宏观研究

未来半年通胀不会制约货币政策

——8月物价数据点评

宏观事件点评 2020年09月10日

报告摘要：

8月CPI同比上涨2.4%，核心CPI同比上升0.5%，PPI同比下降2.0%。

- **重要信息，核心CPI与利率债走势裂口走阔**

8月，核心CPI继续维持0.5%低位。核心CPI是反映社会经济实际需求的重要指标，也与利率债走势较为密切。但自今年5月以来，核心CPI与利率债走势出现裂口，一方面是核心CPI持续走低，另一方面是十年期国债收益率持续上升，这种分化可能是政策因素造成的。由于5月以来利率债供给量较大、以及金融稳杠杆因素导致货币政策边际收紧，使十年期国债有所上行。

- **展望一：未来半年CPI难以大幅反弹，通胀不会制约货币政策**

未来半年，CPI基数将大幅走高。另一方面，由于生猪产能释放，猪肉价格有向下压力，因此未来半年CPI预计维持低位，今年10月至明年2月CPI将维持在2%以下。对于核心CPI而言，如果新冠疫苗能提前问世，那么消费可能会迎来报复性反弹，核心CPI走高；反之，如果秋冬季疫情二次爆发，那么消费将受到压制，核心CPI将继续维持低位。

- **展望二：未来半年PPI将快速反弹，带动工业利润修复**

由于今年上半年PPI基数较低，明年上半年PPI将快速反弹，预计到明年3月PPI将反弹至2%上方，带动工业利润修复。另一方面，PPI反弹速率也取决于国际油价走势，如果明年疫苗提前问世，则国际油价将恢复至50-60美元/桶左右的位置，PPI反弹速率将提高；反之，如果全球疫情二次爆发，则国际油价预计将在35-45美元左右徘徊，将对PPI形成拖累。

- **展望三：未来半年通胀温和可控，对股市形成利好**

CPI来看，未来半年CPI中枢值预计维持在2%下方，对货币政策不会构成制约，通胀温和可控。PPI来看，未来半年PPI将快速反弹，带动工业利润持续修复，对周期股形成利好，盈利改善背景下周期股行情值得期待。总体来看，未来半年中国暂不存在通胀和通缩基础，物价处于可控区间。

- **风险提示：**生猪供应超预期，疫情二次爆发、疫苗提前问世等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

