

## 宏观点评 20230909

### 如何看待通胀拐点的积极因素？

2023年09月09日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

#### 相关研究

《8月出口:政策的“油门”要不要松?》

2023-09-07

《还有哪些地产放松政策有望落地?》

2023-09-04

■ **基本面的积极信号正在积累。**继8月制造业PMI超预期回暖后，通胀数据也进一步从底部回升：CPI负同比“转瞬即逝”，8月录得0.1%；8月PPI同比大幅收窄至-3.0%。近期一揽子政策密集落地后，市场情绪受提振有限，可能仍在等待足够的数据确认基本面的好转。而本次PPI同比回升趋势进一步确认，我们认为其可成为近期市场拐点的积极驱动。

■ **回顾来看，历次PPI探底回升的过程中，市场均有上行局面。**2009年、2012年、2016年及2020年四段较明显的PPI同比从底部上行的区间中，万得全A平均震荡上行9个月，平均涨幅约31%，上涨基本开始于PPI同比底部当月至底部后两个月内。且市场涨幅及速度也与PPI回升斜率有一定关系。

这一现象从逻辑上不难解释，PPI回升通常反映着以制造业为主的企业盈利好转与库存周期的切换。根据历史经验，PPI同比与A股非金融企业净利润同比增速走势高度吻合，也说明大多A股非金融企业基本面常常受益于通胀上行。而本轮PPI的拐点或已在今年6月形成，意味着三季度可能是企业的“盈利底”。

从行业层面上来看，PPI上行或先利好周期性行业盈利。结合8月下旬地产政策密集落地后，同属顺周期的煤炭及有色金属板块近期受到提振，我们认为本轮PPI回升在“政策加速期”的推进下，周期性行业有望在市场中占优。

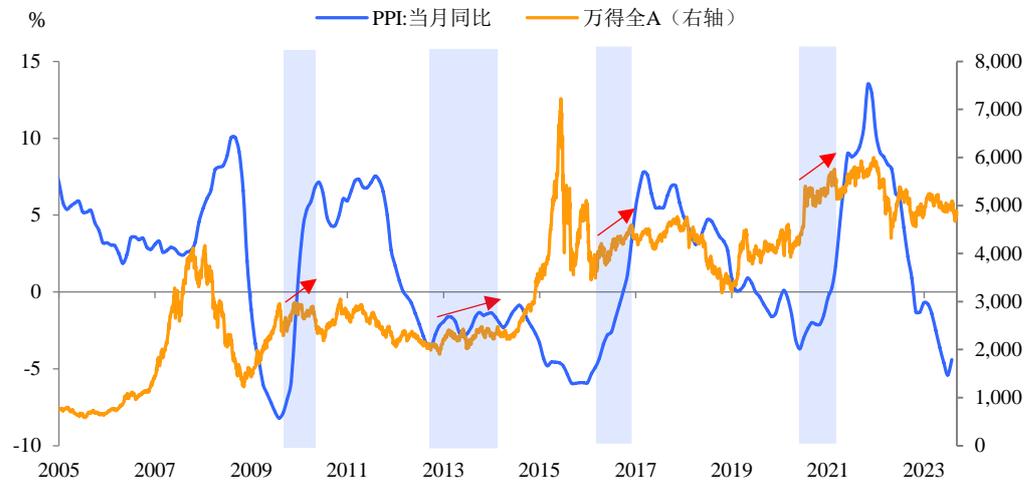
■ **具体数据方面，**CPI环比两连涨，8月环比涨幅走阔至0.3%，猪价（环比涨11.4%）与油价（环比涨4.8%）是主要拉动。暑期出行边际降温，8月服务项价格环比涨幅季节性回落至0.1%（前值0.8%），核心CPI环比也降至0%（前值0.5%）。**8月CPI同比转正主要依靠基数效应减弱以及服务项同比走阔的支撑**，值得注意的是8月非食品消费品同比拖累的大幅收窄，可能反映除油价因素外居民耐用品消费的好转。

往后看，食品方面中猪肉价格的下次回升可能在年末到来。非食品方面，虽有政策落地支持，居民消费这一经济“慢变量”对服务及耐用品的提振可能仍然偏缓，四季度CPI预计继续维持“低通胀”格局。

