

证券研究报告 / 宏观数据

CPI 超预期上行，年末破 3% 概率较大 ——8 月物价数据点评

报告摘要：

中国 8 月 CPI 同比上升 2.8%，超出市场预期的 2.6%，以及我们预期的 2.5%，同比增幅与上月持平。CPI 大幅上升的主要因素是猪肉价格增速超出预期。由于非洲猪瘟及各地环保政策对养猪产业的限制，生猪存栏不断降低，猪价环比上升 23.1%，同比上升 46.7%，拉动 CPI 同比上升 1.08 个百分点。在猪肉价格上升的影响下，鸡肉、牛羊肉等其它替代品的价格也明显提升，超出往年正常的季节性变化，共同推高 CPI 上升。

预计 9 月 CPI 同比增幅会下降至 2.7%。第一，9 月猪肉价格虽较 8 月仍有明显提升，但环比增幅比 8 月份环比稍低。而且国家近期计划投放大量冷冻猪肉，并扩大进口、抑制炒作猪价，近日猪价出现稳定迹象，具体效果仍需继续观察。第二，去年 9 月 CPI 基数提升较大，对今年 9 月 CPI 同比增幅会有所压制。

8 月 PPI 同比下降 0.8%，市场预期为下降 0.9%，前值下降 0.3%。其中，生产资料价格同比下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。生活资料价格同比上涨 0.7%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。生产资料主要受到国内工业需求端的影响，在国内经济下行的压力下，工业品出厂价格疲软。8 月份原油、铁矿石价格均下行，导致相关行业 PPI 走弱。生活资料则与 CPI 相关性较大，在 CPI 高企的影响下，生活资料 PPI 也较为坚挺。

预计 9 月 PPI 继续下降。8 月 PMI 指数下降至 49.5，国内经济下行压力仍大，难以对 PPI 提供支撑。同时去年 9 月原油价格、钢铁等原材料基数也较高，阻碍 PPI 同比回升。PPI 同比将在 10 月之后有所回升。

政府投放冻肉储备及扩大进口难补国内供需缺口，猪肉价格长期来看仍会上涨，CPI 年末破 3% 的概率较大。本轮 CPI 上涨主要是猪周期供给收缩叠加非洲猪瘟导致的猪价飙升驱动，并非由居民消费能力增强拉动，所以很难向 PPI 传导。历史经验来看 CPI 对货币政策影响较大，CPI 提升会对未来货币宽松的空间形成约束。但由于目前核心 CPI 与 PPI 仍然较弱，且 9、10 月份 CPI 预计会有下降，加之全面降准之后，市场流动性会相对充裕，所以本月 LPR 的加点数可能会下降，但年内再难有降准，也不会有较大幅度的降息，债市将面临一定压力。



相关报告

《量价相得益彰，股债双牛延续——央行 9 月降准点评》(20190909)

《通胀水平即将明显下降——7 月物价数据点评》(20190809)

《下半年通胀先抑后扬，滞胀压力将在年底——6 月物价数据点评》(20190711)

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 主要数据	3
2. 猪肉涨价拉动 CPI 超预期上行.....	3
3. PPI 继续走弱	4
4. CPI 年末破 3% 的概率较大	5
4.1. 猪肉价格能否得到控制?	5
4.2. 后续货币政策怎么看?	6

图 1: CPI 同比	3
图 2: CPI 环比	3
图 3: 猪肉价格超预期上行	3
图 4: 畜肉价格整体跟随猪肉价格上行	3
图 5: 牛肉价格环比涨幅超季节性上行	4
图 6: 羊肉价格环比涨幅超季节性上行	4
图 7: 水果价格回落	4
图 8: CPI 八大类同比	4
图 9: PPI 同比	5
图 10: PPI 环比	5
图 11: 8 月铁矿石价格大跌	5
图 12: 8 月油价低位运行	5
图 13: 全球猪肉出口量难补中国缺口	6
图 14: 生猪存栏量仍在直线下滑	6
图 15: 货币政策与 CPI 走势密切相关	7