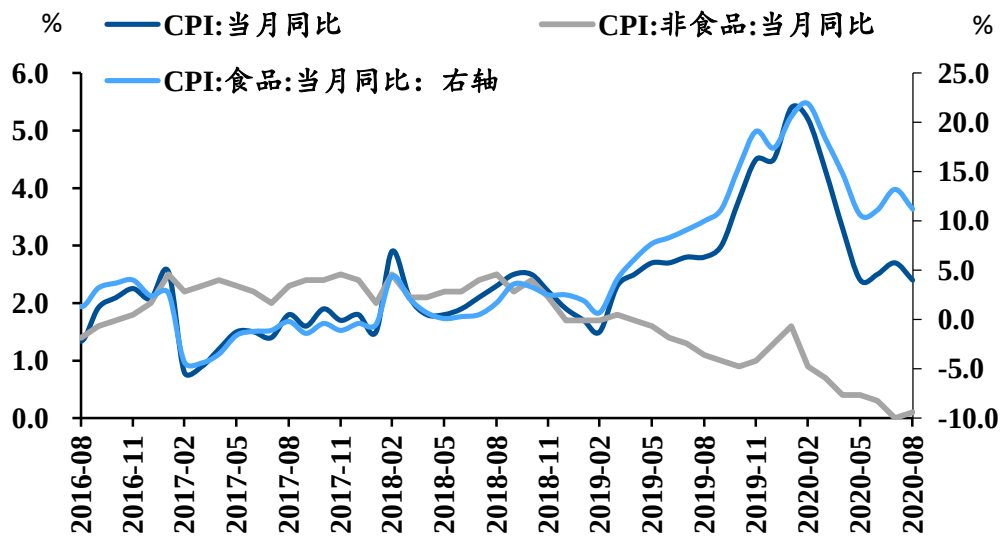
相关研究

一、数据表现：CPI 同比上涨 2.4%，PPI 同比下降 2.0%

（一）CPI 同比下降，环比回升

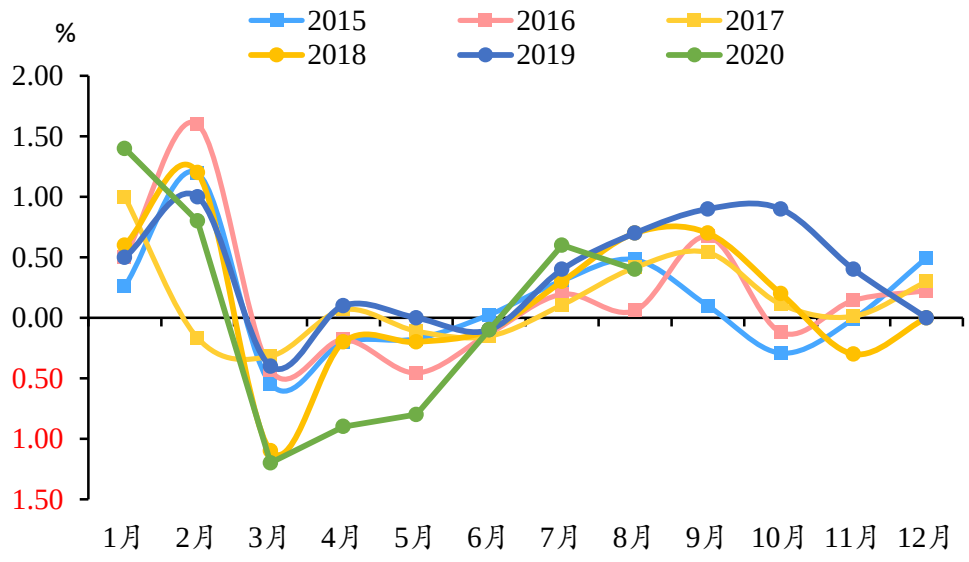
8 月 CPI 同比下降，环比回升。2020 年 8 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.4%。其中，城市上涨 2.1%，农村上涨 3.2%；食品价格上涨 11.2%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 3.9%，服务价格下降 0.1%。1—8 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.5%。8 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.4%。其中，城市上涨 0.4%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 1.4%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 0.6%，服务价格持平。

