

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2020年9月9日

CPI 继续下行 PPI 或存反复

—8月物价数据点评

内容提要:

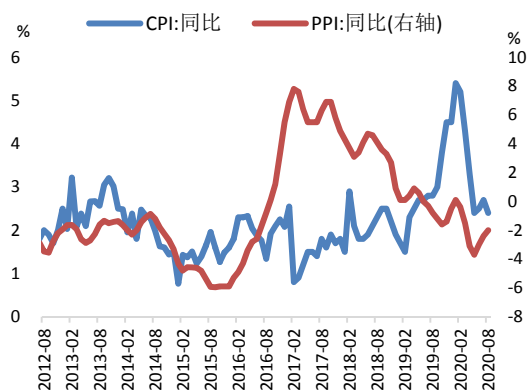
8月CPI同比上涨2.4%，预期2.4%，前值2.7%；PPI同比回落2.0%，预期回落2.0%，前值回落2.4%。

8月CPI符合市场预期，食品与非食品表现符合季节性特征。其中，肉类价格涨幅收敛，9-10月同比或仍趋于下行，11-12月跌势不改但降幅或有所收窄。非食品价格在连续6个月弱于季节性后首次与其一致。核心CPI低位徘徊，终端需求疲弱的情况并未得到根本性改善。不过，8月剔除肉类后的CPI同比转正，剔除猪肉后的CPI上行0.3个百分点至近4个月最高，表明疫情得到基本控制后，需求逐步修复上行。短期而言，CPI下行趋势不改，预计9月CPI或跌破2%，4季度下行至0.5%左右，全年同比增长2.6%左右。

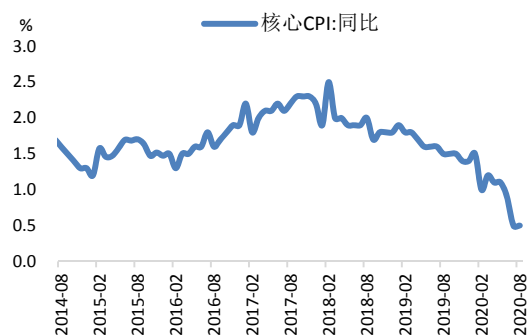
PPI符合市场预期。大宗商品价格同比跌幅连续第4个月收窄，但值得注意的是，9月初布伦特原油价格跌破40美元/桶，接近5月末价位，对相关行业价格形成一定压制。展望未来，海外疫情存在反复，叠加前期刺激政策或出现边际递减，海外经济复苏仍存在一定阻力，大宗原材料价格走势亦存在反复的可能。短期国内房地产投资与基建投资仍然向好，利于商品价格恢复，叠加2019年9-11月CRB与原油价格基数较弱，年内PPI修复上行总趋势不改，但目前部分品种库存较高，压制整体价格上行，不排除PPI再度短暂回落可能，预计全年同比下滑1.9%左右。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

CPI与PPI



核心CPI



相关报告

1. 《经济修复上行 政策满而不溢—2020年中期国内宏观经济展望》
2. 《年内通胀下行 再通胀效应或有限》
3. 《需求弱复苏 通缩压力大—5月物价数据点评》
4. 《CPI继续反弹 PPI如期修复—7月物价数据点评》

事件：国家统计局9月9日公布的数据显示，8月CPI同比上涨2.4%，预期2.4%，前值2.7%；PPI同比回落2.0%，预期回落2.0%，前值回落2.4%。

点评：8月通胀数据符合预期。CPI再度回落，需求不振的情况并未明显改善。不过，8月剔除肉类后的CPI同比转正，剔除猪肉后的CPI上行0.3个百分点并达到近4个月最高，表明疫情得到基本控制后，需求逐步修复上行。随着肉价对CPI的拉动作用削弱，年内CPI下行趋势不改。此外，短期国内房地产投资与基建投资仍然向好，叠加2019年9-11月CRB与原油价格基数较弱，利好商品价格涨幅，但目前海外疫情存在反复，经济复苏并非一帆风顺，叠加部分品种库存较高，压制整体价格上行，年内PPI总体修复趋势不改但存在再度短暂回落的可能。

1、CPI再度开启回落

8月CPI符合市场预期，食品与非食品表现符合季节性特征。从环比看，CPI上涨0.4%，与历史（2011-2019年，下同）均值一致。从同比看，食品烟酒类价格同比上涨8.8%，影响CPI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。在2.4%的同比涨幅中，翘尾因素和新涨价因素分别为2.1、0.3个百分点，后者较7月上行0.5个百分点。

食品价格环比表现符合季节性特征，子项除水产品与鲜果外悉数上涨。7月食品价格环比上涨1.4%，与历史均值一致。

肉类价格涨幅收敛。其中，8月猪肉价格环比上涨1.2%，弱于历史均值（上涨5.5%，剔除2019年23.1%异常值后为3.3%），为近3个月最小涨幅；同比上涨52.6%，较7月大幅收窄33.1个百分点，涨幅为近12个月最低，拉动CPI1.74个百分点，较7月缩小0.58个百分点。肉禽及其制品环比上涨1.4%，同比上涨42%（5-7月均在60%左右），拉动CPI2.28个百分点，较7月缩小0.62个百分点。猪肉供给有所改善，但需求持续增加，价格环比上涨，不过2019年同期基数走高（当年6-10月价格加速上行）拖累同比涨幅；受饲料成本上涨、需求恢复及猪肉价格上涨带动等因素影响，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格均有不同程度上涨，涨幅

在 0.5-1.4%。短期而言，9 月开学季叠加双节推动猪肉需求上行，但供给持续增加抵消部分涨幅，预计价格环比仍小幅上涨但 9-10 月同比仍趋于下行，11-12 月跌势不改但降幅或有所收窄。

