

经济正常化进行中，关注 CPI 基期轮换

——2020 年 8 月物价数据点评

宏观简报

要点

2020 年 8 月 CPI 同比 2.4%(前值 2.7%), PPI 同比 -2.0%(前值 -2.4%)。

高基数作用下猪肉拉动下降。8 月猪肉供需结构改善，价格涨幅大幅回落，环比 1.2%（前值 10.3%），同比 52.6%（前值 85.7%），由于去年同期高基数，对 CPI 的拉动作用由 7 月的 2.32 个百分点下降至 8 月的 1.74 个百分点。展望未来，猪肉价格虽然仍将季节性保持高位，但是对 CPI 的拉动作用将持续下降。**服务业恢复，2 月以来非食品价格环比首次上涨。**但这种修复仍呈现一定的不平衡性：旅游价格仍然低迷，且低于季节性；但是部分服务价格环比上涨较多。**PPI 环比略有回落。**工业生产保持扩张，带动 PPI 环比 0.3%（前值 0.4%）。近期国际油价波动较大，或对未来 PPI 的降幅缩窄速度有所阻碍。如果通缩风险再次加大，央行货币政策或将边际放松以支撑实体经济恢复。

关注 CPI 基期轮换。由于新冠疫情的冲击，2020 年的居民消费结构受到了很大影响，可能对 CPI 数据造成扭曲，而这种扭曲可能会因为 CPI 基期轮换对未来几年的 CPI 数据都会产生一定影响。具体来说，由于疫情冲击，居民消费结构中，食品烟酒占比上升，2020 年上半年为 32%（2019 年为 28%）；教育、文化和娱乐占比下降，2020 年上半年为 7%（2019 年为 12%）。如果不经调整就采用 2020 年的消费结构来计算 2021 年以后的 CPI，实际上就是高估了食品烟酒的占比，低估了教育、文化和娱乐的占比，将对 2021 年以后的 CPI 造成扭曲。后续需要观察国家统计局在进行 CPI 基期轮换时是否会对新冠疫情造成的影响进行相应的调整。

分析师

郭永斌（执业证书编号：S0930518060002）

010-56513153

guoyb@ebsecn.com

郑宇驰（执业证书编号：S0930520080006）

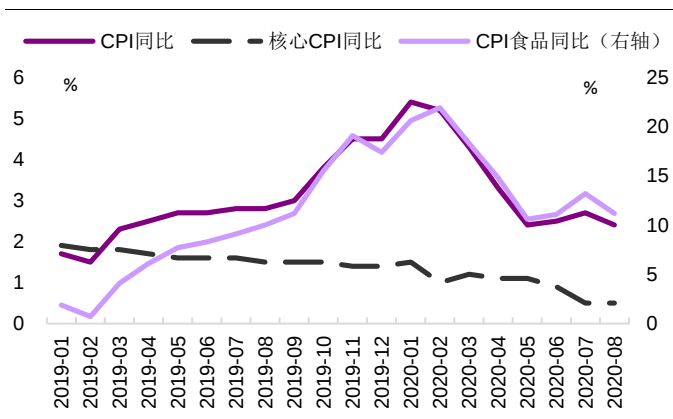
021-52523807

zhengyc@ebsecn.com

2020年8月CPI同比2.4%（前值2.7%）（图1），PPI同比-2.0%（前值-2.4%），均符合市场预期。

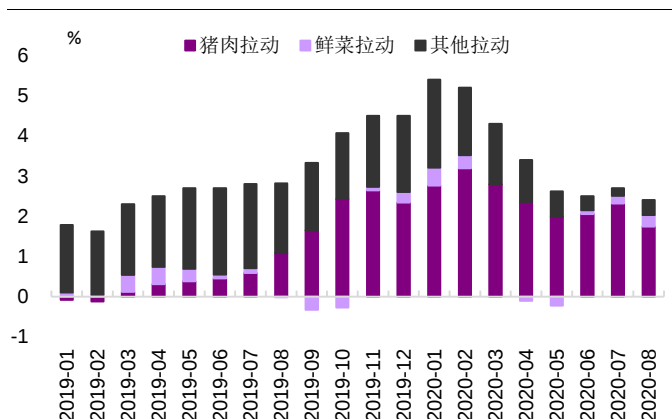
高基数作用下猪肉拉动下降。8月猪肉供需结构改善，价格涨幅大幅回落，环比1.2%（前值10.3%），同比52.6%（前值85.7%），由于去年同期高基数，对CPI的拉动作用由7月的2.32个百分点下降至8月的1.74个百分点（图2）。展望未来，猪肉价格虽然仍将季节性保持高位，但是对CPI的拉动作用将持续下降。受高温和异常降雨影响，鲜菜价格环比6.4%（前值6.3%，去年同期2.8%），同比11.7%（前值7.9%），影响CPI上涨约0.29个百分点。

