

未来半年通胀不会制约货币政策

——8月物价数据点评

宏观事件点评

2020年09月10日

报告摘要：

8月CPI同比上涨2.4%，核心CPI同比上升0.5%，PPI同比下降2.0%。

● 重要信息，核心CPI与利率债走势裂口走阔

8月，核心CPI继续维持0.5%低位。核心CPI是反映社会经济实际需求的重要指标，也与利率债走势较为密切。但自今年5月以来，核心CPI与利率债走势出现裂口，一方面是核心CPI持续走低，另一方面是十年期国债收益率持续上升，这种分化可能是政策因素造成的。由于5月以来利率债供给量较大、以及金融稳杠杆因素导致货币政策边际收紧，使十年期国债有所上行。

● 展望一：未来半年CPI难以大幅反弹，通胀不会制约货币政策

未来半年，CPI基数将大幅走高。另一方面，由于生猪产能释放，猪肉价格有向下压力，因此未来半年CPI预计维持低位，今年10月至明年2月CPI将维持在2%以下。对于核心CPI而言，如果新冠疫苗能提前问世，那么消费可能会迎来报复性反弹，核心CPI走高；反之，如果秋冬季疫情二次爆发，那么消费将受到压制，核心CPI将继续维持低位。

● 展望二：未来半年PPI将快速反弹，带动工业利润修复

由于今年上半年PPI基数较低，明年上半年PPI将快速反弹，预计到明年3月PPI将反弹至2%上方，带动工业利润修复。另一方面，PPI反弹速率也取决于国际油价走势，如果明年疫苗提前问世，则国际油价将恢复至50-60美元/桶左右的位置，PPI反弹速率将提高；反之，如果全球疫情二次爆发，则国际油价预计将在35-45美元左右徘徊，将对PPI形成拖累。

● 展望三：未来半年通胀温和可控，对股市形成利好

CPI来看，未来半年CPI中枢值预计维持在2%下方，对货币政策不会构成制约，通胀温和可控。PPI来看，未来半年PPI将快速反弹，带动工业利润持续修复，对周期股形成利好，盈利改善背景下周期股行情值得期待。总体来看，未来半年中国暂不存在通胀和通缩基础，物价处于可控区间。

● 风险提示：生猪供应超预期，疫情二次爆发、疫苗提前问世等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

