2020 年 8 月物价数据点评

8 月 CPI 涨幅重启下行过程,PPI 通缩状况继续缓解

据国家统计局数据，2020 年 8 月 CPI 同比 2.4%，前值 2.7%，上年同期 2.8%；8 月 PPI 同比-2.0%，前值-2.4%，上年同期-0.8%。

基本观点：

8 月猪肉价格走势平稳，而上年基数跃升带动同比涨幅大幅下行，是本月食品 CPI 和整体 CPI 涨幅走低的主要原因；8 月非食品价格出现疫情以来的首次上涨，但环比、同比涨幅均仅为 0.1%，继续停留在近十年低点附近，显示当前消费需求不足现象依然严峻。

近期国际油价继续波动回升，国内基建投资扩张、地产保持韧性等因素对工业品价格构成支撑，8 月 PPI 环比延续涨势；在新涨价和翘尾因素共同作用下，PPI 通缩状况进一步收敛。不过，从回升斜率来看，PPI 新涨价动能正边际减弱，同比跌幅收窄幅度放缓。

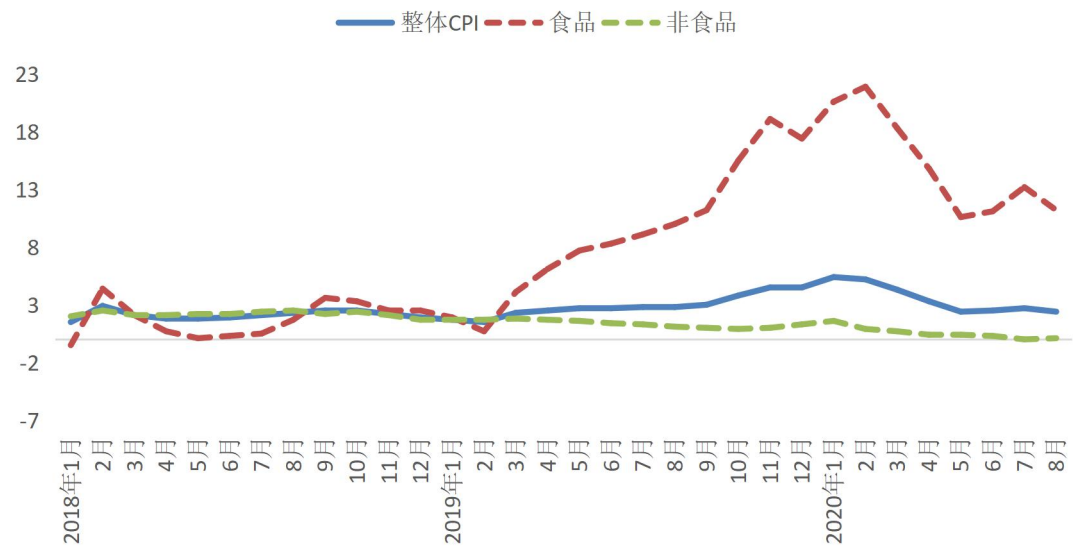
展望 9 月，猪肉价格同比涨幅还会显著下行，将带动食品价格涨幅回落至个位数，加之非食品价格短期内难现明显上行走势，预计 9 月 CPI 同比涨幅将降至 2.0%左右，而且这一涨幅回落过程有望持续至年底。这意味着今年实现将 CPI 涨幅控制在 3.5%以内的目标已没有悬念——1-8 月 CPI 累计同比涨幅已降至 3.5%。9 月 PPI 环比将保持正增，同比降幅还会继续收窄，但新涨价动能或将继续减弱，年末 PPI 同比转正难度较大。

具体分析如下：

一、8 月猪肉价格走势平稳，但上年基数跃升带动同比涨幅大幅下行，是本月食品 CPI 和整体 CPI 涨幅走低的主要原因；8 月非食品价格出现疫情以来的首次上涨，但环比、同比涨幅均仅为 0.1%，继续停留在近十年低点附近，显示当前消费市场需求不足现象仍然严峻。

