东兴证券 DONGXING SECURITIES

PPI和核心CPI的二阶拐点意味着什么？

——8月通胀数据点评

2020年9月9日

固定收益 | 点评报告

分析师 | 张怀志 | 电话：010-66555181 | 邮箱：zhanghz@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480519080004

事件：

中国8月CPI同比上涨2.4%，预期涨2.4%；中国7月PPI同比下降2%，预期降2%，

主要观点：

CPI同比环比均回落，受基数效应影响，下半年仍处下行通道。8月猪肉供给有所改善，但需求持续增加（学校及餐饮等集团化需求复苏），环比上涨1.2%，预计后续猪肉供需仍处紧平衡，受基数效应影响同比预计继续回落，猪肉价格仍维持48元/公斤相对高位，短期看涨幅空间有限，随着猪肉供给增加，中期看猪肉价格预计回落；鲜菜价格上涨6.4%，涨幅超越季节性效应解释范围，主要受高温及降雨天气影响；受饲料成本上涨、需求恢复及猪肉价格上涨带动等因素影响，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格均有不同程度上涨；鲜果供应充足，环比下降，符合季节性规律，9月预计继续下降。

核心CPI或许已经触底，CPI非食品项疫情后首次转正，居民需求或开始改善。核心CPI走势与PPI高度一致，近期两者走势分化难以持续，核心CPI环比有所改善；8大分项中居住和其他用品服务分项改善明显，只有教育文化娱乐分项环比跌幅扩大，其他分项变动不大；CPI居住分项开始回升，20年以来首次转正，摆脱疫情以来低迷状态，随着租房旺季来临，开始显现季节性效应;其他分项环比大幅改善,环比从0.85上升至2.4，但比重较小，其他用品和服务分项16年新设，由“医疗保健及个人用品”及“娱乐教育文化用品及服务”中部分项目构成；教育文化娱乐分项仍延续低迷态势，该分项部分属于密切接触性消费，消费金额较大，受疫情影响较大；

PPI同比和环比涨幅放缓，二阶拐点或许已经到来。PPI环比上涨0.3%，涨幅比上月回落0.1个百分点。从调查的40个工业行业大类看，价格上涨的有17个，比上月减少4个；下降的18个，增加3个；持平的5个，增加1个；PPI上涨仍是由原油、铁矿石和有色金属等国际大宗商品拉动，国内大宗商品指数已经恢复至疫情前，预计国际大宗仍是拉动主力，上游对PPI整体拉动预计边际减弱；相对应上游价格回落，8月生产资料价格上涨0.4%，涨幅回落0.1个百分点，工业生产者购进价格环比上涨0.6%，涨幅回落0.3个百分点。

PPI与PMI背离一般意味着PPI环比见顶，工业需求恢复斜率或放缓。8月PPI环比与PMI出厂价格发生背离，PMI环比与PPIRM环比发生背离，而背离一般发生在PPI环比的顶部，顶背离发生往往是因为上下游或者不同行业间价格发生分化，导致指标指示方向发生背离，也说明工业品价格环比上升趋势即将被打断，预计PPI同比仍将上行。

上下游价格分化，预计上游价格涨幅放缓，下游价格尚未起色。由于复产复工进度不同，国内定价和国外定价产品价格可能发生分化，8月中国大宗商品价格指数均值为145.68，超过19年均值139.6，8月上涨速度较7月减慢；8月CRB综合指数平均值为383.68，19年均值为404左右，8月上涨速度较7月加快。从PPI生活资料出厂价格环比看，连续三个月持平（0.1），下游价格上升趋势尚未启动。

疫情以来，工业需求和居民需求分化，受地产和基建拉动，工业需求恢复较快，而居民需求受疫情和收入预期影响持续萎靡，表现为5月以来PPI和核心CPI走势持续分化。从8月数据看，两者都到了二阶拐点，工业需求开始放缓，居民需求开始恢复，预计PPI与核心CPI剪刀差将要收窄，两者走势或将很快再度趋同。

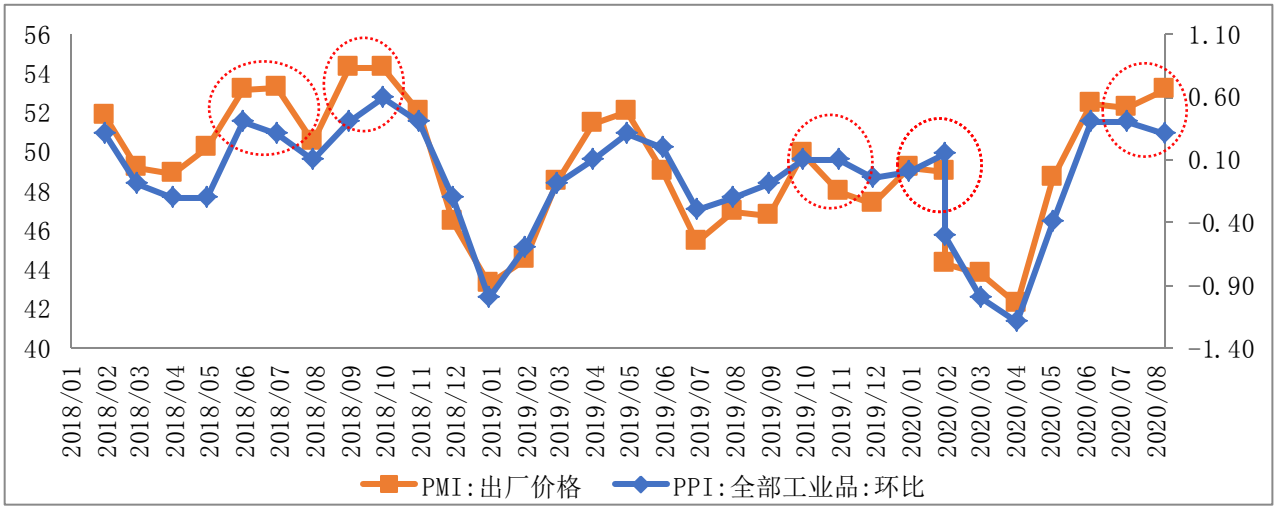
经济仍在复苏阶段，但复苏斜率放缓是大概率事件，PPI环比放缓，PPI同比快速上行阶段或许结束，投资端对经济拉动作用难以持续增强，GDP重回6%的难点在居民端，GDP中消费绝对比重是最大的，核心CPI走平显示居民端需求有触底迹象，经济复苏后半段将越来越依靠居民端。

