

宏观点评报告

2020年9月10日

需求仍然疲软，CPI 逐步回落，PPI 上行可能受阻

8月通胀点评

核心内容：

1、CPI 缓步回落

CPI 环比上行，核心 CPI 平稳，未来 CPI 走势以降为主，食品和非食品价格小幅波动。通胀环比小幅上行，食品和非食品价格上涨均有一定贡献。8月 CPI 环比上行，食品价格继续上涨：（1）猪肉价格上行 1.2%，综合畜肉类价格上行 1.4%；猪肉供给方面仍然紧张，天但上个月猪肉价格走高使得消费更加疲软；（2）蔬菜价格上行 6.4%，天气炎热制约了蔬菜产量，带来了蔬菜运输的不便，促使蔬菜价格季节性走高；（3）非食品价格小幅上行，车用燃料价格上行 0.3%，这是原油价格上行带动的，旅游和衣着价格仍然下跌，其他服务价格涨幅较大，后疫情时期对非食品价格影响较多。

2、猪肉供给仍然紧平衡，蔬菜季节性上涨

猪肉价格处于消费淡季，但供给冲击本月持续存在，未来猪肉价格变动仍然是影响 CPI 最重要的原因。整体来看，猪肉市场供给仍然不足，搜猪网价格显示，猪肉在经历集中出栏后，猪肉价格在 5 月下旬开始走高，整个 3 季度会继续上行。需求仍然没有起色，供给短期内好转也较为困难。生猪市场仍然受到非洲猪瘟的扰动，加之疫情带来的不确定性，全年供给仍然处于紧平衡，预计 4 季度猪肉需求上行，猪肉价格仍然可能上行。

8 月份蔬菜价格上行，蔬菜价格是季节性走高，小幅高于往年水平，但蔬菜价格走高在 7 月份已经开始，比往年的涨价周期提前。天气炎热蔬菜生长放缓，加之运输保存价格上行，蔬菜产量受到影响。9 月份预计蔬菜价格会相对平稳，蔬菜价格会在十一过后顺势走低。

3、未来 CPI 以降为主

8 月份 CPI 环比上行，主要是供给端的影响。消费价格比上月上行，服务类价格保持平稳，核心 CPI 本月保持平稳，我国现阶段没有通胀忧虑。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，尤其是 2019 年下半年猪肉价格快速上行，而 2020 年下半年猪肉价格可能保持震荡。服务类价格上行较为困难，其他食品价格平稳，未来 CPI 以降为主。

我国货币发行继续缓慢上行，信贷走高使得信用货币也有所上升，但货币的短暂走高并未带动居民收入增加，房地产价格基本平稳，资本市场带来的财富效应暂时未体现在消费上。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 本月仍然是 0.5% 的水平。

9 月份翘尾影响 1.5%，预计新涨价因素在 0.1% 左右，CPI 同比涨幅约在 1.6% 左右。我们预计 2020 年 CPI 在 2.6% 左右，4 季度 CPI 到达低点。

现阶段我们主要面临需求疲软的难题，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题，有效需求不足。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

4、PPI 未来上行速度可能减弱

工业生产者价格（PPI）仍然负增长，生产资料价格回升，8 月份生产继续恢复，原油价格平稳，煤炭和铁矿石价格上行，带动 PPI 上行。原油价格 8 月份平稳，煤炭价格上行，铁矿石价格继续高位运行，原材料价格回升带动 PPI 上行。未来要面临的主要问题仍然是需求不足，国内政策全力推进基建建设，货币稍有收敛，国外经济缓慢恢复，PPI 可能探底后缓步回升。2020 年下半年整体需求可能好转，新冠疫情影响了短期需求，随后政府投资可能加码，加上货币政策小幅宽松，未来 PPI 可能缓步回升。但是如果全球面临通缩，那么 PPI 好转速度可能减慢，预计 2020 年 PPI 为 -2.0%。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

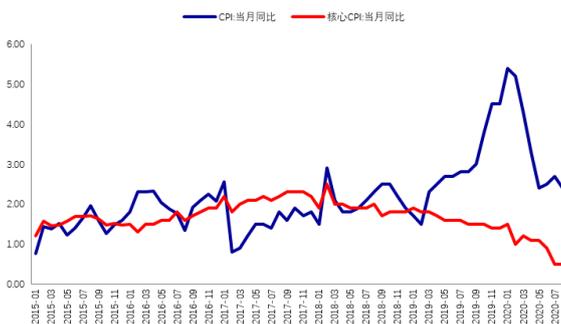
✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

1、CPI 缓步回落

CPI 环比上行，核心 CPI 平稳，未来 CPI 走势以降为主，食品和非食品价格小幅波动。 8 月份全国居民消费价格同比上行 2.4%，环比上行 0.4 个百分点；其中食品价格环比上行 1.4%，非食品价格上行 0.1%。核心 CPI 同比增速 0.5%，环比上行 0.1%，核心 CPI 同比处于低位。