1. 主要数据

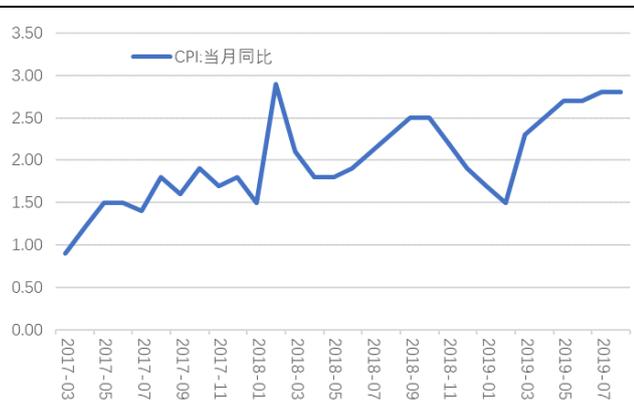
中国 8 月 CPI 同比增 2.8%，预期增 2.6%，前值增 2.8%。

中国 8 月 PPI 同比降 0.8%，预期降 0.9%，前值降 0.3%。

2. 猪肉涨价拉动 CPI 超预期上行

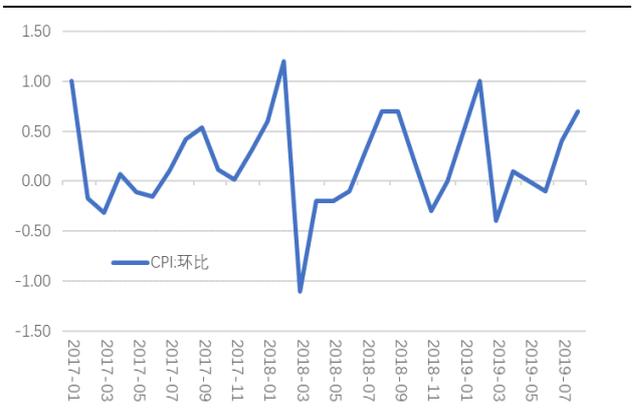
中国 8 月 CPI 同比上升 2.8%，超出市场预期的 2.6%，以及我们预期的 2.5%，同比增幅与上月持平。其中，城市上涨 2.8%，农村上涨 3.1%；食品价格上涨 10.0%，非食品价格上涨 1.1%；消费品价格上涨 3.6%，服务价格上涨 1.6%。8 月份 CPI 环比上涨 0.7%。

图 1: CPI 同比



数据来源：东北证券，Wind

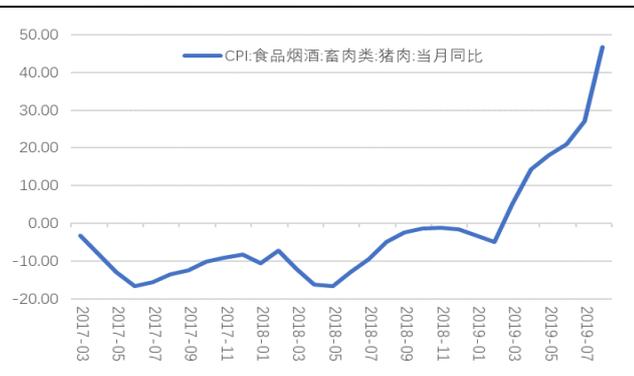
图 2: CPI 环比



数据来源：东北证券，Wind

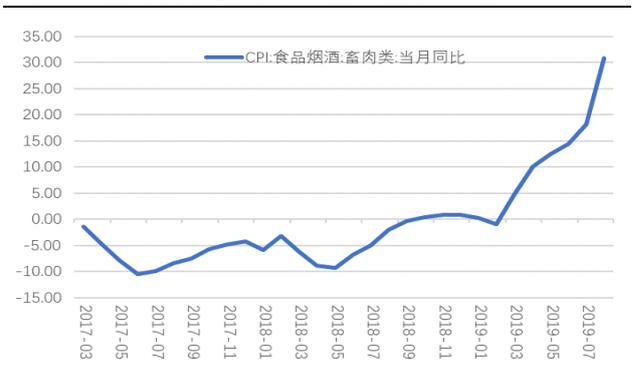
CPI 大幅上升的主要因素是猪肉价格增速超出预期。由于非洲猪瘟及各地环保政策对养猪产业的限制，生猪存栏不断降低，8 月猪价环比上升 23.1%，同比上升 46.7%，拉动 CPI 同比上升 1.08 个百分点。在猪肉价格上升的影响下，鸡肉、牛羊肉等其它替代品的价格也明显提升，超出往年正常的季节性变化，共同推高 CPI 上升。