**国内外双方面因素支撑下，8月PPI环比自二季度以来首次转正至0.2%，同比大幅收窄至-3.0%。**国内地产政策落地改善工业品需求，有色及黑色金属矿采价格环比分别上涨1.0%、0.9%；国际原油价格因供给影响上行，国内石油天然气开采价格环比大幅上涨5.6%、石油煤炭加工价格环比大幅上涨5.4%。四季度高基数压力迅速衰减，PPI同比持续上行的趋势比较清晰。

■ **风险提示：**政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩。

图1: 历史上PPI探底回升时期, 市场均有上行局面

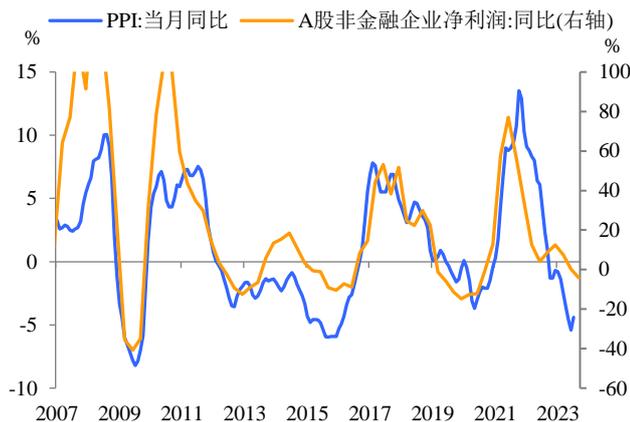


PPI探底回升开始期	万得全A上行持续时间	万得全A涨幅	PPI同比回升幅度
2009年9月	3个月	29.7%	-8.2%→7.1%
2012年9月	14个月	26.4%	-3.6%→-0.9%
2016年2月	9个月	31.5%	-5.9%→7.8%
2020年5月	9个月	37.5%	-3.7%→9.0%

注: 万得全A涨幅由日频数据计算得出, 低点与高位分别为每段PPI回升区间中万得全A指数的低点与高点日期

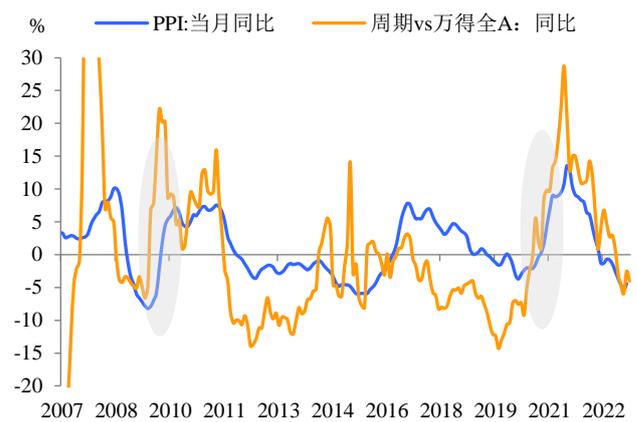
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: PPI同比与企业净利润增速走势吻合