图 1：8 月 CPI 同比回落至 2.4%



资料来源：Wind，民生证券研究院

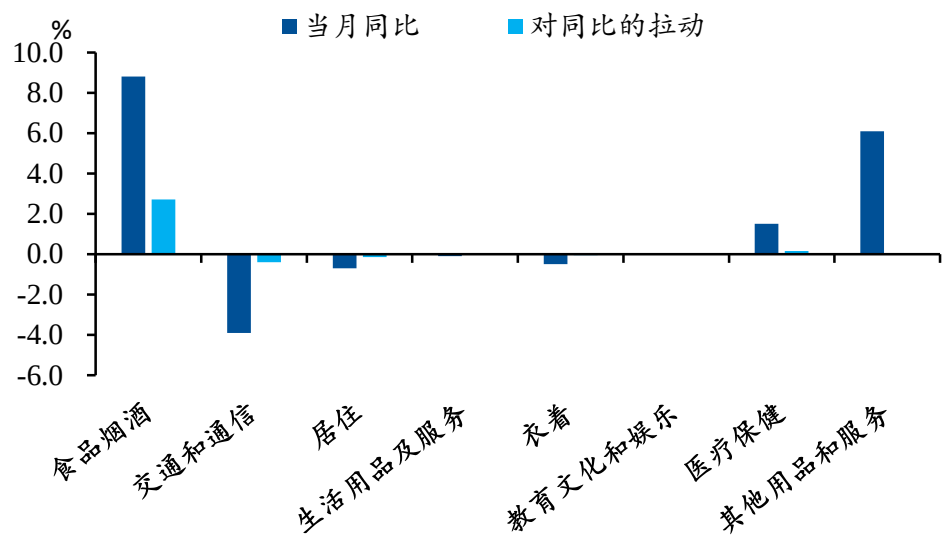
图 2：8 月 CPI 环比回升 0.4%



资料来源：Wind，民生证券研究院

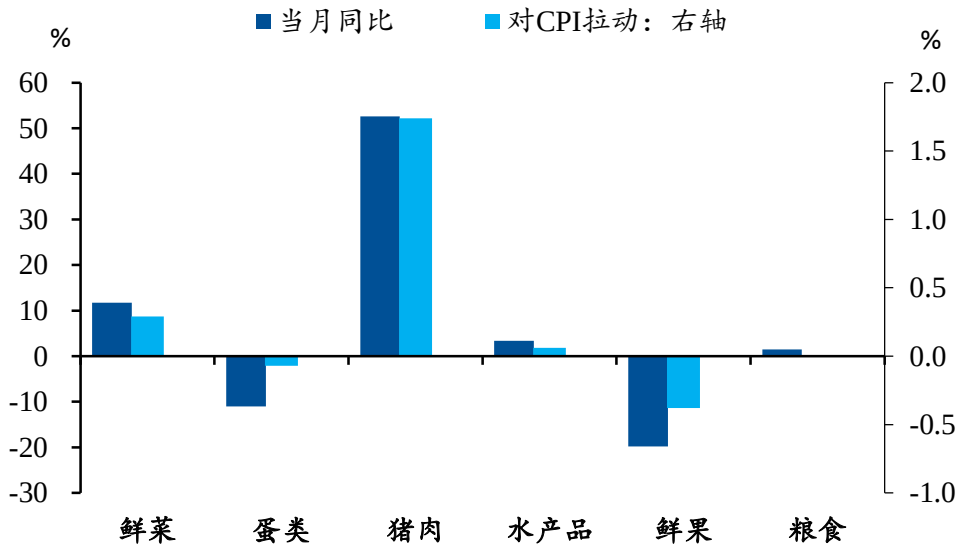
从大类同比看，食品烟酒上涨是 CPI 上涨的主要推动力：（1）8 月份，食品烟酒类价格同比上涨 8.8%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 2.71 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 42.0%，影响 CPI 上涨约 2.28 个百分点，其中猪肉价格上涨 52.6%，影响 CPI 上涨约 1.74 个百分点；鲜菜价格上涨 11.7%，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点；水产品价格上涨 3.4%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；鲜果价格下降 19.8%，影响 CPI 下降约 0.38 个百分点；蛋类价格下降 11.0%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点。（2）其他七大类价格两涨一平四降。其中，其他用品和服务、医疗保健价格分别上涨 6.1%和 1.5%；教育文化和娱乐价格持平；交通和通信、居住价格分别下降 3.9%和 0.7%，衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.5%和 0.1%。

图 3：8 月食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

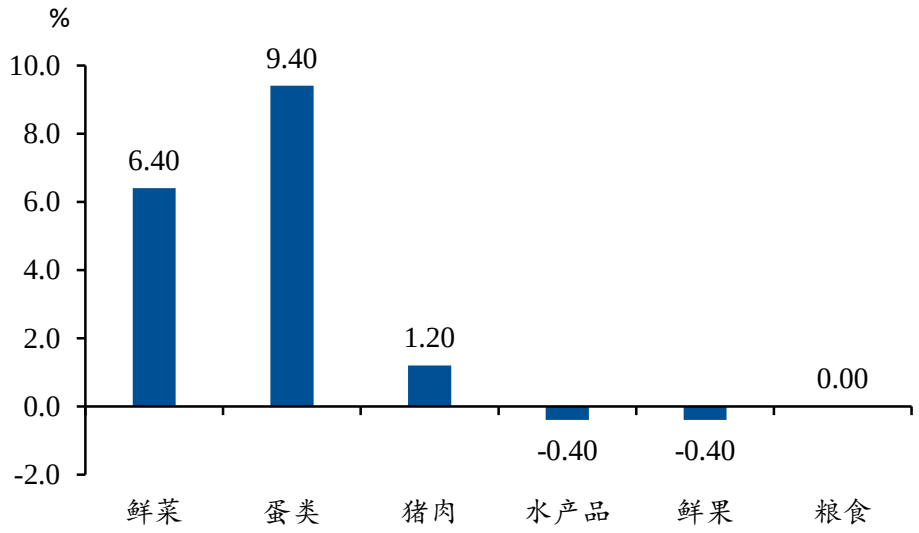
图 4：猪肉是拉动 CPI 同比上升的主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究院