图 3: 猪肉价格超预期上行



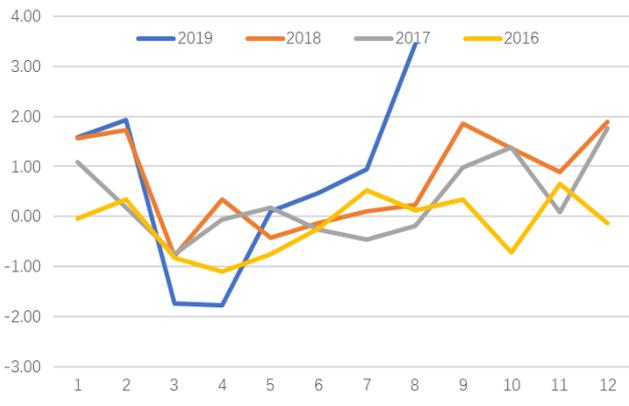
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 畜肉价格整体跟随猪肉价格上行



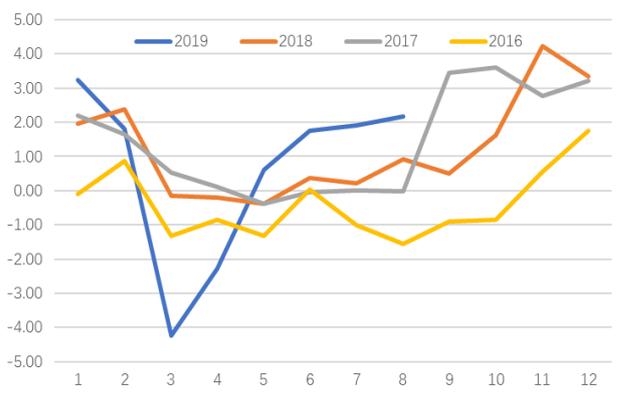
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 牛肉价格环比涨幅超季节性上行



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 羊肉价格环比涨幅超季节性上行



数据来源: 东北证券, Wind

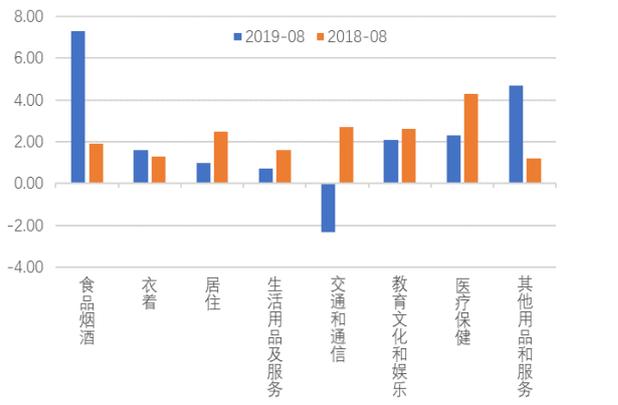
随着时令水果大量上市,鲜果 CPI 环比下降 10.1%,同比上升 24.0%,涨幅回落 15.1 个百分点。其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 4.7%、2.3% 和 2.1%,衣着、居住、生活用品及服务价格分别上涨 1.6%、1.0%和 0.7%;交通和通信价格下降 2.3%。

图 7: 水果价格回落



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: CPI 八大类同比



数据来源: 东北证券, Wind

预计 9 月 CPI 同比增幅会下降至 2.7%。第一,9 月猪肉价格虽较 8 月仍有明显提升,但环比增幅比 8 月份环比稍低。而且国家近期计划投放大量冷冻猪肉,并扩大进口、抑制炒作猪价,近日猪价出现稳定迹象,具体效果仍需继续观察。第二,去年 9 月 CPI 基数提升较大,对今年 9 月 CPI 同比增幅会有所压制。

3. PPI 继续走弱

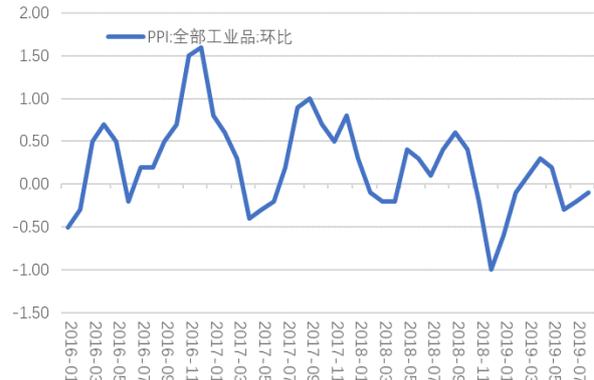
8 月 PPI 同比下降 0.8%,市场预期为下降 0.9%,前值下降 0.3%。其中,生产资料价格同比下降 1.3%,降幅比上月扩大 0.6 个百分点。生活资料价格同比上涨 0.7%,涨幅比上月回落 0.1 个百分点。PPI 环比下降 0.1%。

