

CPI 低预期的背后？

事件：

9月9日，统计局公布8月物价数据：CPI同比上涨2.5%，预期2.8%，前值2.7%；PPI同比上涨2.3%，预期3%，前值4.2%。

点评：

■ **非食品降幅扩大等拖累 CPI 低预期，往后或成为 CPI 走势节奏的关键变量**

食品涨价回落、叠加非食品拖累，使得 CPI 低预期。8月，CPI同比2.5%、低于预期的2.8%，核心CPI同比走平于0.2个百分点；CPI环比走平、上月为上涨0.1个百分点。分项环比中，食品涨幅收窄2.5个百分点至0.5%、低于往年同期的1.4%，主因猪价涨幅回落拖累；非食品降幅扩大0.2个百分点至-0.3%、为近年同期最低值，交通通信、文教娱拖累明显，或缘于油价下行、疫情阶段性干扰等。

关注非食品价格波动对 CPI 走势节奏的影响。近两个月的CPI低预期，与非食品拖累关联度较大，也一定反映在核心CPI中、由6月的1%降至0.8%，主因上游原材料涨价传导放缓、疫情阶段性干扰服务价格回升等。往后来看，CPI非食品同比或已见顶、6月已达阶段性高点2.5%，关注后续走势变化对CPI影响等。

■ **PPI 同比超预期回落、主因生产资料拖累，尤其是上游原油链、黑色链等**

PPI 同比超预期回落、主因生产资料拖累，生活资料支撑减弱。8月，PPI同比2.3%、涨幅回落1.9个百分点，低于预期的3%；环比降幅收窄0.1个百分点至-1.2%。大类环比中，生产资料降幅收窄0.1个百分点，主因原材料和加工工业环比较上月回升，采掘依然拖累、环比降幅扩大2.6个百分点至-4.5%；生活资料环比由升转降至-0.1%，其中，食品、耐用消费品较上月均回落0.6个百分点。

分行业看，国际油价下行、国内保供稳价下，原油、黑色链多有回落，稳增长下，部分行业价格回升。其中，石油开采、石油加工环比降幅扩大6和2.8个百分点至-7.3%和-4.8%，原油链的化学原料和化学纤维降幅延续扩大分别至-3.7%和-2.1%；受基建投资拉动，黑色冶炼、有色冶炼环比较上月上涨超2个百分点；部分中下游行业环比转负，例如，食品制造、汽车制造均由平转为-0.2%。

重申：下半年 CPI 通胀抬升已成“共识”，关注明年上半年通胀超预期的潜在可能。明年核心CPI抬升，或成为CPI中枢进一步抬升重要变量之一，核心驱动或来自线下活动修复下，服务业“补偿式”涨价等。叠加猪周期启动等，中性情景下，明年上半年中枢或接近3%（详情参见《通胀的“序章”》、《通胀，潜在的风险点》、《CPI中枢，上去容易下来难》）。

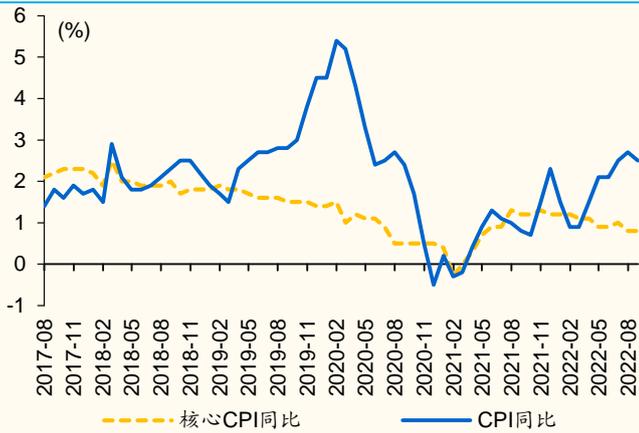
风险提示：生猪供给加速出清，原材料供给不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

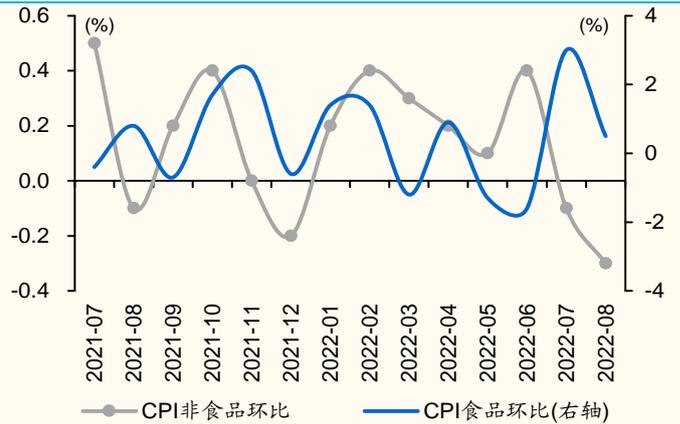
马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 8月, CPI回落至2.5%、核心CPI持平0.8%



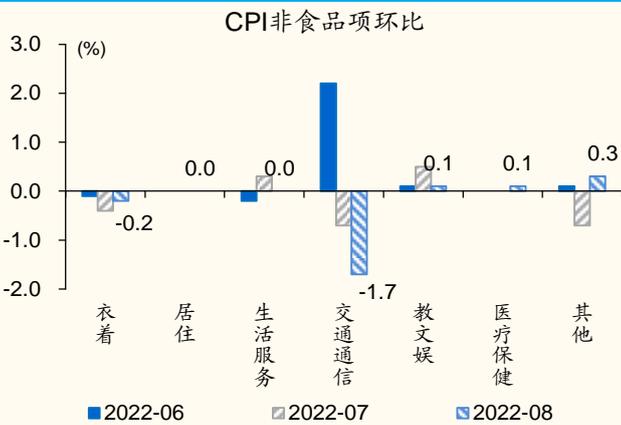
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 食品环比涨幅回落, 非食品延续下行至-0.3%



