



宏观研究

8 月 CPI 的三大看点

2020 年 09 月 09 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

近期报告

《双循环新格局背景下的宏观调控政策取向》2020-08-14

《经济复苏还没结束》2020-08-14

《工业数据分析手册(二):工业企业财务数据》2020-08-21

《需求强才是真的强》2020-08-31

《评 8 月进出口数据：出口将继续修复》2020-09-07

8 月 CPI 的三大看点

8 月 CPI 同比 2.4%，结束两个月回升的趋势再度回落。拆分来看，翘尾为 2.1%，新涨价因素为 0.3%。南方洪涝消退、猪肉价格涨幅放缓，一起拉动 CPI 同比重新走低。

CPI 各分项中，有几个值得关注的点：第一，猪肉对 CPI 的影响开始弱化；第二，核心 CPI 同比持平于有统计以来的最低水平 0.5%；第三，其他用品和服务，8 月环比 2.4%，同比 6.1%，两者都是 2016 年开始公布数据以来的最高值。

总的来说，核心 CPI 同比筑底，但决定 CPI 的最关键分项猪肉项，对 CPI 的推动开始弱化。其他用品和服务项的同比也可能已接近顶部，加之 PPI 难以向 CPI 传导，年内 CPI 同比继续回落是确定的。

风险提示：

海外疫情扩散超预期。



图表目录

图表 1：猪肉对 CPI 的影响开始弱化.....	3
图表 2：CPI 其他用品和服务环比与足金价格环比具有较强同步性.....	4

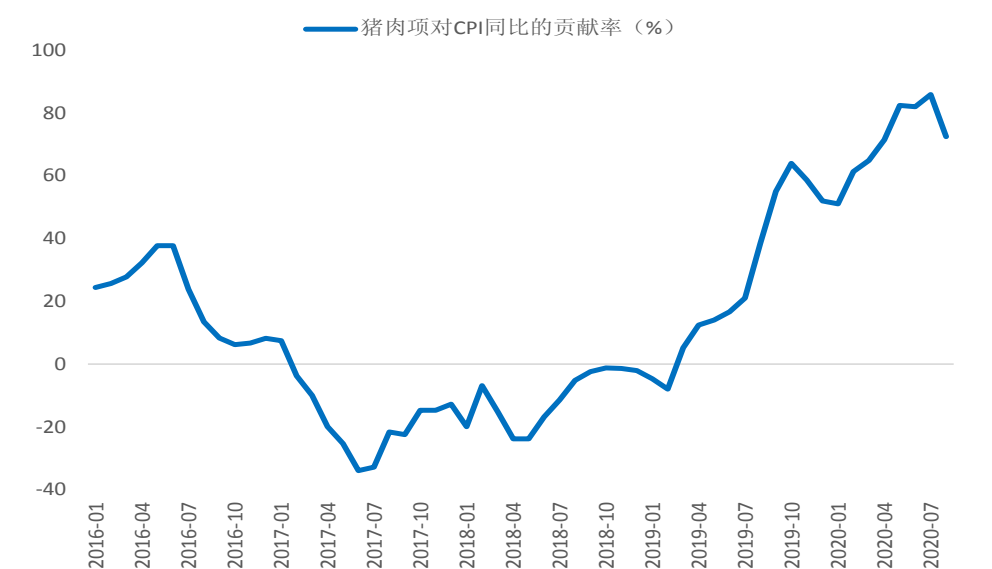


8 月 CPI 同比 2.4%，结束两个月回升的趋势再度回落。拆分来看，翘尾为 2.1%，新涨价因素为 0.3%。南方洪涝消退、猪肉价格涨幅放缓，一起拉动 CPI 同比重新走低。

CPI 各分项中，有几个值得关注的点：

第一，猪肉对 CPI 的影响开始弱化。CPI 猪肉项同比从 85.7% 下降到 52.6%，这是 2019 年猪肉大涨后猪肉项同比下滑最快的一次。它对 CPI 同比的贡献率，7 月为 85.9%，是近年最高点，8 月回落到 72.5%，对 CPI 的影响开始走弱。

图表1：猪肉对 CPI 的影响开始弱化



资料来源：Wind，粤开证券研究院

往后看，这个趋势还会延续。一方面，去年 9 月和 10 月 CPI 猪肉项环比分别高达 19.7% 和 20.1%，基数效应会拉低今年的猪肉项同比。另一方面，高价格带动生猪快速补栏，今年 7 月生猪存栏量同比已经转正，后续猪肉价格继续大涨的概率不大，甚至可以说下跌的可能性更高，近期猪肉概念股回调就反映了市场的这种预期。

第二，核心 CPI 同比持平于有统计以来的最低水平 0.5%。反映了目前国内生产已经恢复到疫情前的水平，但终端需求尤其是消费需求仍在恢复，经济总体供过于求的事实。

