



8 月价格数据点评

政策宽松方向确定

8 月 CPI 同比增长 2.8%，PPI 同比下降 0.8%。CPI 与 PPI 分化趋势延续。
9 月 6 日央行全面降准给出宽松信号，后续 MLF 利率下调以引导利率下行是大概率事件。

- 8 月 CPI 同比上涨 2.8%，核心 CPI 上涨 1.5%。食品价格继续推动 CPI 维持高位。8 月 PPI 同比下跌 0.8%，环比下跌 0.1%。CPI 与核心 CPI 分化，CPI 与 PPI 分化格局延续。
- 9 月 6 日央行全面降准给出宽松信号，货币政策更为关注 PPI 下行所显示出的需求弱势。在全球宽松背景下，后续 MLF 利率下调以引导利率下行是大概率事件。

相关研究报告

《固收市场点评》 20190909

《流动性跟踪》 20190909

《宏观经济周报（9.2—9.8）》 20190908

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

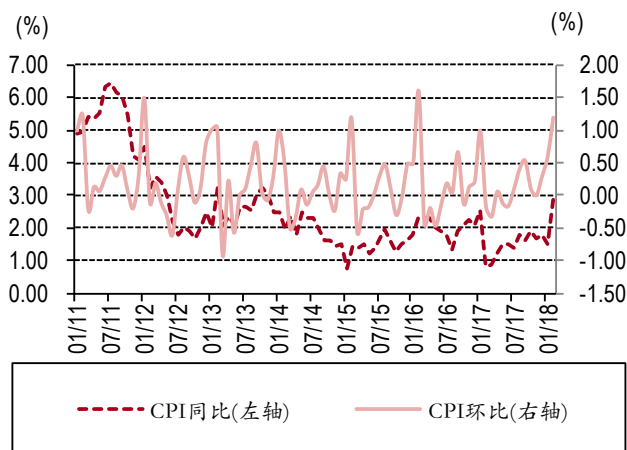
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

8 月 CPI 与 PPI 走势继续分化

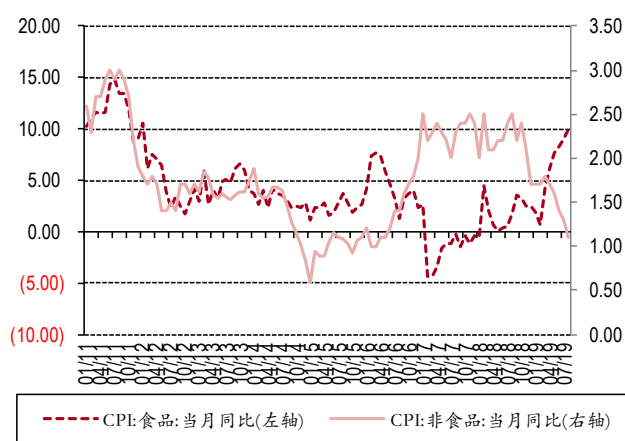
2019 年 8 月，CPI 同比上涨 2.8%，涨幅与上月持平；8 月 CPI 环比上涨 0.7%，环比涨幅较上月扩大 0.3 个百分点。从分项看，食品价格依然是推动 CPI 维持高位的主要因素。8 月食品价格同比上涨 10%，涨幅较上月扩大 0.9 个百分点；非食品价格同比上涨 1.1%，涨幅较上月收窄 0.2 个百分点。食品中，8 月猪肉价格同比上涨 46.7%，影响 CPI 上涨约 1.08 个百分点。