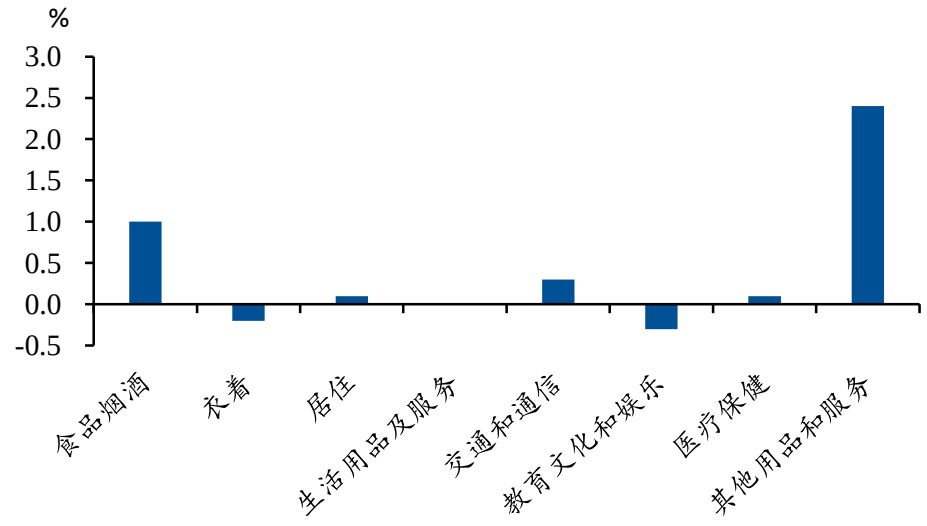
从大类环比看，受鲜菜和蛋类带动，食品烟酒有所回升：（1）食品：8 月份，食品烟酒类价格环比上涨 1.0%，影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点。食品中，蛋类价格上涨 9.4%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；鲜菜价格上涨 6.4%，影响 CPI 上涨约 0.16 个百分点；畜肉类价格上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点，其中猪肉价格上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；水产品和鲜果价格均下降 0.4%，合计影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。（2）非食品：其他七大类价格环比四涨一平两降。其中，其他用品和服务、交通和通信价格分别上涨 2.4%和 0.3%，居住、医疗保健价格均上涨 0.1%；生活用品及服务价格持平；教育文化和娱乐、衣着价格分别下降 0.3%和 0.2%。

图 5：8 月食品类环比分项情况



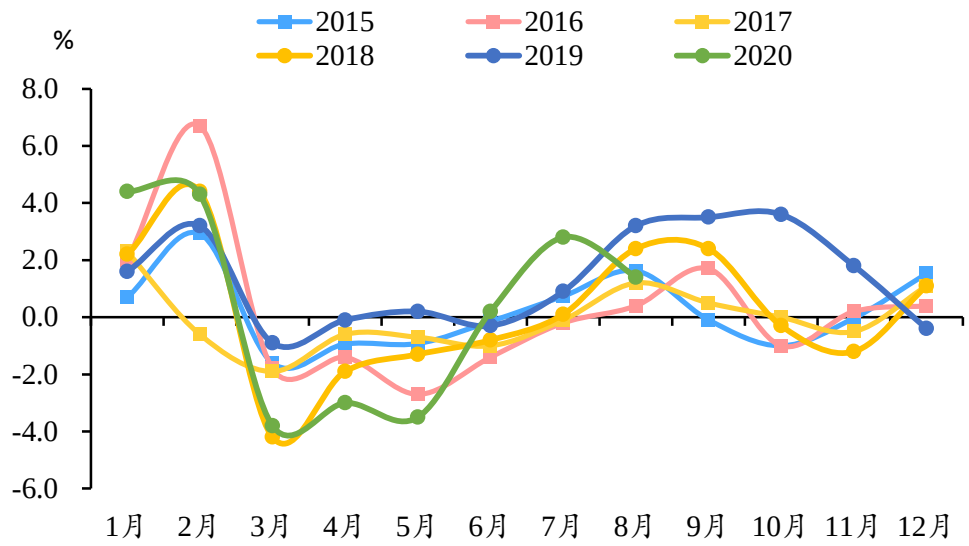
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：8 月 CPI 环比分项