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

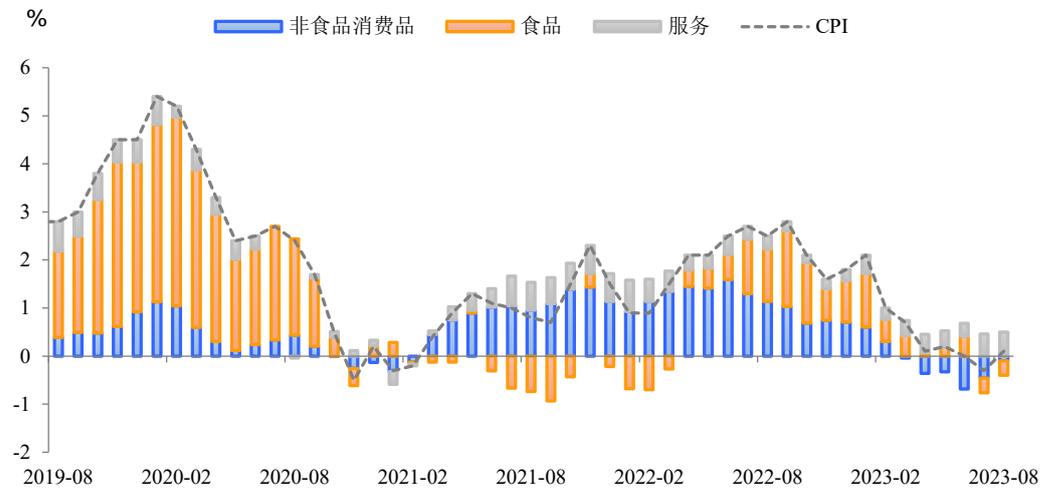
图3: 2009年和2020年的PPI回升: 周期性行业占优



注: 选取中信周期风格指数作为周期性行业市场表现

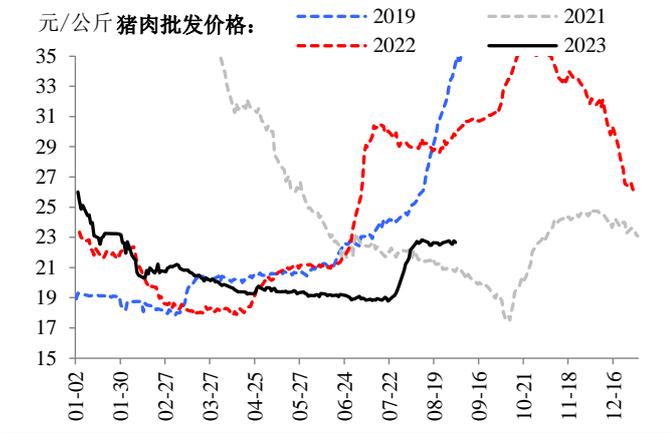
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: CPI三分法: 服务项仍为主要支撑, 非食品消费品拖累大幅收窄



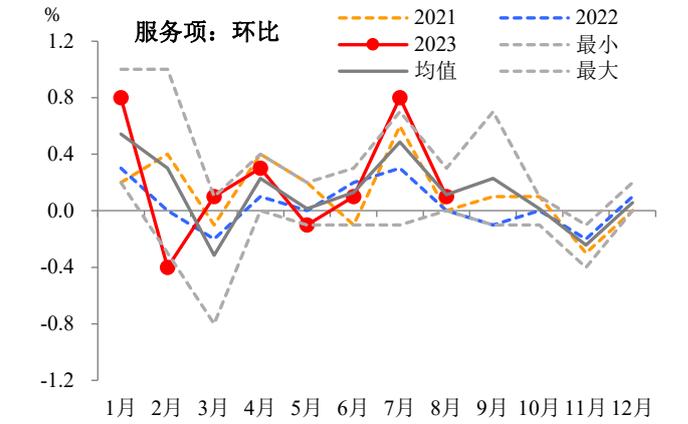
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 8月中旬猪肉回升势头暂止



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

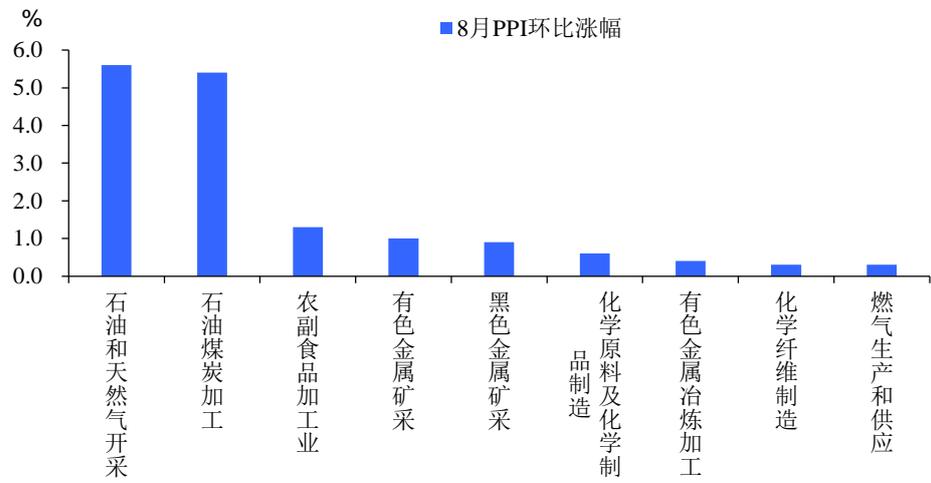
图6: 8月服务价格环比季节性回落



注: 历史统计数据范围为2016-2022年

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 8月PPI环比领涨分项



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>