

8月CPI同比能否到“3” ——基于商务部和农业部数据的不同预测结果

摘要

虽然近期猪肉价格飞涨，但市场普遍基于去年的高基数预测8月CPI同比增速会回落。当前市场对8月CPI预测均值在2.5%，较上月回落0.3个百分点，这与我们对8月CPI同比增速3%的预测存在较大的差别。我们在认真做了分析之后坚持我们的判断，我们认为这种分歧的主要来源是对食品CPI预测的不同。目前市场上用于预测食品CPI的高频数据主要是商务部食用农产品价格指数和农业部农产品批发价格指数，这两个指数在今年8月出现了很大背离，导致使用这两个指数得到完全不同的预测结果。使用前者预测出8月CPI同比在2.9%-3.0%左右，而使用后者预测出的结果在2.3%-2.4%左右。这也是我们预测和市场出现分歧的原因。我们回顾了历史数据，发现商务部数据与CPI中食品分项相关性更高，另外，从定义上看，商务部数据也与CPI食品统计口径更为接近。因而我们认为根据商务部数据预测的结果可能更接近事实。

虽然8月通胀会出现超市场预期的回升，但我们认为对债市冲击更多是情绪面的。本轮利率债上涨主要力量来自于结构性政策下，银行资金难以进入实体后在债券市场的配置力量，以及中外利差拉大带来的外资配置力量。通胀超预期回升不会改变这种状况，央行货币政策短期也不会对这种供给冲击带来的价格上涨作反应。因而利率债总体向好格局不变，但短期通胀超预期回升可能带来调整风险，而调整可能创造更好的买入机会。我们继续维持中期10年期国债利率下降至2.6%-2.8%的判断不变，短期注意调整风险。

风险提示：猪价上涨超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

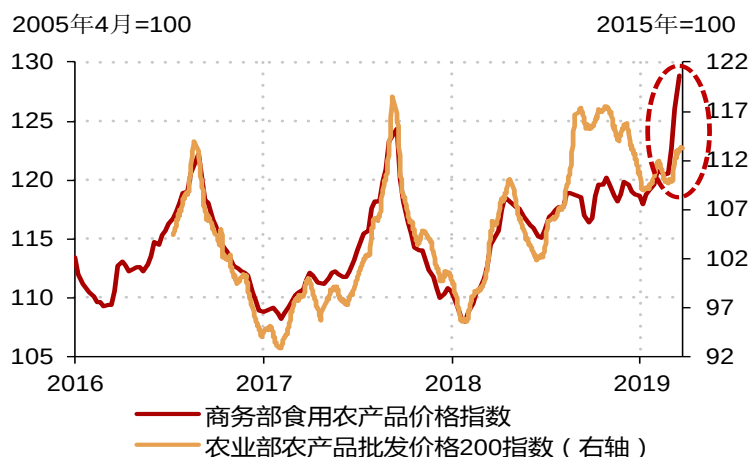
1. 政策继续囿于结构，信用收缩经济逐步放缓——月度经济预测 (2019-08-30)
2. 猪又飞了，这次影响如何？ (2019-08-28)
3. 短期扰动消退后企业盈利将保持弱势 (2019-08-27)
4. 猪肉价格大幅上行，中美贸易冲突再度加剧 (2019-08-25)
5. 新一轮贸易战加了哪些关税？有什么影响？ (2019-08-25)
6. 如何拯救全球低通胀——全球央行追踪第12期 (2019-08-25)
7. LPR能改变什么，不能改变什么？ (2019-08-18)
8. 经济依然保持弱势，央行改革贷款利率定价机制 (2019-08-18)
9. 供需双缩经济放缓压力加强，政策需适时调整 (2019-08-14)
10. 实体融资再度收缩，结构性政策阻碍信用投放 (2019-08-13)

1 农产品价格与农产品批发价格涨幅出现背离

我们与市场当前对 8 月 CPI 预测存在较大分歧,在猪肉飞涨之下 CPI 能否在 8 月破 3% 存在不确定性。当前市场对 8 月 CPI 预测均值在 2.5% 左右(来自 Wind),而我们对 8 月 CPI 预测为 3%,存在较大的差别。我们在认真做了分析之后坚持我们的判断,我们认为这种分歧的主要来源是对食品 CPI 分项预测的分歧,而对 8 月食品 CPI 判断的不同又主要由于所选基础数据的不同。