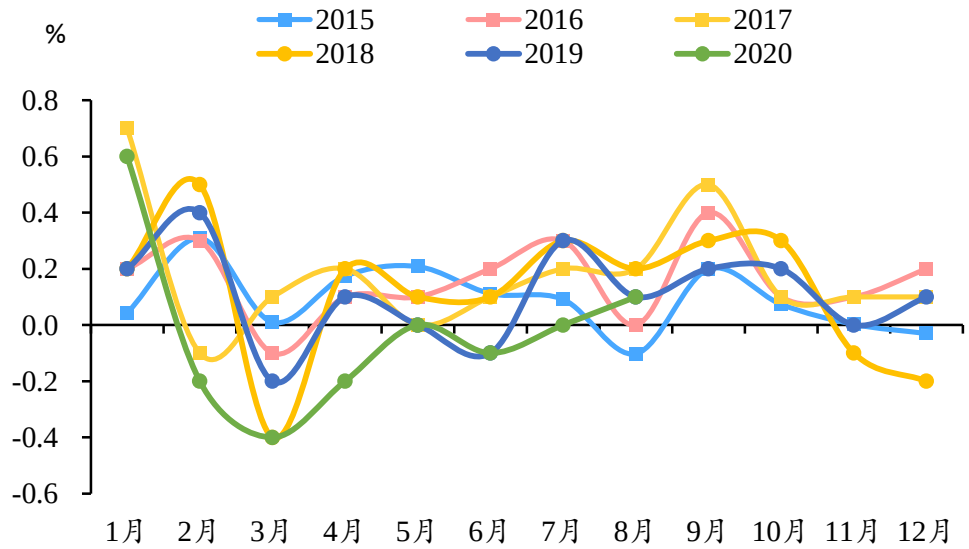
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：8 月 CPI 食品环比处于历史中间水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：8 月 CPI 非食品环比处于历史中间水平