8 月 CPI 同比上涨 2.4%，涨幅较上月回落 0.3 个百分点，结束了此前连续两个月的小幅反弹过程。从影响物价变化的主要因素看，8 月食品价格同比上涨 11.2%，几乎贡献了本月 CPI 的全部涨幅（2.33%）。当月食品价格涨幅较上月回落 2 个百分点，也是本月 CPI 涨幅回落的主要原因。8 月非食品价格同比上涨 0.1%，涨幅比上月提高 0.1 个百分点，仍处在逾十年来的最低点附近。这意味着当前除食品之外的整体物价涨势很弱，背后的原因是消费市场需求不振。这一现象正在成为当前经济修复的主要拖累。

图 1　CPI 增速 ：当月同比　%

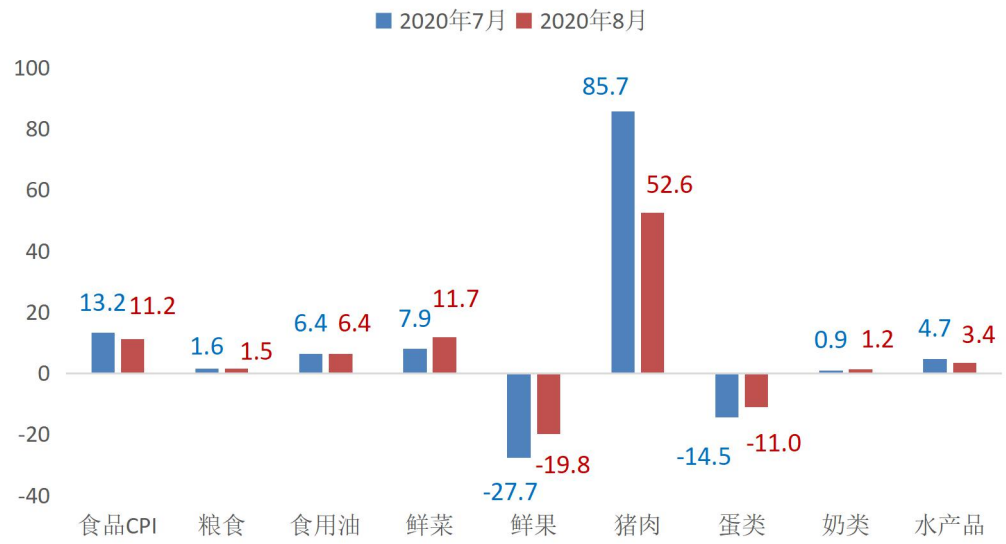


数据来源：WIND

食品价格方面，8 月餐饮业继续修复，但生猪产能也在改善，当月猪肉价格走势平稳，而上年基数跃升则带动猪肉价格同比涨幅骤降 33.1 个百分点，成为本月食品价格同比涨幅缩小 2 个百分点的主要原因。伴随限制措施进一步放宽，8 月餐饮业 PMI 继续回升,这意味着猪肉需求增加。不过，7 月生猪存栏开始同比增长，本月猪肉供应量也在增加。由此，供需基本平衡导致本月猪肉价格涨势明显回落，环比涨幅从 7 月的 10.3%降至本月的 1.2%。更为重要的是，去年 8 月受猪瘟疫情影响，猪肉价格曾出现大幅跳涨。由此，上年高基数带动 8 月猪肉价格同比涨幅骤降 33.1 个百分点至 52.6%。据测算，本月猪肉价格涨幅下行对整体 CPI 涨幅的下拉作用达到 1.1 个百分点（2020 年猪肉价格在 CPI 中的权重为 3.31%），对本月食品价格涨幅的下拉作用则高达 4.9 个百分点。这意味着猪肉价格走势正在从之前推升食品乃至整体 CPI 高增的核心动力，演变成下拉 CPI 涨幅的主要力量。

其他食品方面，受季节性因素及今年高温及降雨天气影响，本月鲜菜价格环比上涨 6.4%，同比涨幅也扩大到 11.7%；由于蛋鸡存栏量仍处低位，加之临近开学和中秋，需求增加较多，8 月鸡蛋价格上涨较快，同比降幅也缩小 2.5 个百分点。今年鲜果供应充足，8 月价格环比再降 0.4%，但因上年基数变化，同比降幅收窄 7.9 个百分点。不过，以上三类食品价格涨幅扩大或降幅缩小，难以抵消本月猪肉价格同比涨幅大幅放缓带来的影响，本月食品价格同比涨幅缩小 2 个百分点至 11.2%。值得一提的是，8 月粮食价格环比持平，同比涨幅则降至 1.5%，表明今年 4 月和 5 月粮价较快上涨的势头未能持续，当前粮价走势回到可控状态。

