宏观研究

8 月 CPI 的三大看点

2020 年 09 月 09 日

分析师：李奇霖
执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼
执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@ykzq.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

投资要点

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

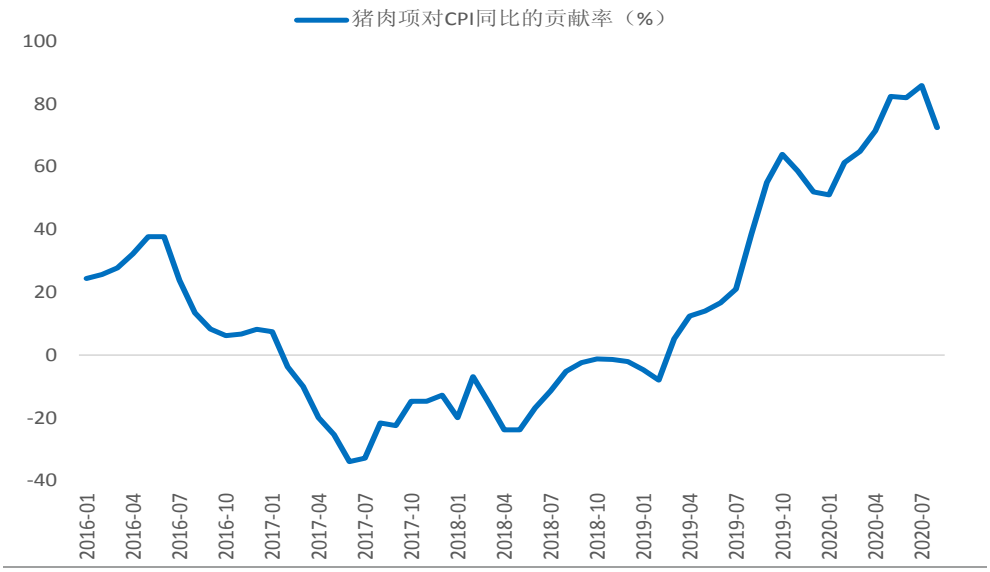
图表 1： 猪肉对 CPI 的影响开始弱化..... 3
图表 2： CPI 其他用品和服务环比与足金价格环比具有较强同步性..... 4

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。

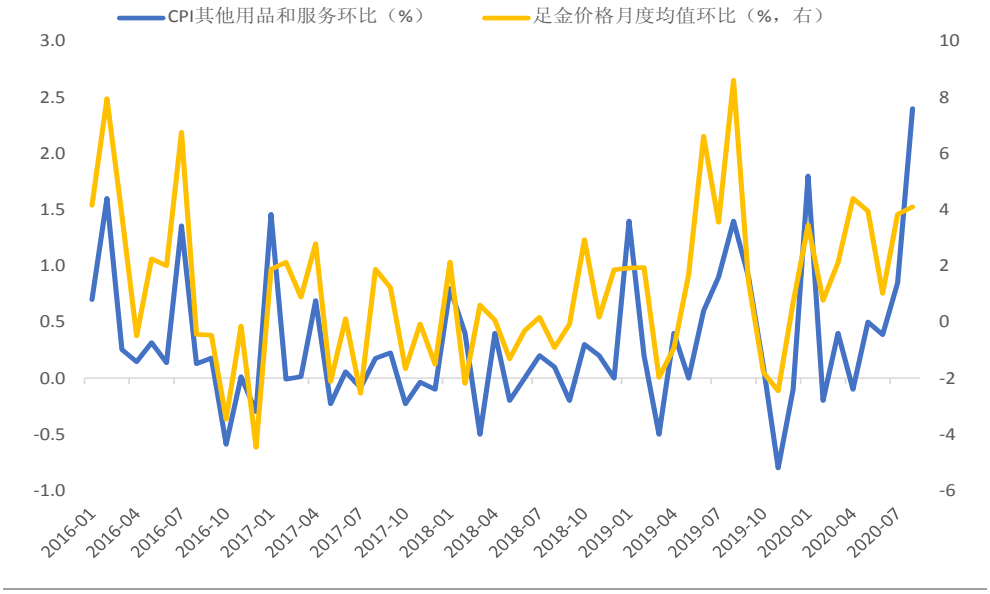
第三，其他用品和服务，8 月环比 2.4%，同比 6.1%，两者都是 2016 年开始公布数据以来的最高值。

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。二是反映上游和中游原材料价格的 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。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com