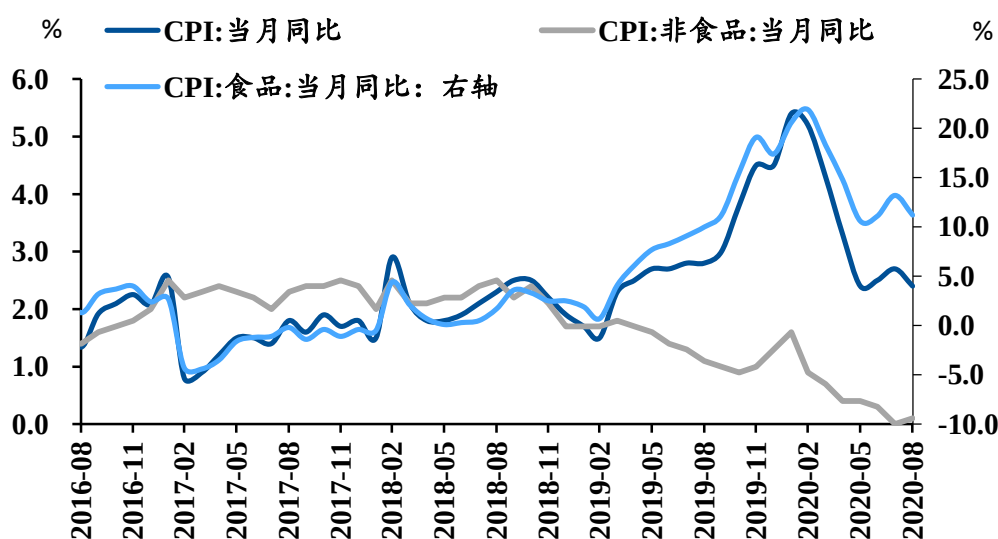
相关研究

一、数据表现：CPI 同比上涨 2.4%，PPI 同比下降 2.0%

（一）CPI 同比下降，环比回升

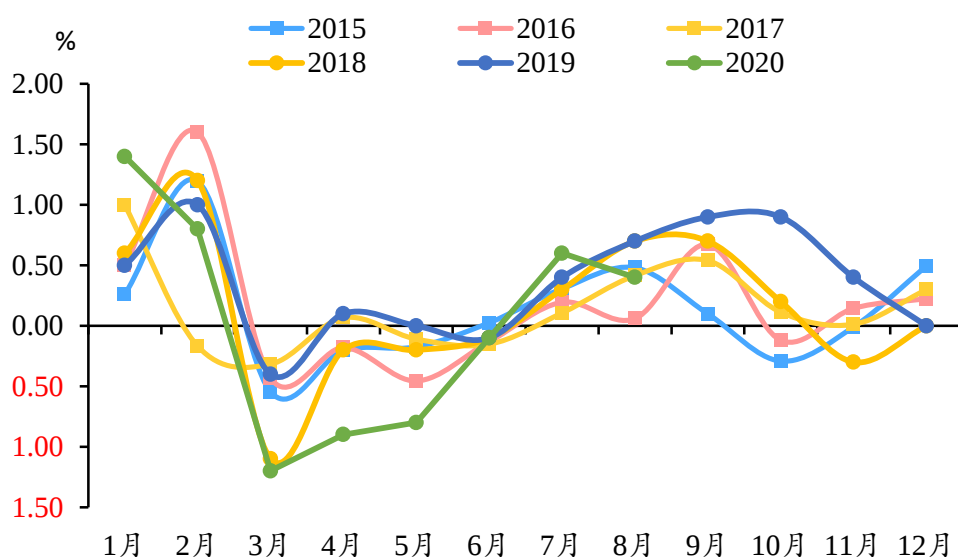
8 月 CPI 同比下降，环比回升。2020 年 8 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.4%。其中，城市上涨 2.1%，农村上涨 3.2%；食品价格上涨 11.2%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 3.9%，服务价格下降 0.1%。1—8 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.5%。8 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.4%。其中，城市上涨 0.4%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 1.4%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 0.6%，服务价格持平。