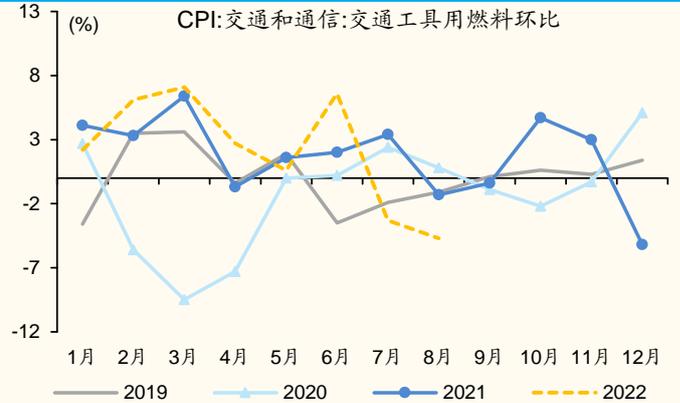
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 分项中, CPI非食品中交通通信拖累明显



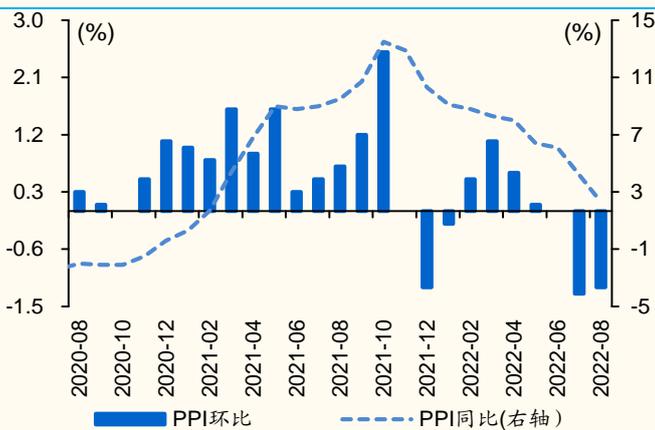
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 与原油相关的CPI交通工具燃料大幅走弱



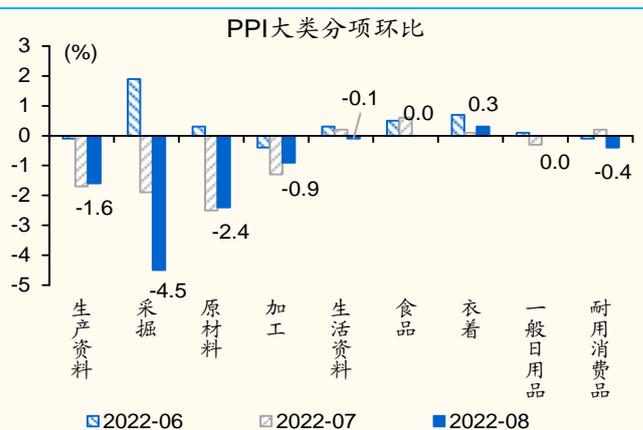
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 8月, PPI同比2.3%、涨幅回落1.9个百分点



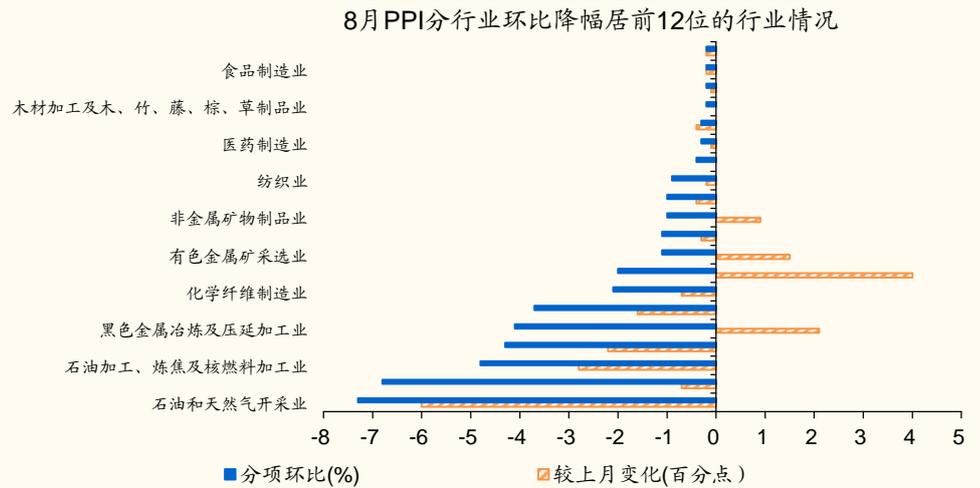
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 生产资料拖累延续、生活资料支撑减弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 8月, 上游原油链、黑色链环比明显走弱



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、**生猪供给加速出清。**伴随养殖利润持续侵蚀，猪企资金消耗和偿债压力的加大，或使得能繁母猪产能加速去化，猪价持续、大幅上涨。
- 2、**原材料供给不及预期。**部分商品产能受限超预期，价格大幅攀升。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402