图 2　食品类各分项 CPI 同比增速 %

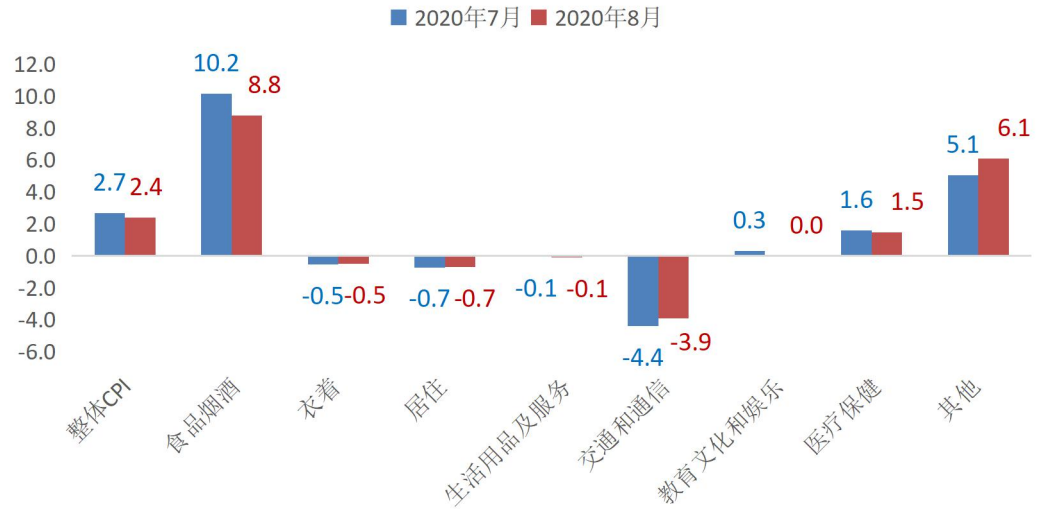


数据来源：WIND

非食品价格方面，市场需求不足现象依然明显，8月非食品价格同比涨幅微升至0.1%，继续处在逾十年低点附近。前期国际油价持续上行，7月和8月国内两次上调成品油价格，本月交通通信价格同比跌幅有所收窄。不过，除此以外的其它绝大多数商品和服务价格走势依然疲弱，同比涨幅也继续处于多年来的低位。这表明伴随疫情影响周期拉长，居民实际收入增速和收入预期都出现了明显下降，消费支出趋于谨慎。这与当前社会消费品零售总额、生活类服务消费数据持续低迷相印证，正在成为影响经济修复的主要矛盾。

8月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.5%，涨幅与上月持平，是2013年有历史记录以来的最低水平。今年以来该指标的累计涨幅降至1.0%，同样处于历史最低点，很大程度上是当前物价走势的真实写照。这表明目前缺乏物价普遍上涨的基础，不仅再通胀言之尚早，而且未来需求不足引发CPI通缩的风险反而值得重点关注。这同时也表明，“控通胀”对货币政策边际宽松的掣肘作用很小。