图 1：8 月 CPI 同比回落至 2.4%



资料来源：Wind，民生证券研究院

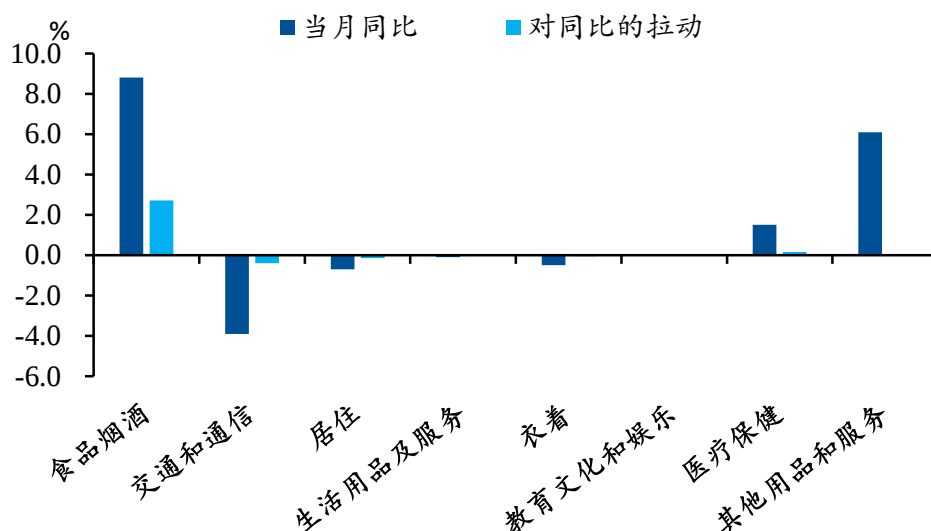
图 2：8 月 CPI 环比回升 0.4%



资料来源：Wind，民生证券研究院

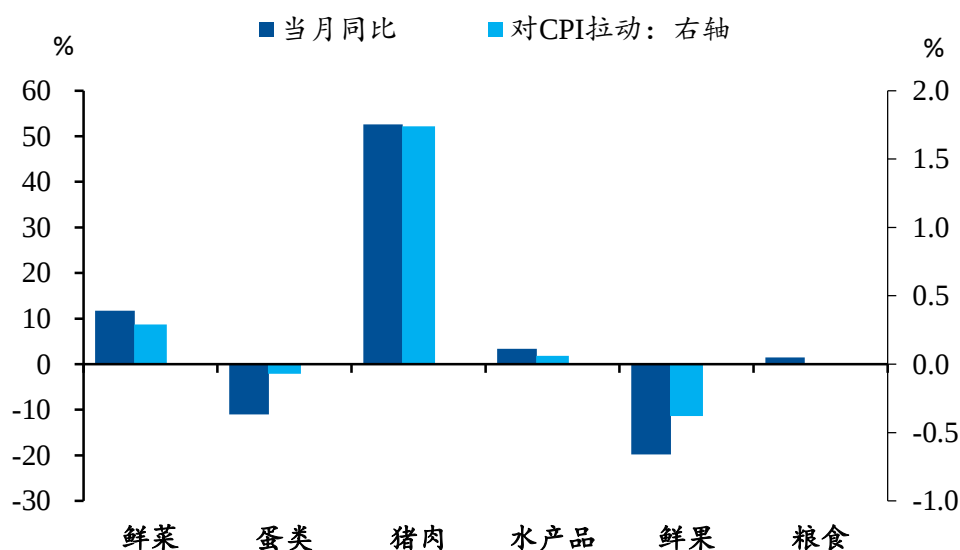
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）8 月份，食品烟酒类价格同比上涨 8.8%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 2.71 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 42.0%，影响 CPI 上涨约 2.28 个百分点，其中猪肉价格上涨 52.6%，影响 CPI 上涨约 1.74 个百分点；鲜菜价格上涨 11.7%，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点；水产品价格上涨 3.4%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；鲜果价格下降 19.8%，影响 CPI 下降约 0.38 个百分点；蛋类价格下降 11.0%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点。（2）其他七大类价格两涨一平四降。其中，其他用品和服务、医疗保健价格分别上涨 6.1%和 1.5%；教育文化和娱乐价格持平；交通和通信、居住价格分别下降 3.9%和 0.7%，衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.5%和 0.1%。

图 3：8 月食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

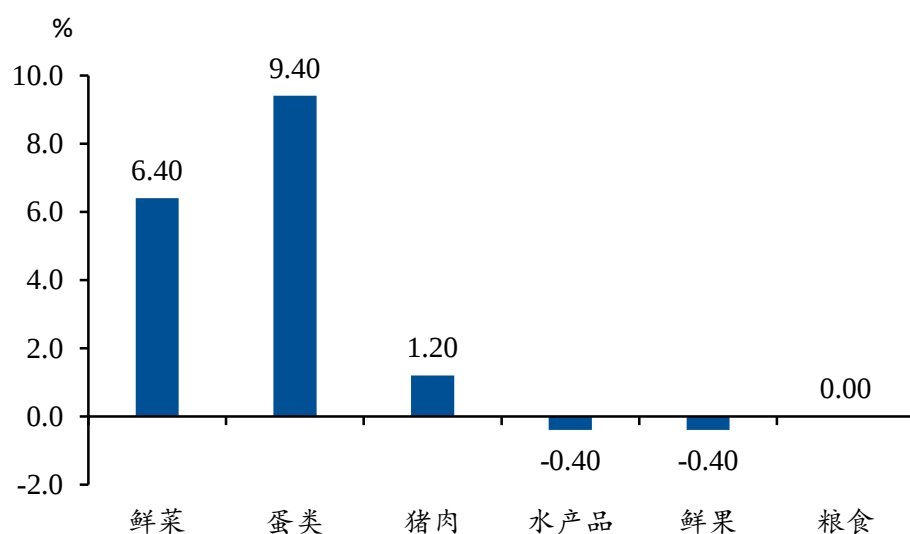
图 4：猪肉是拉动 CPI 同比上升的主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

