

2017 年 8 月 CPI、PPI 数据点评及债市分析

# 季节性扰动推高通胀，高基数和弱需求有利未来通胀回落



**中信证券**  
CITIC SECURITIES

中信证券研究部

2017 年 9 月 11 日

联系人：明明

电话：010-60837202

邮件：mingming@citics.com

章立聪

电话：021-20262132

邮件：zhanglicong@citics.com

执业证书编号：S1010514110002

余经纬

电话：010-60836514

邮件：yujingwei@citics.com

执业证书编号：S1010517070005

## 事项：

9 月 9 日，国家统计局公布数据显示，8 月 CPI 同比上涨 1.8%，预期 1.7%，前值 1.4%；PPI 同比上涨 6.3%，预期 5.8%，前值 5.5%；CPI 同比涨幅扩大 0.4%，环比上涨 0.3%，涨幅继续扩大。PPI 同比涨幅回升，环比上涨，经济韧性较强。对此，我们点评如下：

## 评论：

8 月 CPI 同比涨幅较上月大幅，创下年内新高。因环保因素导致的鸡蛋价格大涨和受季节性因素导致的鲜菜价格上升是主要原因，同时叠加基数因素，导致 CPI 增速远超预期。随着食品类价格涨幅收窄和基数效应显现，预计下月 CPI 同比增速将有所收窄。PPI 环比继续上涨，受煤炭钢铁等上游商品价格大涨的影响，相关产业价格涨幅继续扩大，但总体来看 8 月下旬以来，煤炭钢铁期货价格均出现波动和震荡下行，近期上游商品价格和周期行业股票上涨趋势受到遏制并转为震荡调整，市场对经济基本面强力复苏的预期也开始修正。建议关注 CPI 中食品价格走势，鸡蛋和蔬菜价格增速开始放缓，猪肉涨幅仍保持温和。

### CPI

8 月 CPI 同比增速 1.8%，增速较上月扩大 0.4 个百分点，创下年内新高。因环保因素导致的鸡蛋价格大涨和受季节性因素导致的鲜菜价格上升是主要原因，同时叠加基数因素，导致 CPI 增速远超预期。随着食品类价格涨幅收窄和基数效应显现，预计 9 月 CPI 同比增速将有所收窄。

根据 CPI 四分法：

8 月食品同比下降 0.2%，跌幅较上月缩小 0.9 个百分点，拉高 CPI 总体 0.19 个百分点。环保加码导致鸡蛋价格大涨和因季节性因素导致的鲜菜价格上升是主要原因，同时猪肉价格从之前低点反弹，跌幅收窄。本月以来，鸡蛋、鲜菜、猪肉等价格趋稳，水果、水产价格继续回落，叠加去年同期基数较高的因素，涨幅或将较 8 月回落。主要分项：鲜菜同比上涨 9.7%，涨幅创去年 12 月以来新高；猪肉同比下跌 13.4%，跌幅比上月收窄 2.1 个百分点；蛋类同比上涨 4.3%，自去年七月以来首次由负转正；鲜果同比不变，涨幅较上月收窄 1.71 个百分点。

工业消费品同比涨 1.6%，比上月扩大 0.3 个百分点，拉高 CPI 总体 0.13 个百分点。受去年同期汽油价格处于历史低点的原因，交通工具用燃料价格涨幅大幅扩大，中西药价同比涨幅与上月基本持平。主要分项：交通工具用燃料同比上涨 7%，比上月扩大 5.8 个百分点；中药同比上涨 5.9%，与上月持平；西药同比上涨 6.2%，比上个月提升 0.1 个百分点。

房租外服务同比涨 3.15%，比上月上升 0.25 个百分点，拉高 CPI 总体 0.06 个百分点。暑假因素导致旅游同比增速增幅扩大。主要分项：家庭服务同比上涨 4.2%，与上月持平；旅游同比上涨 3.5%，比上月扩大 0.3 个百分点；医疗服务同比上涨 6.4%，较上月扩大 0.8 个百分点。