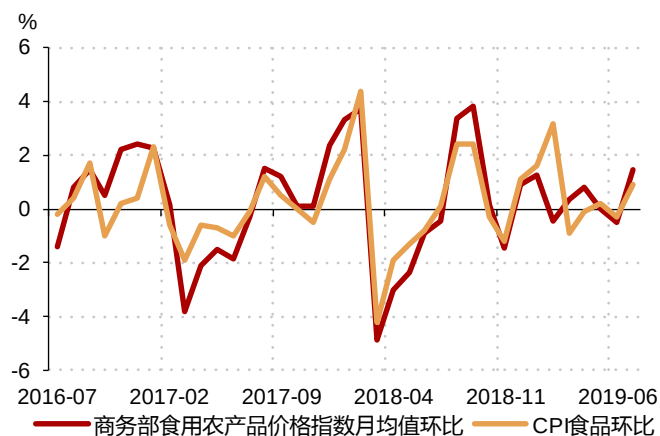
基于商务部使用农产品价格指数和农业部农产品批发价格 200 指数做预测,会得到完全不同的预测结果。目前使用较多的食品价格高频数据为商务部食用农产品价格指数,以及农业部农产品批发价格 200 指数,前者为周度数据,而且是在后一周公布前一周数据,而后者为月度数据,因而市场分析者多使用后者进行预测。这两个指标在 19 年以来分化明显加大,特别是今年 8 月,农产品批发价格指数涨幅非常有限,截止 8 月 29 日较上月末上涨了 3.2%。而商务部使用农产品价格指数则大幅上升,截止 8 月 23 日食用农产品价格指数较上月末上涨了 7%。如果基于这两个数据做预测,会得到差异很大的 CPI 预测结果。

图 1: 商务部食用农产品价格指数与农业部农产品批发价格指数本月背离明显

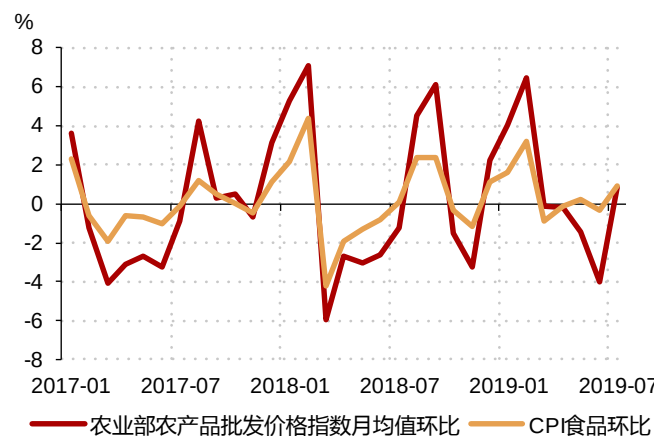


数据来源: Wind, 西南证券整理

历史数据显示,商务部食用农产品价格指数对 CPI 食品项的预测效果好于农业部农产品批发价格指数。商务部农产品价格指数与 CPI 食品项相关性较农产品批发价格指数与 CPI 食品项的相关性要更好。2017 年 1 月至 2019 年 7 月,前者环比增速与 CPI 食品项环比增速的相关系数 0.82,高于后者环比增速与食品项的相关系数 0.69。今年以来,农业部数据与 CPI 中食品分项的偏差更大,例如年 5 月和 6 月农业部数据环比分别下跌 1.4% 和 4.0%,但 CPI 中食品分项环比却分别为上涨 0.2% 和 -0.3%,相对来说,5 月和 6 月商务部使用农产品价格指数环比上涨 0.0% 和 -0.5% 与 CPI 中食品分项走势更为接近。因此在预测 CPI 食品项环比变动时,用商务部食用农产品价格变化会更好些。

图 2：商务部食用农产品价格指数与 CPI 环比增速相关性较高


数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：农业部农产品批发价格指数与 CPI 环比增速相关性略低


数据来源：Wind，西南证券整理

另外，从定义上看，商务部食用农产品价格指数与 CPI 中食品分项更为接近。食用农产品价格指数更偏重居民消费而农产品批发价格指数更偏重批发，因而前者更加接近统计局对食品价格的抽样调查。从统计方式来看，食用农产品价格指数覆盖粮食、肉类、蔬菜、水果等八大类食用农产品。覆盖农副产品批发市场、农贸市场和大型超市，既有零售消费也有批发消费。而农产品批发价格仅覆盖农产品批发市场，因而使用农业部农产品批发价格指数预测 CPI 可能存在偏差。