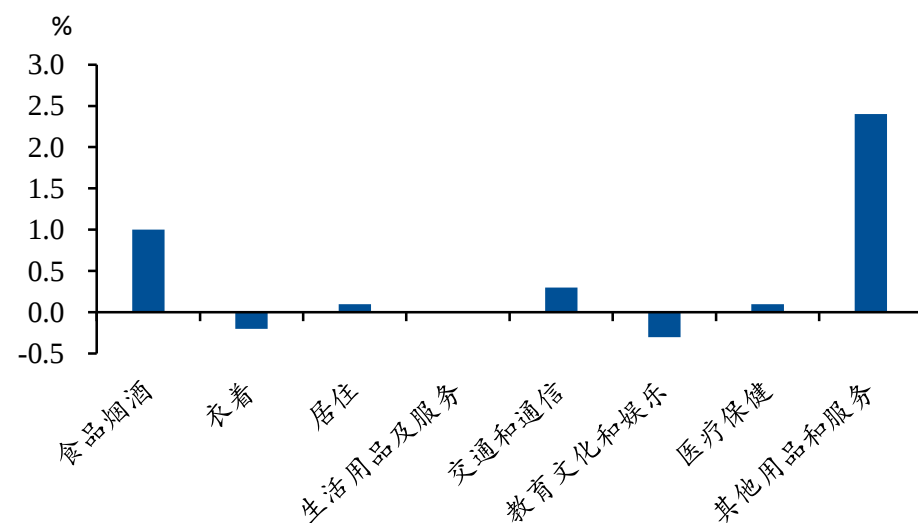
从大类环比看，受鲜菜和蛋类带动，食品烟酒有所回升：（1）食品：8 月份，食品烟酒类价格环比上涨 1.0%，影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点。食品中，蛋类价格上涨 9.4%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；鲜菜价格上涨 6.4%，影响 CPI 上涨约 0.16 个百分点；畜肉类价格上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点，其中猪肉价格上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；水产品价格和鲜果价格均下降 0.4%，合计影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。（2）非食品：其他七大类价格环比四涨一平两降。其中，其他用品和服务、交通和通信价格分别上涨 2.4%和 0.3%，居住、医疗保健价格均上涨 0.1%；生活用品及服务价格持平；教育文化和娱乐、衣着价格分别下降 0.3%和 0.2%。

图 5：8 月食品类环比分项情况



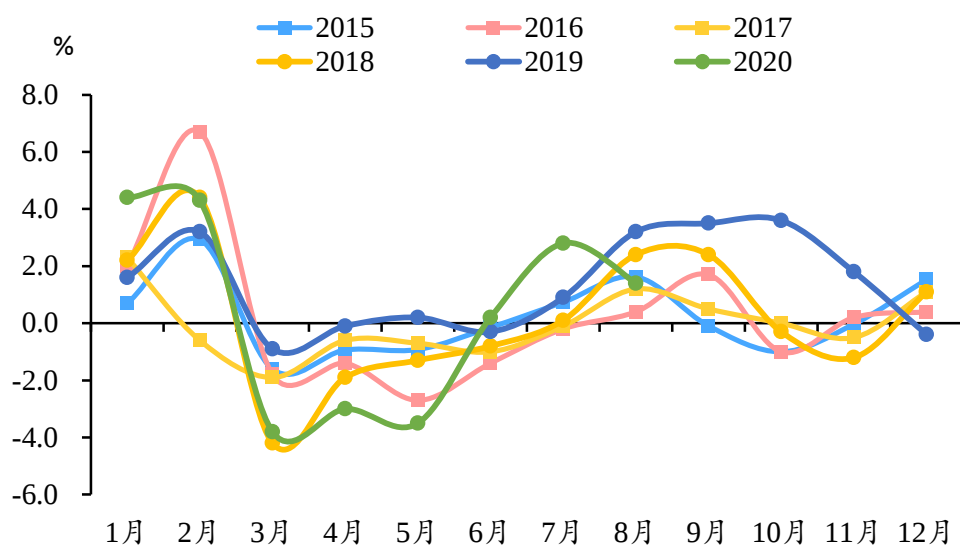
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：8 月 CPI 环比分项



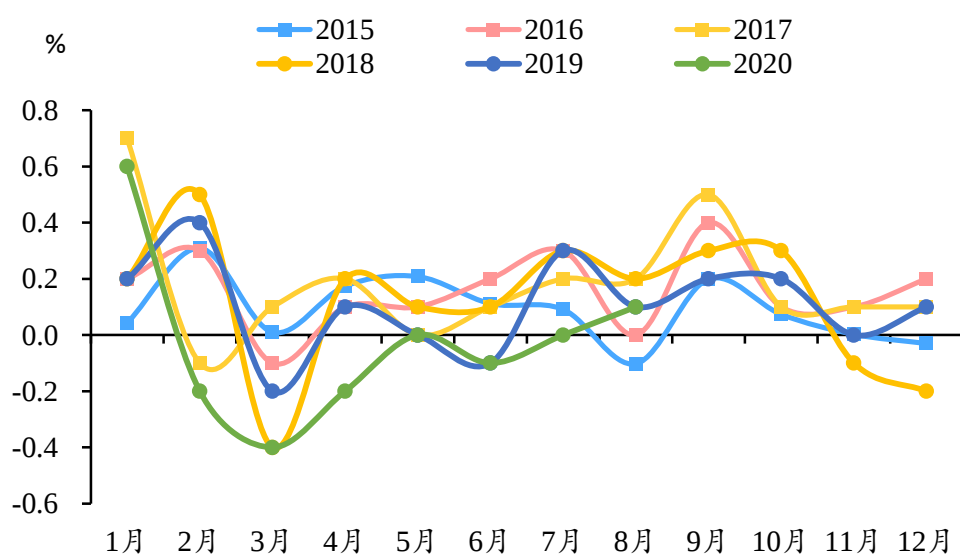
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：8 月 CPI 食品环比处于历史中间水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：8 月 CPI 非食品环比处于历史中间水平