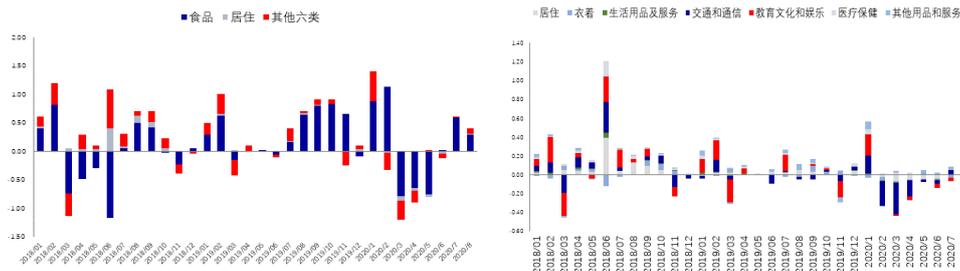
图 1: CPI 同比小幅下行 (%)



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

通胀环比小幅上行，食品和非食品价格上涨均有一定贡献。 8 月 CPI 环比上行，食品价格继续上涨: (1) 猪肉价格上行 1.2%，综合畜肉类价格上行 1.4%；猪肉供给方面仍然紧张，天但上个月猪肉价格走高使得消费更加疲软；(2) 蔬菜价格上行 6.4%，天气炎热制约了蔬菜产量，带来了蔬菜运输的不变，促使蔬菜价格季节性走高；(3) 非食品价格小幅上行，车用燃料价格上行 0.3%，这是原油价格上行带动的，旅游和衣着价格仍然下跌，其他服务价格涨幅较大，后疫情时期对非食品价格影响较多。

图 2: 食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

数据来源: Wind 中国银河证券研究院

2、猪肉供给仍然紧平衡，蔬菜季节性上涨

猪肉价格处于消费淡季，但供给冲击本月持续存在，未来猪肉价格变动仍然是影响 CPI 最重要的原因。

整体来看，猪肉市场供给仍然不足，搜猪网价格显示，猪肉在经历集中出栏后，猪肉价格在 5 月下旬开始走高，整个 3 季度会持续上行。需求仍然没有起色，供给短期内好转也较为困

难。生猪市场仍然受到非洲猪瘟的扰动，加之疫情带来的不确定性，全年供给仍然处于紧平衡，预计4季度猪肉需求上行，猪肉价格仍然可能上行。

图 3: 猪肉价格回落 (元/公斤)



数据来源：搜猪网 中国银河证券研究院

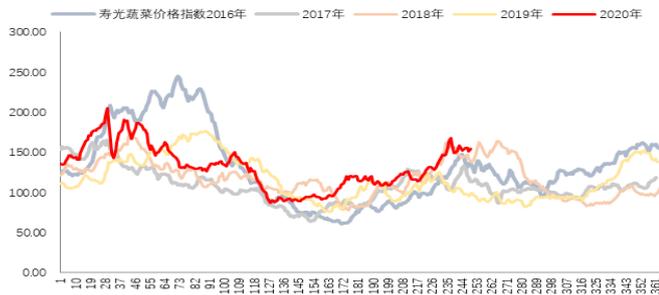
图 4: 三轮猪周期价格对比 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

8 月份蔬菜价格上行，蔬菜价格是季节性走高，小幅高于往年水平，但蔬菜价格走高在 7 月份已经开始，比往年的涨价周期提前。天气炎热蔬菜生长放缓，加之运输保存价格上行，蔬菜产量受到影响。9 月份预计蔬菜价格会相对平稳，蔬菜价格会在十一过后顺势走低。

图 5: 蔬菜价格指数上行



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

3、未来 CPI 以降为主

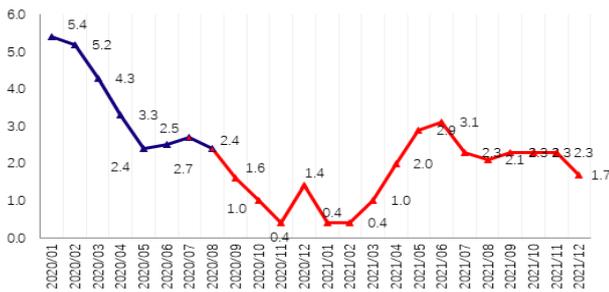
8 月份 CPI 环比上行，主要是供给端的影响。消费品价格比上月上行，服务类价格保持平稳，核心 CPI 本月保持平稳，我国现阶段没有通胀忧虑。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，尤其是 2019 年下半年猪肉价格快速上行，而 2020 年下半年猪肉价格可能保持震荡。服务类价格上行较为困难，其他食品价格平稳，未来 CPI 以降为主。