图表 1.8 月 CPI 维持高位



资料来源：万得，中银国际证券

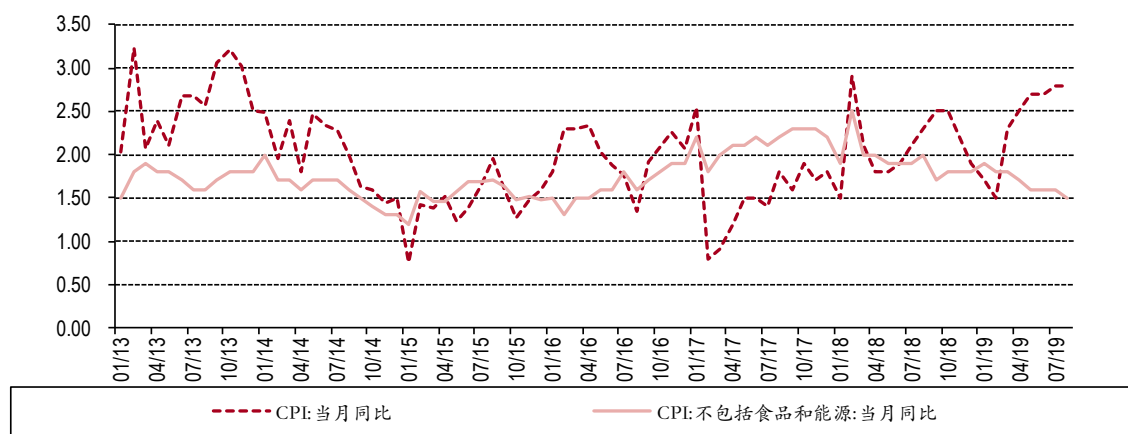
图表 2.8 月食品价格同比涨幅继续扩大



资料来源：万得，中银国际证券

在 CPI 维持高位的同时，8 月核心 CPI 继续走弱，同比上涨 1.5%，涨幅较上月收窄 0.1 个百分点，为 2016 年 5 月以来新低。

图表 3.8 月核心 CPI 走势继续走弱

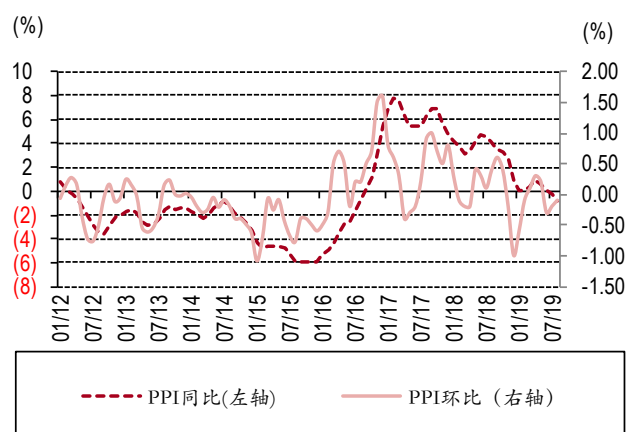


资料来源：万得，中银国际证券

2019 年 8 月，PPI 同比下降 0.8%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点；PPIRM 同比下降 1.3%，降幅较上月扩大 0.7 个百分点。8 月 PPI 环比下降 0.1%，PPIRM 环比下降 0.2%。

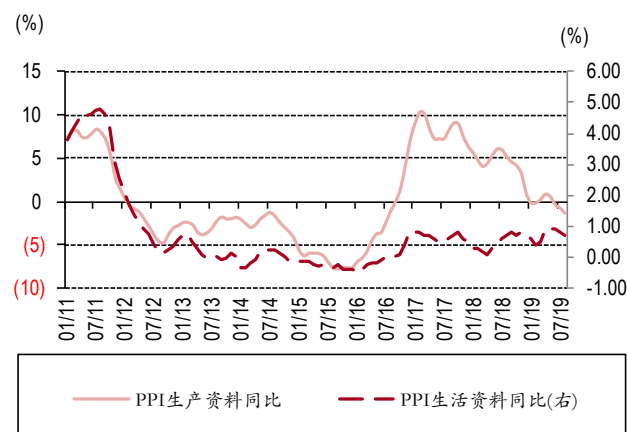
PPI 中，生活资料涨幅继续强于生产资料。生产资料价格同比下降 1.3%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点；环比下降 0.2%，环比降幅收窄 0.1 个百分点。生活资料价格同比上涨 0.7%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点；环比上涨 0.2%，环比涨幅扩大 0.2 个百分点。