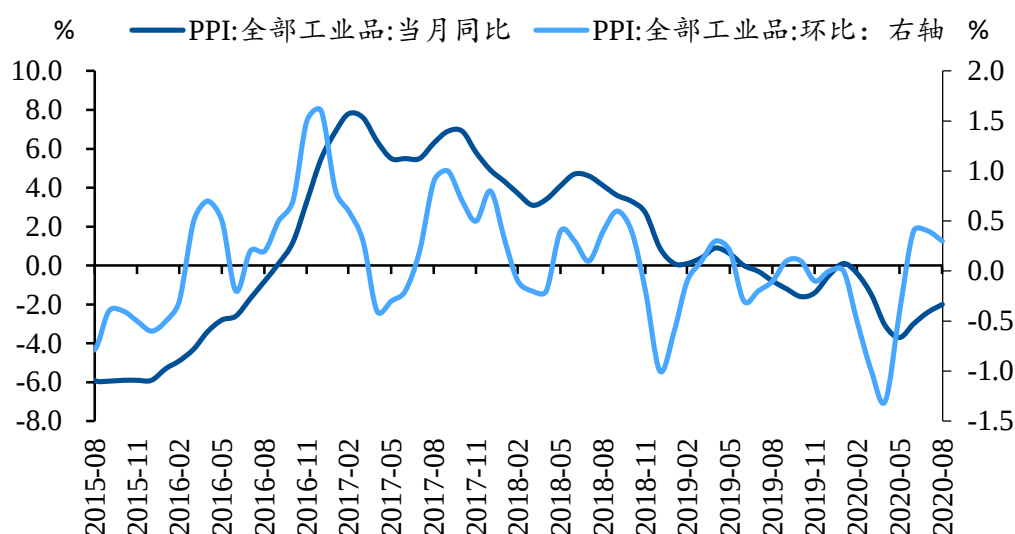


资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) PPI 环比有所改善

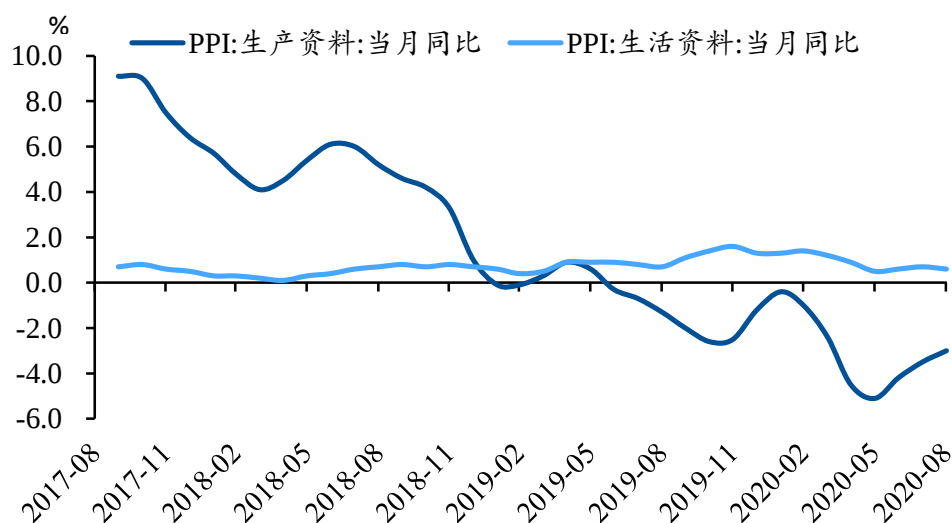
PPI 生产资料同比增速为负，生活资料同比增速为正：8 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.0%，环比上涨 0.3%；工业生产者购进价格同比下降 2.5%，环比上涨 0.6%。1—8 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.0%，工业生产者购进价格下降 2.7%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 3.0%，降幅比上月收窄 0.5 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.19 个百分点。其中，采掘工业价格下降 5.8%，原材料工业价格下降 6.4%，加工工业价格下降 1.4%。生活资料价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.15 个百分点。