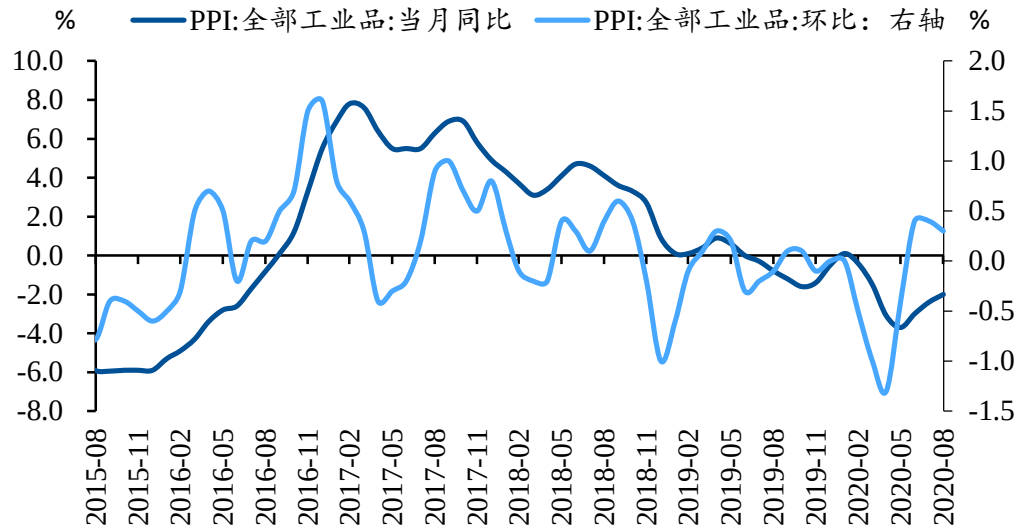


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）PPI 环比有所改善

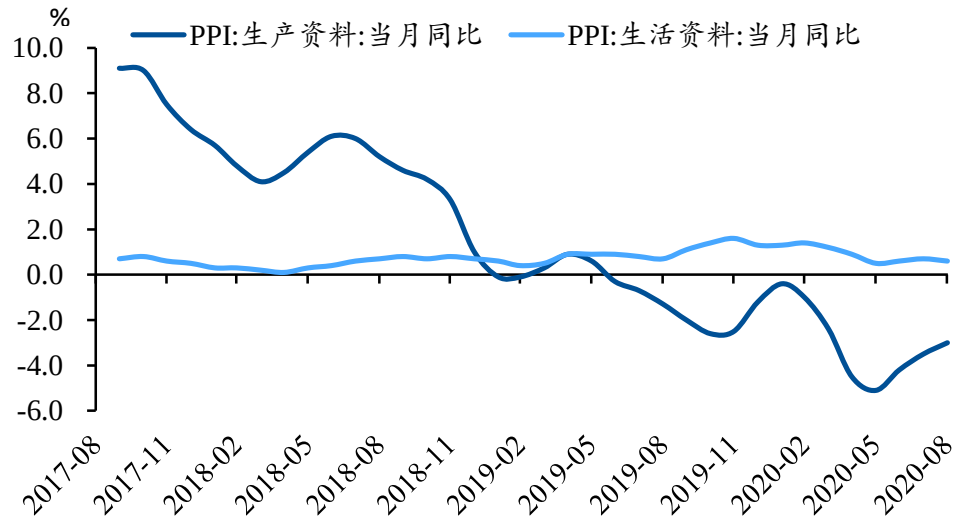
PPI 生产资料同比增速为负，生活资料同比增速为正： 8 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.0%，环比上涨 0.3%；工业生产者购进价格同比下降 2.5%，环比上涨 0.6%。1—8 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.0%，工业生产者购进价格下降 2.7%。工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比下降 3.0%，降幅比上月收窄 0.5 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 2.19 个百分点。其中，采掘工业价格下降 5.8%，原材料工业价格下降 6.4%，加工工业价格下降 1.4%。生活资料价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.15 个百分点。

图 9：8 月 PPI 环比增速继续为正



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：8 月生产资料同比增速有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

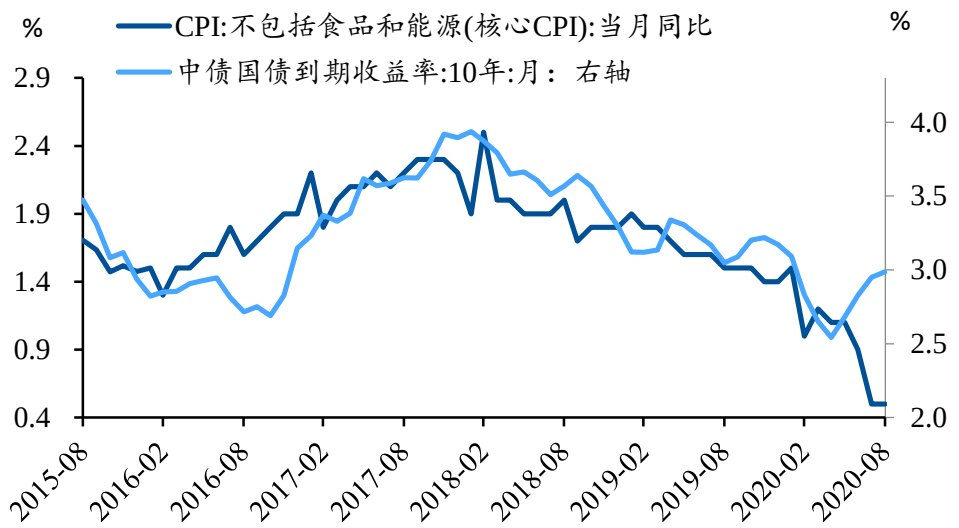
从同比看：采掘工业价格下降 5.8%，原材料工业价格下降 6.4%，加工工业价格下降 1.4%。生活资料价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.15 个百分点。其中，食品价格上涨 3.1%，衣着价格下降 1.3%，一般日用品价格下降 0.4%，耐用消费品价格下降 1.5%。

从环比看：工业生产者出厂价格中，生产资料价格上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.26 个百分点。其中，采掘工业价格上涨 1.6%，原材料工业价格上涨 0.5%，加工工业价格上涨 0.2%。生活资料价格上涨 0.1%，涨幅与上月相同，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.02 个百分点。其中，食品价格上涨 0.2%，衣着价格下降 0.2%，一般日用品价格上涨 0.5%，耐用消费品价格下降 0.4%。