房租同比涨幅 3.00%，较上月扩大 0.1 个百分点，拉高 CPI 总体 0.01 个百分点。季节性因素叠加中小学开学带来的需求是主要原因。随着季节性因素逐渐经过，房租同比增速仍将保持稳定。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## PPI

**8月PPI环比上涨0.9%；同比增幅6.3%，增幅较上月扩大0.8个百分点；**同比涨幅中，去年价格变动翘尾因素贡献4.4个百分点，新涨价因素贡献1.9个百分点，生产资料依然是PPI走高的主因。分项来看，生产资料同比增速较上月扩大1个百分点，环比增速较上月扩大1个百分点；生活资料同比增速较上月扩大0.1个百分点，环比增速较上月扩大0.1个百分点。另外，8月工业生产者购进价格指数同比涨7.7%，与PPI差值为1.4%，差值较上月收窄0.1个百分点。

**生产资料同比上涨8.3%，增幅较上月扩大1个百分点，拉高PPI总体约6.1个百分点。**生产资料中各项同比涨幅上升，环比均呈现上涨趋势，采掘工业、原材料工业环比增速由负转正，加工工业环比增速扩大。具体来看，采掘工业、原材料工业、加工工业分别同比增18.2%、11.0%、6.4%，采掘工业、原材料工业和加工工业分别环比增1.8%、1.7%、1.0%。

**从8月高频数据来看，去产能行业价格走高。**采掘工业方面，8月煤炭、铁矿石及原油价格同比上涨。8月中国煤炭价格指数（全国综合）同比上涨20.91%，涨幅较上月扩大0.27个百分点；WTI原油期货结算价（连续）同比上涨7.27%，与上月相比同比增速涨幅收窄2.17个百分点；MyIpic矿价指数同比上涨34.17%，涨幅较上月收窄2.3个百分点。原材料工业方面，8月螺纹钢价格上涨，同比涨幅50.40%，环比上涨5.35%。

**生活资料同比上涨0.6%，涨幅较上月扩大0.1个百分点。**其中除耐用消费品外，食品、衣着及一般日用品价格同比涨幅均有所扩大。分项同比方面：食品、衣着、一般日用品及耐用品价格涨幅分别为0.7%、1.4%、0.8%和0.0%，其中食品价格涨幅较上月扩大0.3个百分点，衣着及一般日用品价格同比涨幅较上月扩大0.2个百分点，耐用消费品价格同比增速与上月持平。分项环比：食品价格上涨0.3%，一般日用品价格上涨0.2%，耐用消费品价格下跌0.1%，衣着价格与上月持平（涨跌幅度为0）。

## 债市影响

8月CPI同比涨幅较上月大幅，创下年内新高。因环保因素导致的鸡蛋价格大涨和受季节性因素导致的鲜菜价格上升是主要原因，同时叠加基期因素，导致CPI增速远超预期。随着食品类价格涨幅收窄和基数效应显现，预计9月CPI同比增速将有所收窄。PPI环比继续上涨，受煤炭钢铁等上游商品价格大涨的影响，相关产业价格涨幅继续扩大，但总体来看8月下旬以来，煤炭钢铁期货价格均出现波动和震荡下行，近期上游商品价格和周期行业股票上涨趋势受到遏制并转为震荡调整，市场对经济基本面强力复苏的预期也开始修正。从近期数据来看，内需方面，基建、制造业、房地产业固定资产投资同比增速均下行，城镇居民人均消费性支出和社会消费品零售总额季度同比均下降，内需并无明显起色；外需方面，进出口数据显示，我国8月出口同比增6.9%，预期8.7%，前值11.2%，出口增速骤降，外需乏力。总的来说，外需难以依靠，内需也难大幅好转，下半年基本面仍存下行压力。我们坚持十年期国债收益率3.6%的顶部中枢判断不变。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。