我国货币发行继续缓慢上行，信贷走高使得信用货币也有所上升，但货币的短暂走高并未带动居民收入增加，房地产价格基本平稳，资本市场带来的财富效应暂时未体现在消费上。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 本月仍然是 0.5% 的水平。

9 月份翘尾影响 1.5%，预计新涨价因素在 0.1% 左右，CPI 同比涨幅约在 1.6% 左右。我们预计 2020 年 CPI 在 2.6% 左右，4 季度 CPI 到达低点。

现阶段我们主要面临需求疲软的难题，这不仅是新冠疫情带来的，也是我国近年来面临的主要问题，有效需求不足。虽然有效需求可以用政府投资来弥补，但政府面临债务杠杆的约束。在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

图 6: 2020-2021 年 CPI 预测 (%)



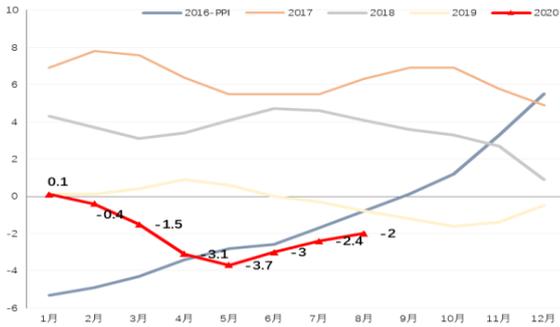
数据来源: WIND 中国银河证券研究院

4、PPI 未来上行过程可能有所减缓

工业生产者价格 (PPI) 仍然负增长，生产资料价格回升，8 月份生产继续恢复，原油价格平稳，煤炭和铁矿石价格上行，带动 PPI 上行。8 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-2.0%，环比 0.3%。2020 年翘尾水平趋近于 0，PPI 变动主要受供需变化影响。

原油价格 8 月份平稳，煤炭价格上行，铁矿石价格继续高位运行，原材料价格回升带动 PPI 上行。未来要面临的主要问题仍然是需求不足，国内政策全力推进基建建设，货币稍有收敛，国外经济缓慢恢复，PPI 可能探底后缓步回升。石油天然气开采业环比上行 3.6%，石油、煤炭及其他燃料加工业上行 1.2%。房地产仍然受到调控的影响，新冠疫情下地方基建加码需要看落实程度，2020 年下半年如果基建推进，需求端可能好转，未来主要原材料价格需要看需求恢复速度。

图 7: 8 月份 PPI 回升 (%)

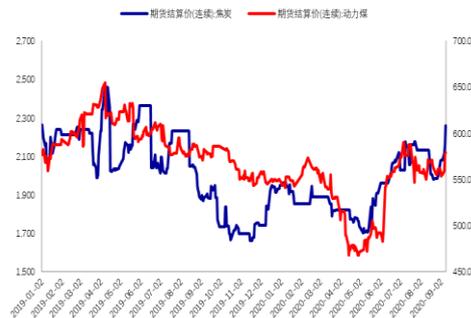
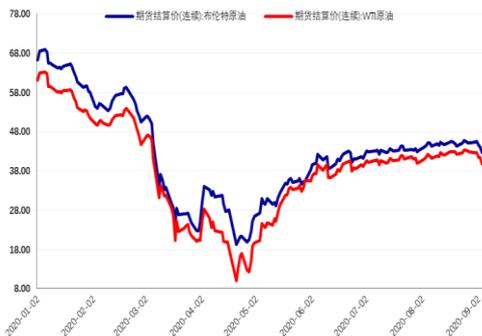


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

原油价格8月相对平稳，全球经济复苏仍然面临困难，原油供给较为充足，价格上行仍要等待。焦煤和动力煤8月份价格有所上升，但仍然需要观测未来需求，铁矿石受到建筑行业火热的影响价格不断走高。

图 8: 原油价格上行 (美元/桶)

图 9: 焦煤和动力煤价格 (元)

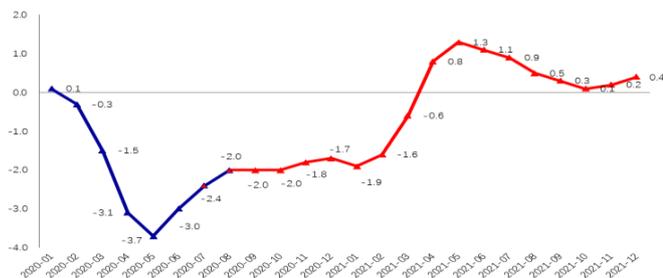


数据来源：WIND 中国银河证券研究院 (删除了 4 月 20 日的极值价格)

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

2020 年下半年整体需求可能好转，新冠疫情影响了短期需求，随后政府投资可能加码，加上货币政策小幅宽松，未来 PPI 可能缓步回升。但是如果全球面临通缩，那么 PPI 好转速度可能减慢，预计 2020 年 PPI 为 -2.0%。

图 9: PPI 预期 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐 谨慎推荐 中性 回避

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_2633