二、重要信息：核心 CPI 与利率债走势出现裂口

重要信息一，核心 CPI 与利率债走势裂口走阔。8 月，核心 CPI 继续维持 0.5%低位。核心 CPI 是反映社会经济实际需求的重要指标，也与利率债走势较为密切。但自今年 5 月以来，核心 CPI 与利率债走势出现裂口，一方面是核心 CPI 持续走低，另一方面是十年期国债收益率持续上升，这种分化可能是政策因素造成的。由于 5 月以来利率债供给量较大、以及金融稳杠杆因素导致货币政策边际收紧，使十年期国债有所上行。

图 11：核心 CPI 和利率债走势出现裂口



资料来源：Wind，民生证券研究院

重要信息二，猪肉供给有大幅增加趋势，未来猪肉有望明显回落。据农业农村部监测，7 月份全国生猪存栏环比增长 4.8%，连续 6 个月增长，同比增长 13.1%。这是自 2018 年 4 月份以来生猪存栏首次实现同比增长，也是继 6 月份能繁母猪存栏同比增长后，生猪产能恢复的又一个重要拐点。同时，7 月份能繁母猪存栏环比增长 4.0%，连续 10 个月增长，同比增长 20.3%。三季度由于洪涝灾害和猪肉需求集中释放等因素，猪肉供应偏紧、价格高位震荡，但由于生猪供应快速恢复，叠加上市公司大幅提高生猪供应规划产能，今年四季度乃至明年一季度预计猪价将有所回落。

重要信息三，油价库存仍处高位，短期内油价难以大幅反弹。根据英国的调查显示，由于以沙特阿拉伯为首的海湾欧佩克成员国自愿额外减产告一段落，欧佩克+石油生产纪律有所下降，　22 个产油国欧佩克+联盟的配额完成率从 6 月的 106%下降到 7 月的 96%，其原油总产量增加了 110 万桶/天，由于俄罗斯等产油国 8 月产量继续增加，预计 8 月 OPEC+配额完成率将继续下降。短期来看，全球原油库存仍处高位，预计油价难以大幅反弹，将继续维持在 45 美元/桶下方。

图 12：油价库存仍处于高位，短期内油价难以大幅反弹

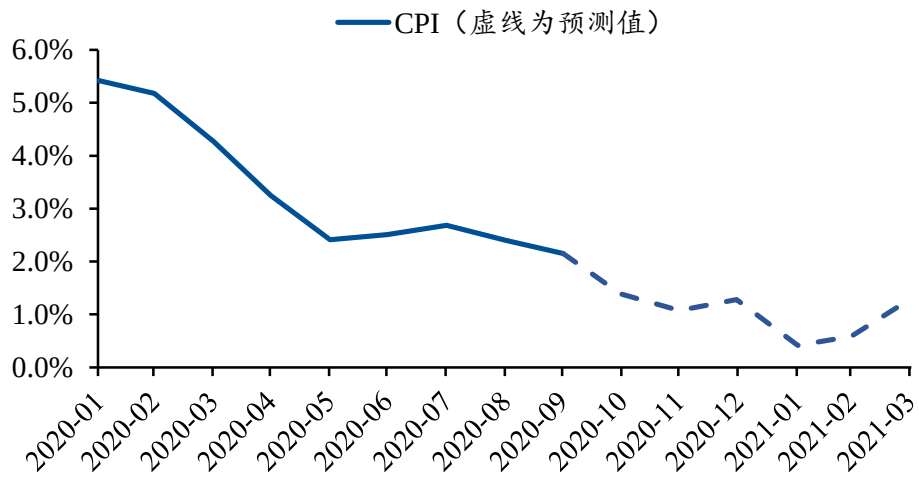


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：未来半年 CPI 难以大幅反弹，通胀不会制约货币政策

未来半年 CPI 难以大幅反弹。未来半年，CPI 基数将大幅走高。另一方面，由于生猪产能释放，猪肉价格有向下压力，因此未来半年 CPI 预计维持低位，今年 10 月至明年 2 月 CPI 将维持在 2%以下。对于核心 CPI 而言，如果新冠疫苗能提前问世，那么消费可能会迎来报复性反弹，核心 CPI 走高；反之，如果秋冬季疫情二次爆发，那么消费将受到压制，核心 CPI 将继续维持低位。