我们认为，核心 CPI 同比大概率已经到达低点，继续下滑的空间不大。经济疫后恢复阶段，对需求拖累最严重的是消费，尤其是服务消费。

但服务消费可能正在快速修复。8 月铁路运输、航空运输、住宿等行业的非制造业 PMI 商务活动指数都反弹到 60 以上，这些都是和人员跨地区流动相关的服务业，表明人员在外活动增加。截至 9 月 8 日，国内已连续 22 天没有新增本土确诊病例，这会降低居民对在外活动的担忧，进而促进消费尤其是服务消费。

核心 CPI 同比筑底和 CPI 同比继续走低并不矛盾。决定 CPI 同比的主要是猪肉项，它同比下滑是确定的，但是由于食品没有纳入到核心 CPI 里，猪肉项同比下滑对核心 CPI 同比没有直接影响。

第三，其他用品和服务，8 月环比 2.4%，同比 6.1%，两者都是 2016 年开始公布数据以来的最高值。

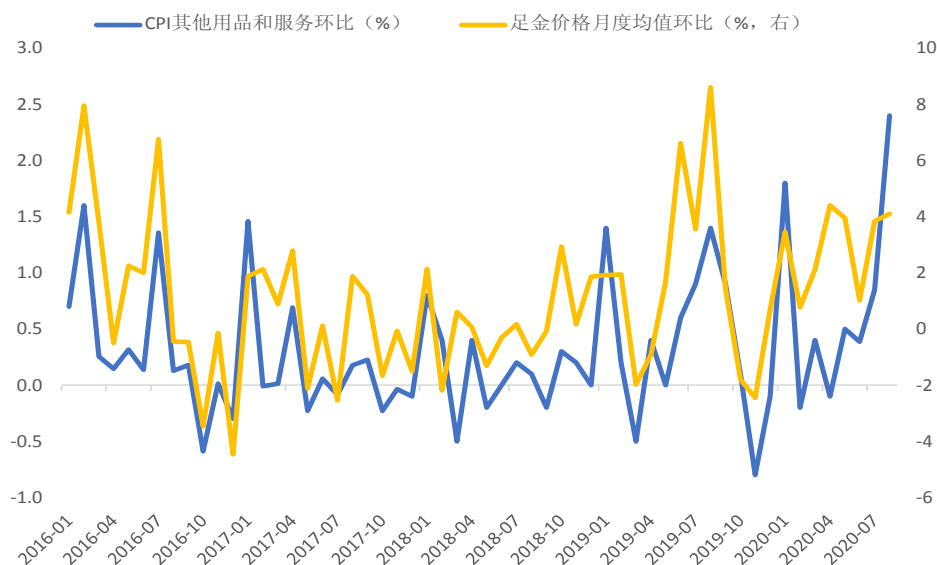
之前市场对这个 CPI 的一级分项关注得不多，一方面是因为这个“其他”，显得所包含的消费和服务并非主流，另一方面则是它的权重不到 5%，是 CPI 八大项里最低的。



由于如此大的环比和同比涨幅，我们在这里展开讨论。根据分类，其他用品和服务指的是无法直接归入另外七个大类的其他商品和服务，包括金银首饰、手表和化妆品等商品，以及美容美发、酒店住宿等。

金银首饰相比于另外几种商品和服务，单笔支出金额更大，而且价格变动更灵活，可能是决定其他用品和服务的最关键因素。为验证这个结论，我们将 2016 年以来足金月度均价的环比和 CPI 其他用品和服务的环比做比较，发现两者尽管变化比例不一样，但变化方向多数时候是一致的，具有较强同步性。

图表2：CPI 其他用品和服务环比与足金价格环比具有较强同步性



资料来源：Wind，粤开证券研究院

全球经济正在恢复，美联储货币政策尽管短期难以退出，但货币最宽松的时候也已经过去了，黄金价格预计会维持弱势，即使反弹空间也有限。从这个角度看，中国 CPI 其他用品和服务项的环比，后续可能走低，进而拉低整体的 CPI 环比。

再来看 PPI。8 月 PPI 环比 0.3%，同比从-2.4%回升到-2.0%。和以往一样，PPI 的波动主要由生产资料贡献，8 月生产资料环比、同比分别为 0.4%、-3.0%，而前值分别是 0.5%和-3.5%。

工业品涨价继续集中在上游。一是 8 月 PPI 环比涨幅大的行业，主要在石油和天然气、黑色金属和有色金属这三个行业上，其它行业的 PPI 环比多数为负值。二是反映上游和中原材料价格的 PPIRM 环比上涨 0.6%，是 2018 年 11 月以来的次高，仅比今年 7 月的 0.9%低。这侧面反映了，当前的固定资产投资需求还比较强。

和它相对的是生活资料 PPI 环比继续弱势，连续 3 个月为 0.1%。进一步看细项，食品和一般日用品这些偏必选消费的品种，环比分别为 0.2%和 0.5%，而带有一点可选消费属性的耐用消费品环比为-0.4%。这些价格分化，和当前消费仍在恢复的趋势一致。

总的来说，核心 CPI 同比筑底，但决定 CPI 的最关键分项猪肉项，对 CPI 的推动开始弱化。其他用品和服务项的同比也可能已接近顶部，加之 PPI 难以向 CPI 传导，年内 CPI 同比继续回落是确定的。



分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300517030002。

张德礼，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

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_2676