图3　八类商品与服务CPI同比增速 %



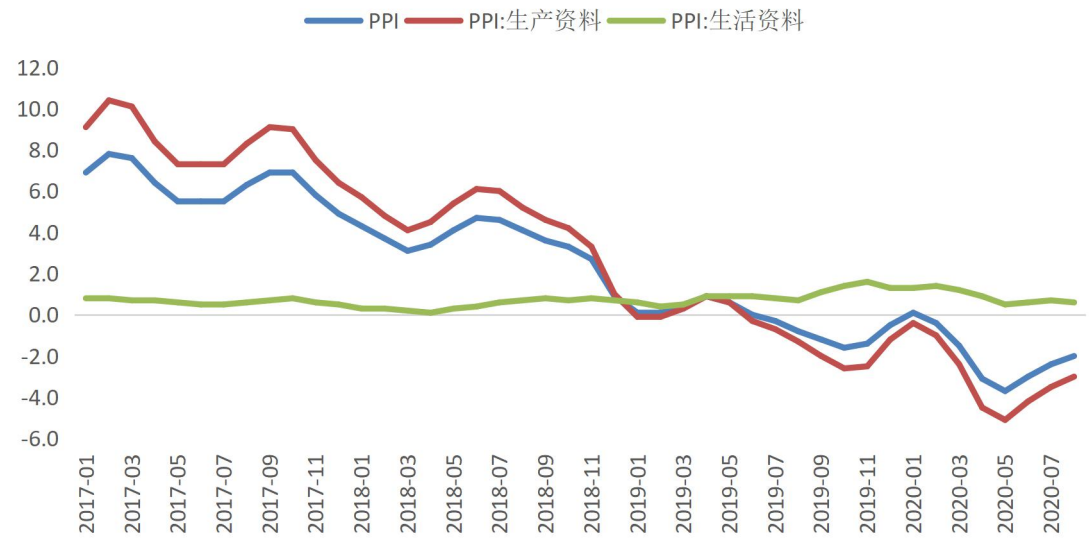
数据来源：WIND

二、主因国际油价继续波动回升，国内基建投资扩张、地产保持韧性对工业品价格构成支撑，以及 5 月以来上游涨价的影响逐步向下传导、终端需求渐进修复，带动中下游价格上涨，8 月 PPI 环比延续涨势。在新涨价和翘尾因素共同作用下，当月 PPI 同比跌幅进一步收敛。不过，从回升斜率来看，PPI 新涨价动能正在边际减弱，同比跌幅收窄幅度放缓。

8 月 PPI 环比上涨 0.3%，涨幅略低于前值 0.4%，已连续三个月维持涨势；在新涨价和翘尾因素共同作用下——8 月 PPI 翘尾因素为 0.1 个百分点（上月为 0.0 个百分点），当月 PPI 同比跌幅收敛至-2.0%，较上月回升 0.4 个百分点。

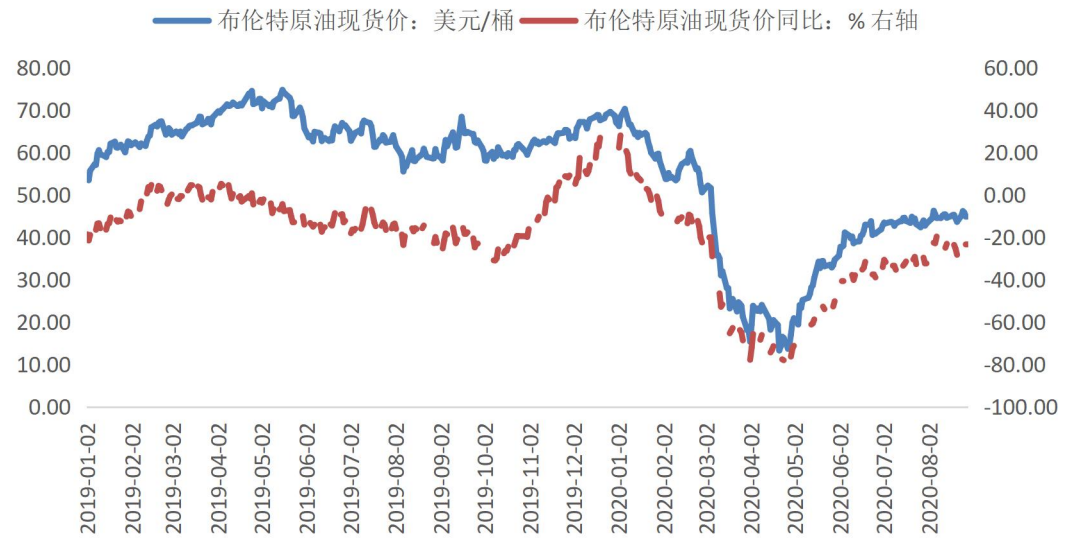
8 月 PPI 环比延续上涨，主要受三方面因素拉动：（1）尽管 8 月 OPEC 减产执行率下滑，原油产量有所增加，但在需求回升、美元指数下跌影响下，当月国际油价波动小幅回升。根据我们计算，8 月布伦特原油现货价均值为 44.99 美元/桶，环比上涨 3.4%。（2）从国内因素来看，8 月洪水影响减退、资金加速到位、支出效率提升等推动基建投资加速扩张，同时，房企融资政策收紧传导至投资端存在一定时滞，8 月房地产投资仍将维持较快增速。因此，基建和地产投资对工业品价格的支撑力度依然较强。（3）5 月以来上游价格的持续回升逐步向中下游传导，加之终端消费和服务业有所回暖，共同带动中下游价格小幅上涨。