图表 4. 8 月 PPI 继续走低



资料来源：万得，中银国际证券

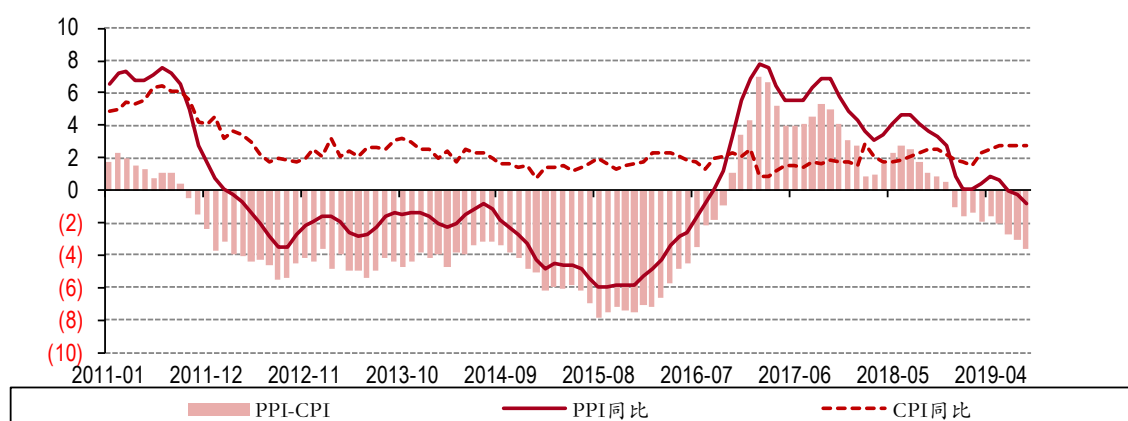
图表 5. PPI 生活资料强于生产资料



资料来源：万得，中银国际证券

综合看，8 月通胀数据维持了三个分化趋势：一是 CPI 和 PPI 走势继续分化；二是 CPI 和核心 CPI 走势继续分化；三是食品价格与非食品价格的分化。

图表 6. CPI 与 PPI 走势继续分化



资料来源：万得，中银国际证券

上述分化趋势来自当前成本端的食品价格上涨与需求端的弱势并存的局面。如我们此前所指出的，本轮 CPI 的上涨主要来自食品推动，其中尤其是供求失衡导致的猪肉价格的上涨。目前猪肉价格的上涨仍在延续，9 月初 22 省市猪肉平均价格为 36.61 元，较年初上涨超过 75%。尽管近期监管部门针对猪肉价格的上涨已经出台了多项措施，但政策焦点更多在于通过政策手段缓解猪肉价格上涨带来的民生压力。猪肉的供求缺口短期难有好转，并将继续推动 CPI 上行。我们预计年内 CPI 单月或触及 3% 的政策目标，全年 CPI 同比将维持在 2.5% 左右。

同时，核心 CPI 以及 PPI 的弱势显示，消费和投资需求整体仍处弱势。近期已经出台了多项刺激消费的政策，而个人所得税的削减也的确给提振消费支出留下了空间。然而，消费支出一方面受制于居民对未来收入的预期，另一方面受制于消费习惯等因素，变化相对平稳。因此，提振消费支出起到的更多是中长期效果，对于应对短期经济冲击效果并不明显。而从投资看，5 月以来，房地产融资政策逐步收紧，未来房地产投资增速将在资金约束下逐步回落；而制造业投资和基建投资增速仍维持在较低水平。8 月以来，中美贸易冲突进一步升级，目前双方虽约定 10 月重启谈判，但不确定性仍在。综合看，需求端的弱势难有明显改观，加之供给端支撑 PPI 的动力也明显减弱，我们预计 9 月 PPI 同比增速仍将继续下行，四季度才可能在基数作用下有所回升，但整体偏弱的格局不会改变。

综合看，上述通胀数据的分化预计仍将在年内延续。



政策宽松方向已定

CPI 与 PPI 走势的分化一度给市场对未来货币政策的判断造成了困扰。一方面，CPI 的上行给货币政策造成了制约；另一方面，工业品价格的低迷（需求的低迷）造成了企业盈利面临压力，需要货币政策维持宽松。而作为总需求调控政策，货币政策本身也很难对食品推动的通胀产生效果。

9 月 4 日国务院常务会议指出，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。9 月 6 日，央行宣布全面降准 0.5 个百分点。我们认为，本次全面降准，除了释放长期资金以支持实体经济外，更是明确了货币政策边际再度宽松的信号。

正如我们此前所指出的，总体上，PPI 的走势对央行货币政策是否变化更具意义，货币政策更多考虑的是工业品价格的低迷以及由此导致的盈利下行压力和“债务—通缩”循环的风险。

而全面降准，以及提前下达 2020 年地方债额度等政策的出台，也意味着稳定内需的力度再度加大。

当前，中美贸易冲突仍存不确定性，继 7 月降息后，尽管美联储一再强调美国经济表现尚好，但市场预期 9 月美联储将继续降息，欧洲央行大概率也会在 9 月继续下调利率。在全球宽松的背景下，国内货币政策空间打开，后续 MLF 利率下调，引导 LPR 下行是大概率事件。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_10209