图1：CPI同比



资料来源：Wind

图2：猪肉、鲜菜对CPI同比拉动

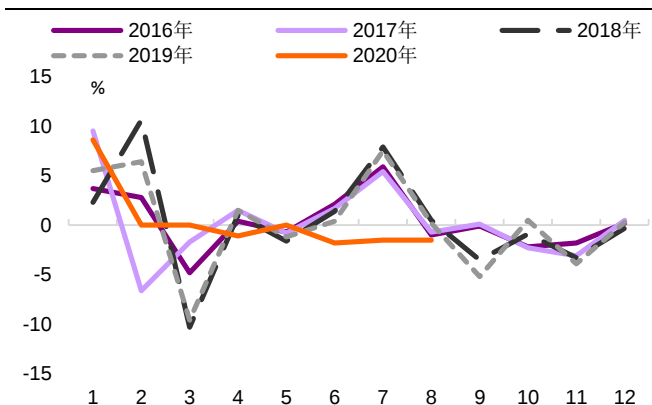


资料来源：Wind

服务业恢复，2月以来非食品价格环比首次上涨。服务业恢复带动价格修复，8月非食品CPI环比0.1%，为2月以来首次实现环比上涨；8月核心CPI同比增速与上月持平，为0.5%（前值0.5%）。但这种修复仍呈现一定的不平衡性：旅游价格仍然低迷，且低于季节性（图3）；但是部分服务价格环比上涨较多，例如统计局表示：“暑期出行增多，飞机票和宾馆住宿价格分别上涨7.3%和2.1%。”这也带动了CPI其他用品和服务环比上涨2.4%（前值0.9%，去年同期1.4%）。

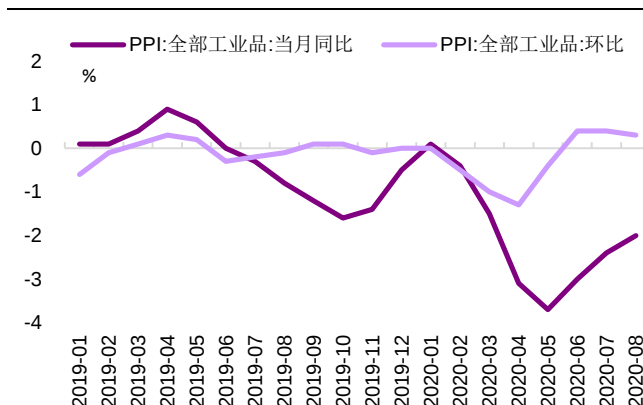
PPI环比略有回落。工业生产保持扩张，带动PPI环比0.3%（前值0.4%），略有回落，40个行业中价格上涨的有17个，比上月减少4个；PPI同比降幅继续缩窄，为-2.0%（前值-2.4%）。分行业来看，8月国际原油价格涨幅趋缓，石油和天然气开采业价格环比3.6%（前值12%）；8月铁矿石价格继续大涨，黑色金属矿采选业环比4.3%（前值2.7%），带动钢价上涨，黑色金属冶炼和压延加工业环比1.5%（前值1.1%）。近期国际油价波动较大，或对未来PPI的降幅缩窄速度有所阻碍。如果通缩风险再次加大，央行货币政策或将边际放松以支撑实体经济恢复。

图 3：旅游价格环比



资料来源：Wind

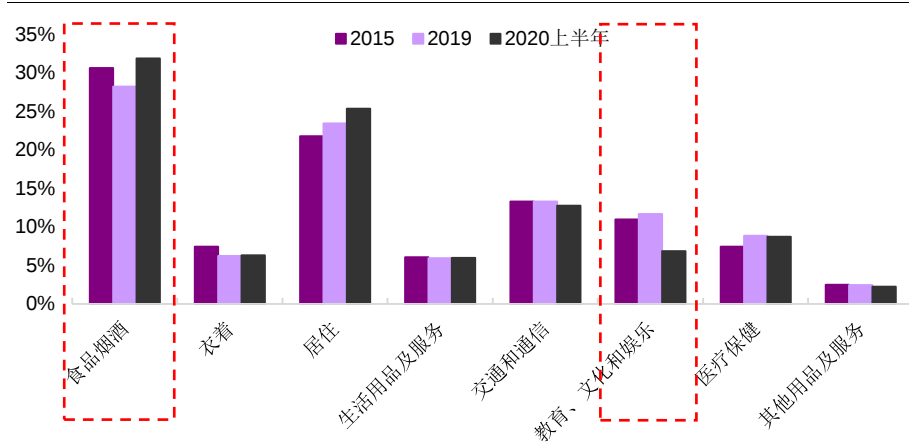
图 4：PPI 同比与环比



资料来源：Wind

关注 CPI 基期轮换。从 2021 年 1 月开始，CPI 将迎来每五年一次的基期轮换，新基期年份将由 2015 年调整至 2020 年。国家统计局 2016 年公布¹：“新基期权数主要来源于全国住户收支与生活状况最新调查数据，同时也适当参考了专项调查和行政记录等数据进行了相应调整。”我们在《CPI 短期上冲不足虑——2020 年 7 月物价数据点评》中已经指出，由于新冠疫情的冲击，2020 年的居民消费结构受到了很大影响，可能对 CPI 数据造成扭曲，而这种扭曲可能会因为 CPI 基期轮换对未来几年的 CPI 数据都会产生一定影响。具体来说，由于疫情冲击，居民消费结构中，食品烟酒占比上升，2020 年上半年为 32%（2019 年为 28%）；教育、文化和娱乐占比下降，2020 年上半年为 7%（2019 年为 12%）（图 5）。如果不经调整就采用 2020 年的消费结构来计算 2021 年以后的 CPI，实际上就是高估了食品烟酒的占比，低估了教育、文化和娱乐的占比，将对 2021 年以后的 CPI 造成扭曲。后续需要观察国家统计局在进行 CPI 基期轮换时是否会对新冠疫情造成的影响进行相应的调整。

图 5：全国居民人均消费支出结构



资料来源：Wind

¹ http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/201602/t20160219_1320291.html

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_2674