图 4　PPI 增速：当月同比　%



数据来源：WIND

图 5　8 月国际油价波动小幅上涨

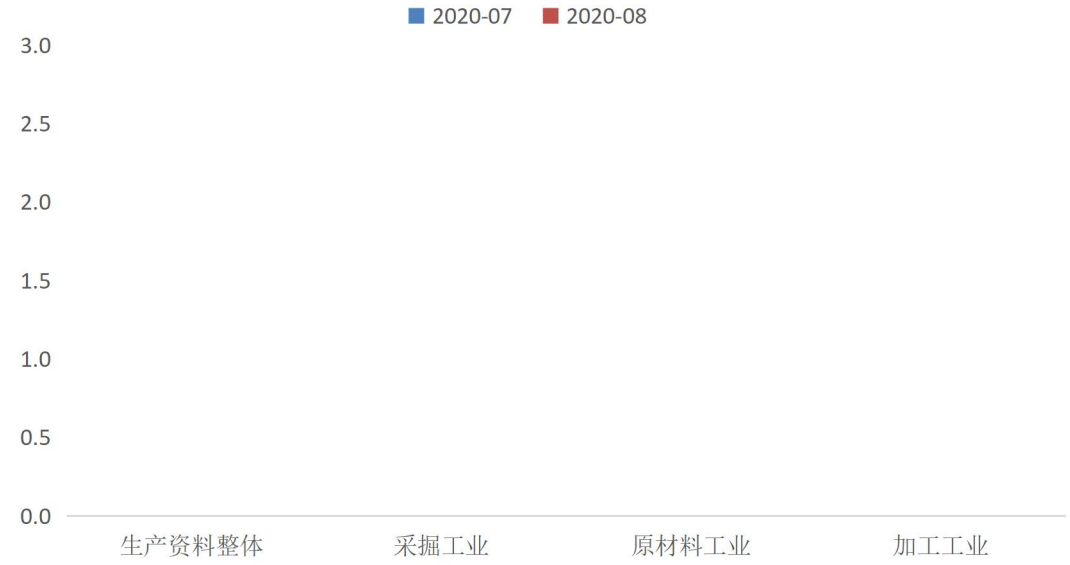


数据来源：WIND

分大类看，8 月生产资料 PPI 环比上涨 0.4%，涨幅略低于前值 0.5%，同比跌幅较上月收窄 0.5 个百分点至-3.0%，与 PPI 整体走势一致。当月各分项环比均延续上涨，但与上月相比，仅加工工业 PPI 环比涨势有所加快，涨幅从上月的 0.1%小幅提升至 0.2%，已连续三个月实现正增长，但修复步伐仍然偏缓，主要与下游需求不旺相关。当月采掘工业 PPI 环比上涨 1.6%，涨幅低于前值 3.1%，主因月内原油价格涨势趋缓，以及煤炭价格走弱；原材料工业 PPI 环比涨幅较上月下滑 0.4 个百分点至 0.5%，从细分行业看，主要受石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 环比增速下滑拖累。同比方面，8 月采掘工业、原材料工业和加工工业 PPI 同比下跌 5.8%、6.4%和 1.4%，跌幅较上月分别收窄 1.3、0.5 和 0.4 个百分点，其中后

两项主要因上年基数走低带动，与当前生产资料边际涨价动能减弱相互印证。

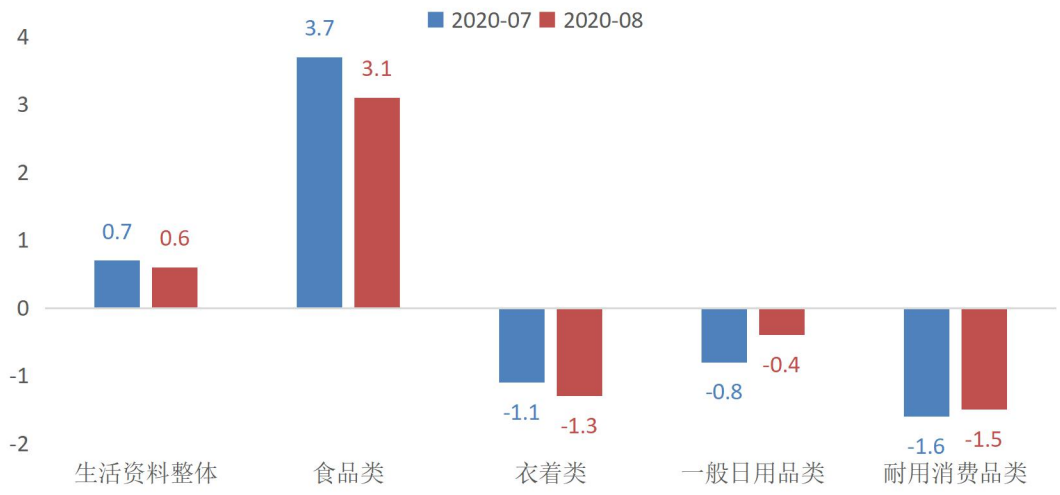
图 6　生产资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