其他食品价格涨跌不一，粮食、鲜菜等价格环比弱于季节性，鲜果、鸡蛋、油脂等强于季节性。其中，粮食、鲜菜价格环比变化分别为 0、6.4%，弱于历史均值 0.2、0.1 个百分点；鲜果、鸡蛋、油脂价格环比变化分别为 -0.4%、9.4%、0.4%，强于历史均值 3.0、1.6、0.4 个百分点。由于蛋鸡存栏量仍处低位，夏季产蛋率不高，加之临近开学和中秋，需求增加较多，鸡蛋价格涨幅较 7 月扩大。此外，6-8 月粮食价格环比变化均值为 0，弱于历史均值（0.15%），从这个指标看，粮食价格总体平稳，个别品种的价格变化对整体的影响不大。

非食品价格在连续 6 个月弱于季节性后首次与其一致。8 月非食品价格环比上涨 0.1%，与历史均值一致。分项数据 4 涨 1 平 2 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%。上述子项中，除了其他用品和服务、交通和通信分别超出 2016-2019 年均值 1.9、0.4 个百分点外，其他 5 项均持平或低于均值。2016 年统计局对 CPI 分类与权重进行例行调整，新增的“其他用品和服务”包含了原“医疗保健及个人用品”、“娱乐教育文化用品及服务”、“家庭设备用品及维修服务”等部分子项，根据清华大学社会科学学院经济学研究所（2020 年 7 月）的研究成果，其中含有其他服务（中介服务）、养老服务、旅馆住宿、美容美发洗浴、金融保险等细分子项。其他用品和服务价格持续上涨，表明随着疫情基本控制，相关服务陆续恢复。不过，虽然其连续 4 个月超均值增长，但仍属于恢复性增长且权重不及 3%，对 CPI 非食品进而对 CPI 的整体拉动作用有限。

核心 CPI 低位徘徊。8 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.5%，持平于 7 月，同为历史最低，仍大幅弱于历史均值（上涨 1.74%）；环比上涨 0.1%，与历史均值一致，终端需求疲弱的情况并未得到根本性改善。

综上，CPI 再度回落符合市场预期，需求不振的情况并未明显改善。不过，8 月剔除肉类后的 CPI 同比转正（0.12%，5-7 月均为负），剔除猪肉后的 CPI 上行 0.3 个百分点至 0.7% 并达到近 4 个月最高，表明疫情得到基本控制后，需求逐步修复上行。短期而言，CPI 下行趋势不改，预计 9 月 CPI 或跌破 2%，4 季度下行至 0.5% 左右，全年同比增长 2.6% 左右。

2、PPI 符合预期，未来或继续修复上行

PPI 符合市场预期。8 月 PPI 环比上涨 0.3%，强于历史均值（持平）；同比回落 2.0%，与市场预期一致；PPIRM 环比上涨 0.6%，同比回落 2.5%。两者同环比改善幅度均弱于 7 月。在 PPI2.0% 的同比降幅中，翘尾因素约为 0.1 个百分点，新涨价因素约为 -2.1 个百分点，后者跌幅较前值收窄 0.3 个百分点。

统计局的数据还显示，8 月生产资料价格下降 3.0%，降幅收窄 0.5 个百分点；生活资料价格上涨 0.6%，涨幅回落 0.1 个百分点。主要行业中，价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，下降 25.2%，收窄 2.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 16.7%，收窄 0.3 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 2.5%，收窄 2.1 个百分点。价格降幅扩大的有煤炭开采和洗选业，下降 8.0%，扩大 0.6 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 7.6%，扩大 0.1 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 3.4%，涨幅扩大 2.7 个百分点。

大宗商品价格同比跌幅连续第 4 个月收窄。8 月 CRB 指数均值环比上涨 5.8%（7 月为 3.9%，下同），同比回落 12.1%（-21.2%）；Brent 原油价格均值环比上涨 4.1%（6.0%），同比回落 24.4%（-32.7%）。值得注意的是，9 月初布伦特原油价格跌破 40 美元/桶，接近 5 月末价位，对相关行业价格形成一定压制。

从国内中观高频数据看，生产指标高位，需求小幅加速，有利于大宗商品价格继续修复。生产方面，8 月制造业 PMI 生产指数为 54.0%，虽然小幅回落但仍为年内高位，当月高炉开工率周均值为近 26 个月最高。需求方面，8 月 30 个大中城市商品房成交面积同比增长 16.8%，较 7 月加速 5 个百分点，此外 8 月汽车销售零售端同比增长 8.8%，较 7 月加速 1.1 个百分点，均显示出需求有所恢复。不过，近期部分行业库存走高，比如钢铁，兰格钢铁库存综合指数近 4 周持续上升并接近 30%，短期可能以消化库存为主，对价格的拉动有所削弱。

展望未来，海外疫情存在反复，如近 1 个月印度单日新增病例数均值（7.13 万例）已经超过美国峰值期（7 月，日均新增 6.38 万例），欧洲部分国家（法国、西班牙）再度呈现加速扩散之势，叠加前期刺激政策或出现边际递减，海外经济复苏仍存在一定阻力，大宗原材料价格走势亦存在反复的可能。短期国内房地产投资与基建投资仍然向好，利于商品价格恢复，叠加 2019 年 9-11 月 CRB 与原油价格基数较弱，年内 PPI

修复上行总趋势不改，但目前部分品种库存较高，压制整体价格上行，不排除再度短暂回落可能，预计全年同比下滑 1.9%左右。

风险提示：央行超预期调控，食品价格超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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_2667