图1：CRB 指数与国内大宗商品价格背离



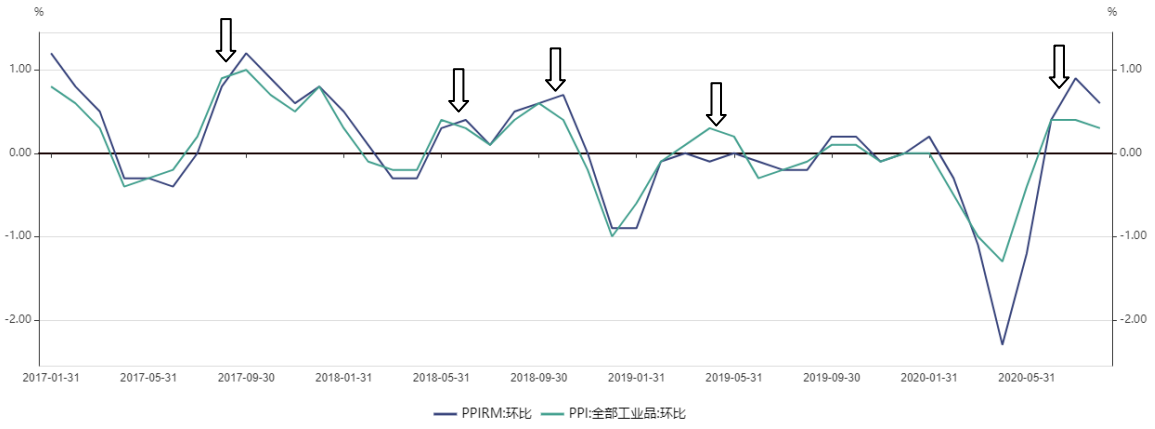
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：PPI 与 PMI 出厂价格发生顶背离



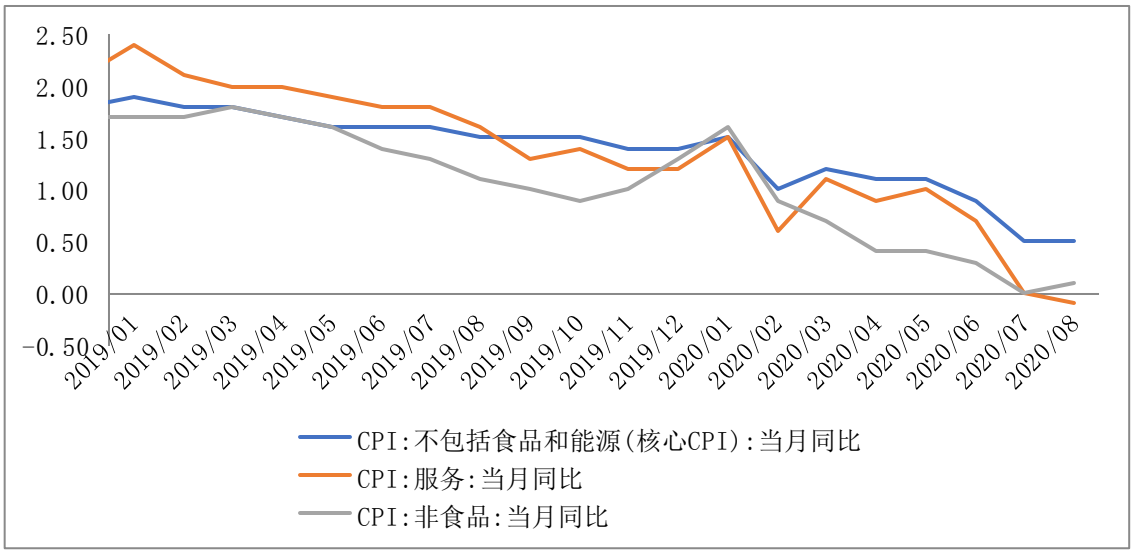
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：PPI（出厂价格）与 PPIRM（购进者价格）顶背离



资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：核心 CPI 和 CPI 服务跌幅收窄



资料来源：wind，东兴证券研究所

风险提示：疫情发展超预期

相关报告汇总

单击此处输入文字。

报告类型	标题	日期
点评报告	猪价带动 CPI 短暂上行，PPI 回升上游贡献大	2020-8-11
点评报告	猪价拉动 CPI 难持续，油价对 PPI 拉动渐弱	2020-7-9
点评报告	PPI 同比或触底，下半年仍处低位	2020-6-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张怀志

张怀志，固收研究员，经济学博士，研究经验丰富，先后参与科技部项目、发改委课题及多项国家自然科学基金，发表核心论文 6 篇，参编专著 3 本，2017 年加入东兴证券从事宏观研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526