生活资料方面，8 月生活资料 PPI 环比上涨 0.1%，涨幅与上月持平；同比上涨 0.6%，小幅低于前值 0.7%。从分项看，8 月食品类 PPI 环比涨势放缓，与当月食品 CPI 涨幅收窄相一致；衣着类和耐用消费品类 PPI 环比下跌；一般日用品类 PPI 环比转正，涨幅反弹至 0.5%。同比方面，8 月食品类 PPI 同比涨幅放缓，衣着类 PPI 同比跌幅扩大，一般日用品和耐用消费品 PPI 同比跌幅则有所收窄。整体来看，食品之外的衣着、一般日用品及耐用消费品价格同比仍为负值，同样印证当前终端消费需求不振。

图 7　生活资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

从细分行业来看，8月原油、煤炭相关行业环比涨幅明显放缓，其中，煤炭开采和洗选业PPI环比下跌0.9%；黑色金属和有色金属采选业、黑色金属冶炼及压延加工业PPI环比涨幅扩大，有色金属冶炼及压延加工业PPI环比上涨3.0%，略低于前值3.1%；汽车制造业PPI环比转负，下跌0.1%，较前值下滑0.2个百分点。同比方面，8月石油、黑色金属、有色金属相关行业PPI同比跌幅收窄或同比涨幅加快。其中，石油和天然气开采业PPI同比跌幅较上月收窄2.6个百分点至-25.2%，石油、煤炭和其他燃料加工业PPI跌幅收窄0.3个百分点至-16.7%，回升速度均已明显放缓；当月黑色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业PPI同比涨幅分别加快4.1和2.1个百分点，有色金属矿采选业和有色金属冶炼及压延加工业PPI同比涨幅分别加快1.9和2.7个百分点。

三、9月猪肉价格同比涨幅还会显著下行，将带动食品价格涨幅继续回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计9月CPI同比涨幅将降至2.0%左右。9月PPI环比将保持正增，同比降幅还将继续收窄，但新涨价动能或将继续减弱，年末PPI同比转正难度较大。

进入9月，餐饮业恢复与猪肉供给改善都将持续，供需平衡的结果可能是猪肉价格小幅走低。更为重要的是，上年9月猪肉价格涨幅曾跳升22.6个百分点，高基数将带动今年9月猪肉价格同比涨幅延续大幅回落势头，并有望带动食品CPI同比涨幅降至个位数。考虑到消费低迷状况可能还要持续一段时间，9月非食品价格将继续停留在“0”涨幅附近。综合以上，9月CPI同比涨幅有望进一步降至2.0%左右，且CPI涨幅下行过程有望持续至年底。这意味着今年实现将CPI涨幅控制在3.5%以内的目标已没有悬念——1-8月CPI累计同比涨幅已降至3.5%。

PPI方面，此前OPEC已敦促产量超出目标的产油国在8-9月进一步减产、全球经济复苏带动需求回升、美元指数震荡筑底对油价构成支撑；从国内来看，年内后续基建将进一步发力，房地产投资韧性犹存，制造业投资也将缓慢修复，对工业品价格仍有一定拉动作用，同时，前期上游涨价对中下游工业品和制成品价格的影响还将逐步显现。因此，我们判断9月PPI环比将保持正增，同比降幅还将继续收窄。但另一方面，目前全球经济复苏势头正在减弱，欧洲等主要经济体疫情出现反弹，国内政策回归常态、房企融资政策收紧，预示后续PPI新涨价动能将继续减弱，加之翘尾因素稳定在0附近，PPI同比回升斜率将进一步放缓，年末实现转正的难度较大。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。