表 1：食用农产品价格指数偏重居民消费而农产品批发价格指数偏重批发

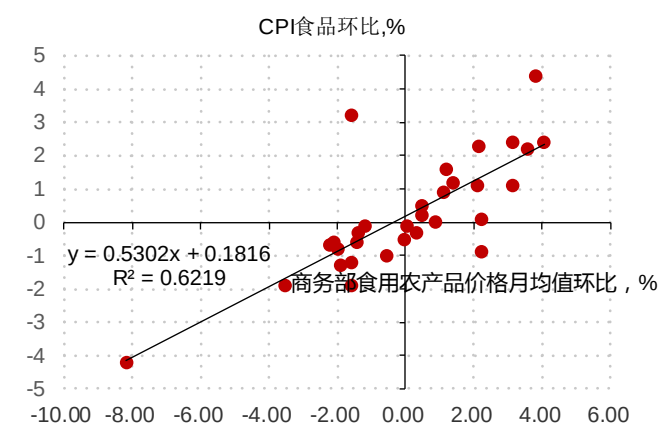
项目	编制部门	发布频率	样本品种	统计范围	权重计算方式
食用农产品 市场价格指数	商务部	每周发布	八大类食用农产品：粮食、食用油、肉类、禽类、蛋类、蔬菜、水产品、水果。	样本企业 5000 多家，包括农副产品批发市场、农贸市场和大型超市，覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市及新疆生产建设兵团，具有较强的行业和地区代表性。	根据不同食用农产品消费量的比重，分别确定“类权重”和代表性商品的“商品权重”
农产品批发 价格 200 指数	农业部	每日发布	111 个交易品种，其中，蔬菜样本品种 32 种、水果样本品种 11 种、畜产品样本品种 7 种、水产品样本品种 49 种、粮食样本品种 7 种、食用植物油样本品种 5 种。	在全国所有从事农产品批发业务的市场中选择具有代表性的 200 余家农产品批发市场作为样本	农产品批发价格 200 指数采用帕氏指数编制方法，即以报告期样本权重加权计算各期综合批发价格指数。

数据来源：Wind，西南证券整理

2 8 月 CPI 可能上升至 3% 附近，将超市场预期

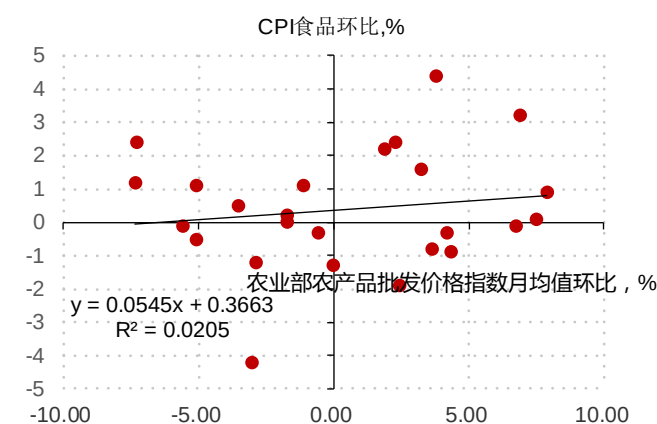
根据商务部食用农产品价格指数来预测 8 月 CPI 食品环比价格。当前商务部农产品价格指数只更新到 8 月 23 日，8 月最后一周的数据需要等到 9 月 4 日更新。考虑到商务部农产品价格指数过去 3 周环比增速都在 2% 左右，最近的一周环比上涨 2.3%，假设 8 月最后一周食用农产品价格走势分高、中、低三种情形，环比分别上涨 3%、2%、0%。对应的 8 月食用农产品价格指数分别上涨 5.8%、5.0%、4.5%。再根据商务部农产品价格环比涨幅与 CPI 食品环比涨幅的拟合关系，可以推知对应的 CPI 食品价格环比分别为 3.3%、2.8% 和 2.6%。而如果根据农业部农产品批发价格指数来预测，8 月农业部农产品批发价格指数月均值环比上涨 0.8%，对应的 8 月 CPI 食品环比涨幅仅为 0.4%。

图 4：商务部数据与 CPI 环比（2017M1-2019M7）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：农业部数据与 CPI 环比（2017M1-2019M7）