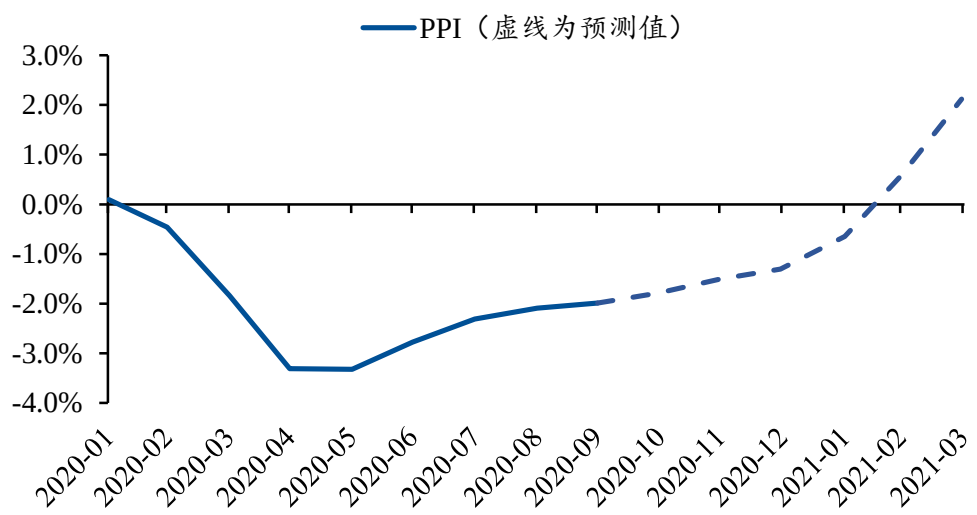
图 13：未来半年 CPI 中枢值预计维持在 2%下方



资料来源：Wind，民生证券研究院

未来半年 PPI 将快速反弹，带动工业利润修复。由于今年上半年 PPI 基数较低，明年 PPI 将快速反弹，预计到明年 3 月 PPI 将反弹至 2%上方，带动工业利润修复。另一方面，PPI 反弹速率也取决于国际油价走势，如果明年疫苗提前问世，则国际油价将恢复至 50-60 美元/桶左右的位置，PPI 反弹速率将提高；反之，如果全球疫情二次爆发，则国际油价预计将在 35-45 美元左右徘徊，将对 PPI 形成拖累。

图 14：未来半年 PPI 将快速反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

未来半年通胀温和可控，对股市形成利好。CPI 来看，未来半年 CPI 中枢值预计维持在 2%下方，对货币政策不会构成制约，通胀温和可控。PPI 来看，未来半年 PPI 将快速反弹，带动工业利润持续修复，对周期股形成利好，盈利改善背景下周期股行情值得期待。总体来看，未来半年中国暂不存在通胀和通缩基础，物价处于可控区间。

风险提示

生猪供应超预期，疫情二次爆发、疫苗提前问世等。

插图目录

图 1：8 月 CPI 同比回落至 2.4%.....2
图 2：8 月 CPI 环比回升 0.4%.....2
图 3：8 月食品烟酒是拉动 CPI 同比上涨的根本原因.....3
图 4：猪肉是拉动 CPI 同比上升的主要原因.....3
图 5：8 月食品类环比分项情况.....4
图 6：8 月 CPI 环比分项.....4
图 7：8 月 CPI 食品环比处于历史中间水平.....5
图 8：8 月 CPI 非食品环比处于历史中间水平.....5
图 9：8 月 PPI 环比增速继续为正.....6
图 10：8 月生产资料同比增速有所回升.....6
图 11：核心 CPI 和利率债走势出现裂口.....8
图 12：油价库存仍处于高位，短期内油价难以大幅反弹.....9
图 13：未来半年 CPI 中枢值预计维持在 2%下方.....10
图 14：未来半年 PPI 将快速反弹.....11

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。