图 9：8 月 PPI 环比增速继续为正



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：8 月生产资料同比增速有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

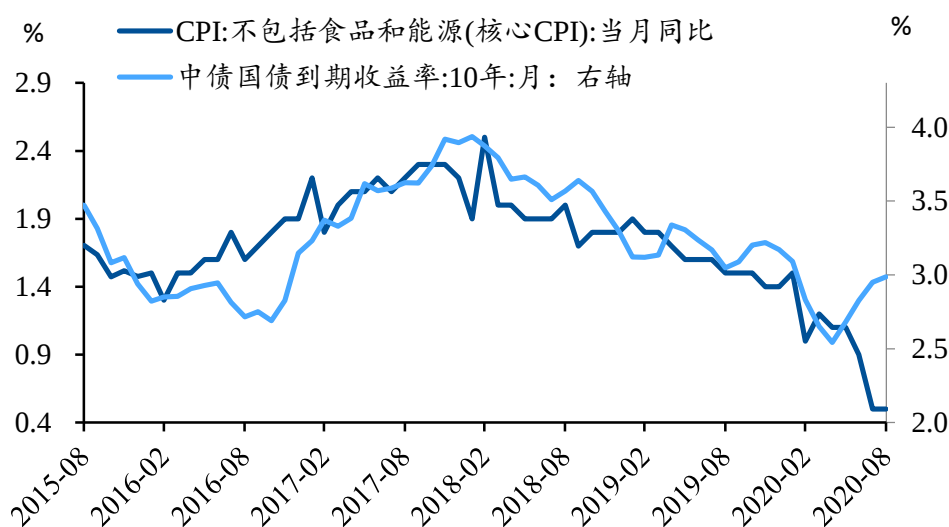
从同比看：采掘工业价格下降 5.8%，原材料工业价格下降 6.4%，加工工业价格下降 1.4%。生活资料价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.15 个百分点。其中，食品价格上涨 3.1%，衣着价格下降 1.3%，一般日用品价格下降 0.4%，耐用消费品价格下降 1.5%。

从环比看：工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.26 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 1.6%，原材料工业价格上涨 0.5%，加工工业价格上涨 0.2%。生活资料价格上涨 0.1%，涨幅与上月相同，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.02 个百分点。其中，食品价格上涨 0.2%，衣着价格下降 0.2%，一般日用品价格上涨 0.5%，耐用消费品价格下降 0.4%。

二、重要信息：核心 CPI 与利率债走势出现裂口

重要信息一，核心 CPI 与利率债走势裂口走阔。8 月，核心 CPI 继续维持 0.5% 低位。核心 CPI 是反映社会经济实际需求的重要指标，也与利率债走势较为密切。但自今年 5 月以来，核心 CPI 与利率债走势出现裂口，一方面是核心 CPI 持续走低，另一方面是十年期国债收益率持续上升，这种分化可能是政策因素造成的。由于 5 月以来利率债供给量较大、以及金融稳杠杆因素导致货币政策边际收紧，使十年期国债有所上行。

图 11：核心 CPI 和利率债走势出现裂口



资料来源：Wind，民生证券研究院

重要信息二，猪肉供给有大幅增加趋势，未来猪肉有望明显回落。据农业农村部监测，7 月份全国生猪存栏环比增长 4.8%，连续 6 个月增长，同比增长 13.1%。这是自 2018 年 4 月份以来生猪存栏首次实现同比增长，也是继 6 月份能繁母猪存栏同比增长后，生猪产能恢复的又一个重要拐点。同时，7 月份能繁母猪存栏环比增长 4.0%，连续 10 个月增长，同比增长 20.3%。三季度由于洪涝灾害和猪肉需求集中释放等因素，猪肉供应偏紧、价格高位震荡，但由于生猪供应快速恢复，叠加上市公司大幅提高生猪供应规划产能，今年四季度乃至明年一季度预计猪价将有所回落。

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_2649