图 9: PPI 同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: PPI 环比



数据来源: 东北证券, Wind

生产资料主要受到国内工业需求端的影响, 在国内经济下行的压力下, 工业品出厂价格疲软。8 月份原油、铁矿石价格均下行, 导致相关行业 PPI 走弱。石油和天然气开采业 PPI 下降 9.1%, 石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 下降 5.9%, 黑色金属冶炼和压延加工业 PPI 下降 3.1%。生活资料则与 CPI 相关性较大, 在 CPI 高企的影响下, 生活资料 PPI 也较为坚挺。

图 11: 8 月铁矿石价格大跌



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 8 月油价低位运行



数据来源: 东北证券, Wind

预计 9 月 PPI 继续下降。8 月 PMI 指数下降至 49.5, 国内经济下行压力仍大, 难以对 PPI 提供支撑。同时去年 9 月原油价格、钢铁等原材料基数也较高, 阻碍 PPI 同比回升。PPI 同比将在 10 月之后有所回升。

4. CPI 年末破 3%的概率较大

4.1. 猪肉价格能否得到控制?

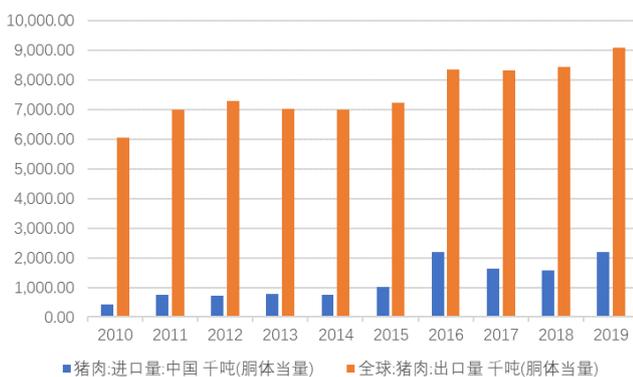
今年国内的通胀的压力主要源自于猪肉供给收缩叠加非洲猪瘟去产能导致的“超级猪周期”, 猪价突破历史新高。上文分析到, 近期政府计划投放冷冻猪肉储备。上一轮猪周期中, 在 2016 年上半年, 官方公告投放了 12.2 万吨的储备冻肉。可以预

计中央的储备冻肉在几十万吨的量级。普遍认为今年中国猪肉供需缺口在 1000 万吨左右，所以虽然此举可能在短期内缓解猪价过快上涨的压力，但长期来看猪价上涨动力仍存。

与投放冻肉储备同在计划之中的是扩大进口量。根据美国农业部数据，2018 年中国猪肉进口量为 156 万吨，同时美国农业部预测 2019 年中国猪肉进口量会增长至 220 万吨，但这个体量显然仍无法弥补供需缺口。数据显示 2018 年全球猪肉出口总量为 844.6 万吨，所以即使中国继续加大进口量，猪肉供给的缺口仍会很大。对猪价的有效控制较难实现。

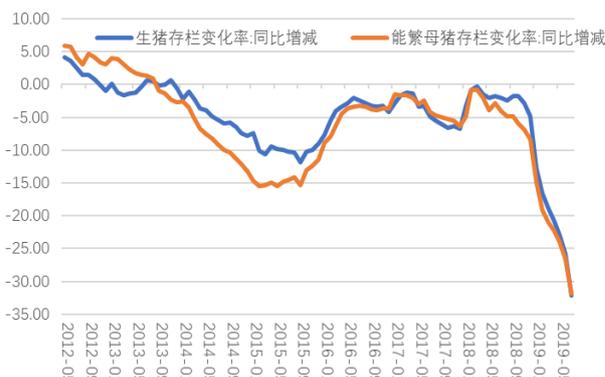
我们预计 CPI 年末破 3% 的概率较大，PPI 与 CPI 持续分化。本轮 CPI 上涨主要是猪周期供给收缩叠加非洲猪瘟导致的猪价飙升驱动，并非由居民消费能力增强拉动，所以很难向 PPI 传导。目前生猪存栏量同比已经跌至历史低点，7 月官方生猪存栏量同比下降超过 30%，猪肉未来的供给缺口只会更大。随着去年 10 月份之后 CPI 基数下降，今年 10 月份之后 CPI 会再有明显提升，年末破 3% 的概率较大。

图 13: 全球猪肉出口量难补中国缺口



数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 生猪存栏量仍在直线下滑



数据来源: 东北证券, Wind

4.2. 后续货币政策怎么看?

历史经验上看，中国货币政策和 CPI 相关性很高，基准利率和存款准备率基本和 CPI 走势相同。在 2008 年之后，在通胀高于 3% 的情况下，没有发生过任何降息。

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_10191



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn