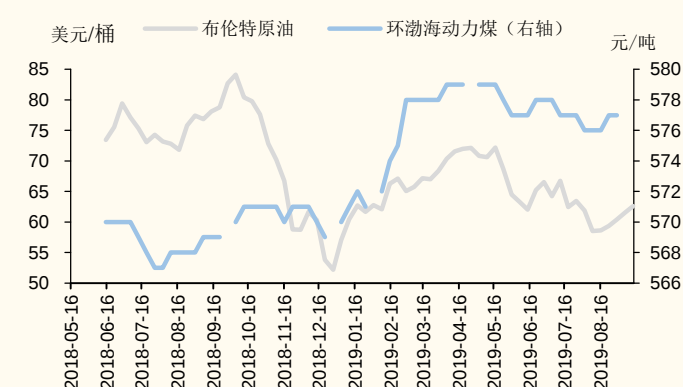


来源：Wind，国金证券研究所

从历史环比均值来看，去年 9 月、10 月的环比值属于历史较高水平，11 月、12 月的环比值则属于历史较低水平，按此规律，今年 9 月、10 月的 CPI 将会小幅回落，11、12 月份应该有再度冲高甚至破 3 的风险。我们预计 9 月 CPI 增速为 2.7%。

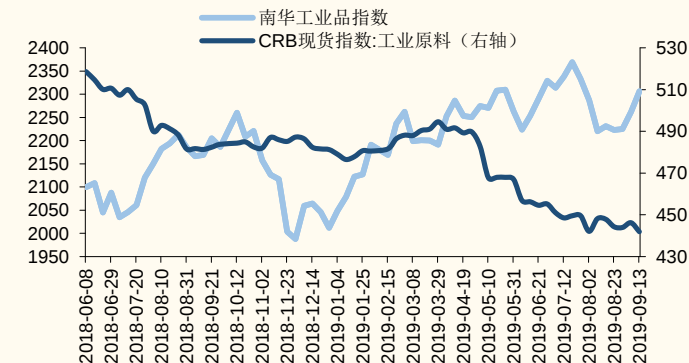
8 月 PPI 受基数效应影响同比有所回落。高频数据来看，8 月末以来，煤炭以及原油价格有所回升，南华工业品指数回到 500 以上，LME 基本金属价格指数近期走势也有所回升，CRB 工业原料现货指数则保持自 4 月份以来连续下降的态势。目前来看 9 月 PPI 环比或有企稳的可能性。不过，去年 9 月 PPI 环比值较高，我们预计 9 月份 PPI 同比仍将回落。

图表 3：原油与煤炭价格



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：南华工业品指数与 CRB 指数



来源：Wind，国金证券研究所

4. 债市策略

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_10208