数据来源：Wind，西南证券整理

基于商务部数据和农业部数据会得到完全不同的 CPI 预测结果。考虑到 8 月油价有所下降，国内成品油价格在 8 月 6 日、8 月 21 日随之调降，因此，我们预测 8 月非食品 CPI 环比略低于去年 0.2% 的水平，到 0.18%。然后结合我们之前通过商务部数据和农业部数据对食品 CPI 的预测结果，预测 8 月总体 CPI 水平。结果显示，在商务部食用农产品价格指数在 8 月最后一周环比上涨 3.0%、2.0% 和 0% 的假设下，8 月 CPI 同比分别录得 3.0%、2.9% 和 2.8% 水平。考虑到 8 月以来商务部价格周环比持续在 2% 左右，因而 8 月 CPI 同比增速很有可能达到 2.9%-3.0% 左右，接近 3% 水平。而用农业部农产品批发价格指数预测，结果则是 2.3% 左右水平，显著低于农业数据预测结果。我们认为，基于商务部数据预测结果可能更接近事实，因而 8 月 CPI 同比增速可能继续上升至 2.9%-3.0% 左右。

表 2：不同方法得到 8 月 CPI 预测结果

		最后一周 环比增速	月均值环 比增速	食品环 比	非食品环 比	CPI 环比	CPI 同比
商务部食用农产品价格	高	3	6.0	3.5		0.85	3.0
	中	2	5.8	3.3	0.18	0.80	2.9
	低	0	5.2	2.9		0.73	2.8
农业部农产品批发价格指数			0.8	0.4	0.18	0.22	2.3

数据来源：Wind，西南证券整理

3 CPI 超预期回升可能短期扰动债市情绪，但不改变利率债向好格局

在缺乏融资需求支撑情况下，通胀超预期上涨对债市影响更多是情绪面，实质影响有限。虽然通胀可能超预期上升，但我们认为对债市影响主要在情绪面，通胀回升不会改变利率债向好格局。一方面，这种通胀回升不会改变货币政策，主要原因是这种通胀并非需求驱动的，而是来自供给面冲击。而货币政策则是调节需求的工具，对供给冲击调节能力有限。如果缺乏融资需求的支撑，猪肉价格单一商品价格上涨，也不会对债市形成明显冲击。例如 2015 年 3 季度猪肉价格上涨虽然推升了通胀水平，但由于货币政策未发生调整，宏观基本面依然偏弱，因而债市并未调整。另一方面，这种通胀回升并不意味着融资需求回升，因而和以往周期不同。

当前债市向好格局主要由流动性“堰塞湖”决定，利率债趋势配置价值不改。结构性政策下，资金将继续淤积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”，这是当前利率债走势最主要的决定因素。当前政策对实体经济主要融资部门融资管控将抑制实体经济融资需求，同时中小银行资金来源受限将限制其资金投放能力，因而资金难以有效进入实体经济。而经济走弱环境下货币政策将继续宽松，因而资金将继续堆积在银行间市场，形成流动性“堰塞湖”。短端利率中枢水平有望持续保持低位。同时叠加基本面持续走弱，这将驱动利率水平下行，继续为利率债创造配置价值。

银行和外资是主要的配置力量，将推动长端利率继续下行。在结构性政策下，受资产荒影响，商业银行持续增配地方政府债在内的利率债。7 月全国性商业银行增持国债近千亿元，非全国性商业银行增持国债也有 800 亿元以上。而外部利率大幅下降导致中外利差拉大，也进一步增加了外资增持国内利率债的意愿。短期通胀超预期可能带来利率债短期调整压力，但调整后随着配置资金持续增加，利率将再度进入下行通道。因而调整可能创造好的买入机会。我们继续维持中期 10 年期国债利率下降至 2.6%-2.8% 的判断不变，短期注意调整风险。

图 6：经验数据显示猪价上涨不一定会推高利率

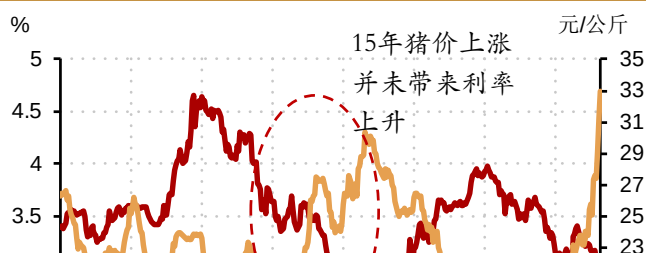
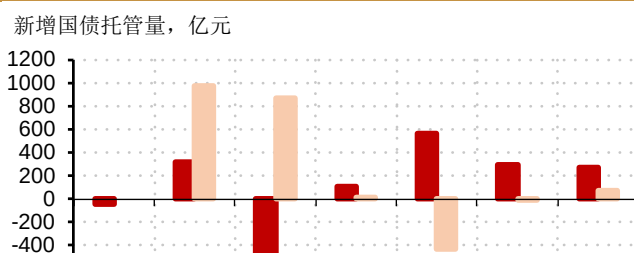


图 7：商业银行和外资持续增配利率债



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_10420

