

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

通胀触底回升主要系猪和油贡献

2023年9月9日

- **通胀触底回升主要系猪和油贡献。**今年CPI表现弱与猪、油共振向下、产能周期下行和地产表现弱有关，而8月CPI实现由负转正，主要在于猪、油共振向下的拖累因素出现改善。我们认为，猪价中枢上行背后原因主要是两点，一是养殖户仍存在压栏惜售现象，二是受洪涝等自然灾害的影响，部分地区生猪出栏受阻、调运困难，生猪供应水平出现阶段性减少。此外，助推CPI拐头向上的另一个因素是油价反弹。而8月国际油价中枢上行主要是受原油供应短缺因素的提振。需要注意的是，剔除食品和能源以外的核心通胀仍弱，显示经济下行压力或仍未解决。
- **工业品需求回暖带动价格回升。**8月PPI同比降幅继续收窄1.4个百分点，基数走低贡献约八成，除此以外，我们认为8月PPI降幅收窄还有部分工业品需求增加的影响。首先，8月PMI价格端和库存端继续支撑原材料补库逻辑。其次，原材料补库带动生产资料价格上涨，尤其是原材料工业价格。往后看，我们认为在原油价格在供给端仍在收紧的背景之下，预计9月油价中枢可能还会维持在高位，再加上国内工业品需求正在逐渐回暖，这或将有助于PPI同比降幅继续呈收窄趋势。
- **预计年底通胀或仍徘徊在1%以下。**8月CPI实现由负转正，与我们前期观点一致，我们认为CPI负增长的风险或已释放完毕，预计后续CPI将缓慢回升。一是在减产协议延续的背景下，油价或较难以再大幅下降。二是工业消费品价格的下行已有一定程度缓解。我们认为通胀上行通道较慢，主要是因为8月猪价的上行是阶段性现象，我们认为，短期内生猪价格缺乏进一步大幅回升的基础，即使后续通胀上涨慢，但是通胀进入回升趋势的方向更重要；在CPI和PPI都进入上升阶段后，预计企业盈利或也有望好转。
- **风险因素：**地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

目录

一、通胀触底回升主要系猪和油贡献.....	3
二、工业品需求回暖带动价格回升.....	5
三、预计年底通胀或仍徘徊在 1%以下.....	7
风险因素.....	8

图目录

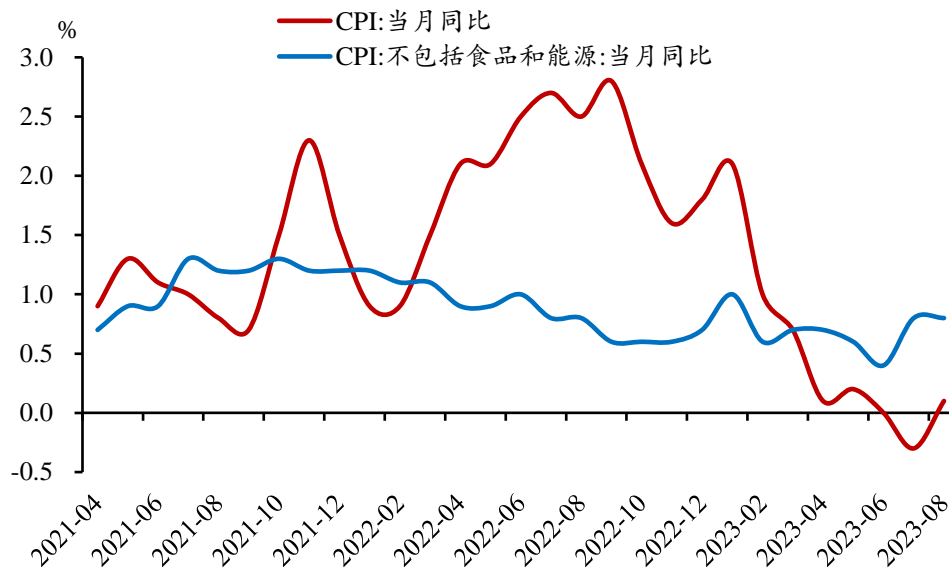
图 1: CPI 明显回升, 核心 CPI 企稳.....	3
图 2: 猪肉价格同比企稳, 消费品价格下行压力缓解.....	3
图 3: 猪肉同比降幅收窄在于 8 月猪价中枢上行.....	4
图 4: 油价反弹, 消费品价格下行压力有所缓解.....	4
图 5: 环比来看, 交通和通信项环比有明显增长.....	5
图 6: 8 月 PPI 同比降幅开始收窄.....	6
图 7: 价格端 PMI 双双触底回升指向工业品价格已触底.....	6
图 8: 原材料工业环比表现最好.....	7
图 9: 预计后续 CPI 将逐步回升.....	8

一、通胀触底回升主要系猪和油贡献

前期我们指出 CPI 表现弱与猪、油共振向下、产能周期下行和地产表现弱有关，而 8 月 CPI 实现由负转正，主要在于猪、油共振向下的拖累因素出现改善。

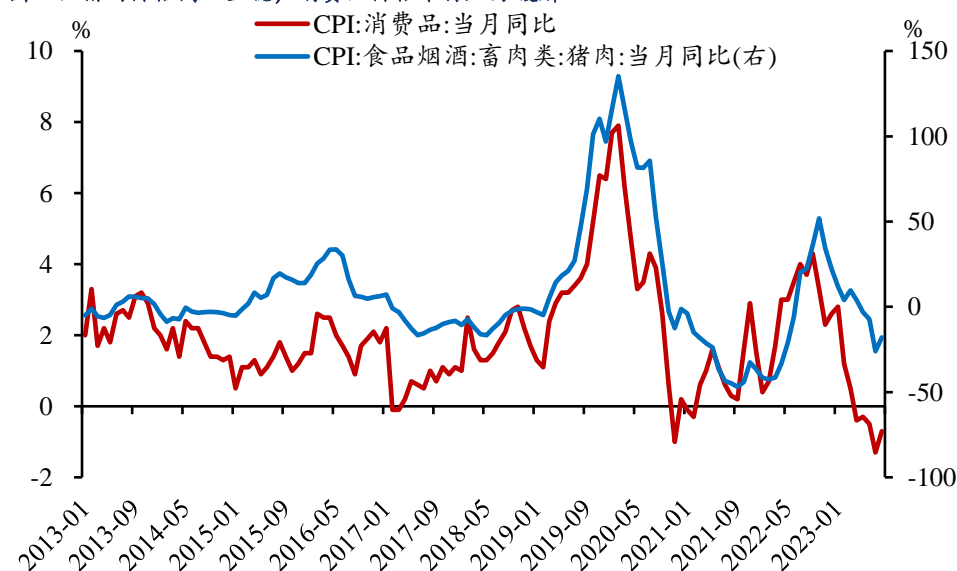
首先，猪肉价格同比企稳，消费品价格下行压力缓解。7 月 CPI 负增主要是猪价同比降幅过大，但 8 月初猪价明显上行，猪价中枢环比回暖，同比来看，猪价降幅也有明显收窄。我们认为背后原因主要是两点，一是养殖户仍存在压栏惜售现象，二是受洪涝等自然灾害的影响，部分地区生猪出栏受阻、调运困难，生猪供应水平出现阶段性减少，在两个因素的共同影响下猪价有所上涨。

图 1：CPI 明显回升，核心 CPI 企稳

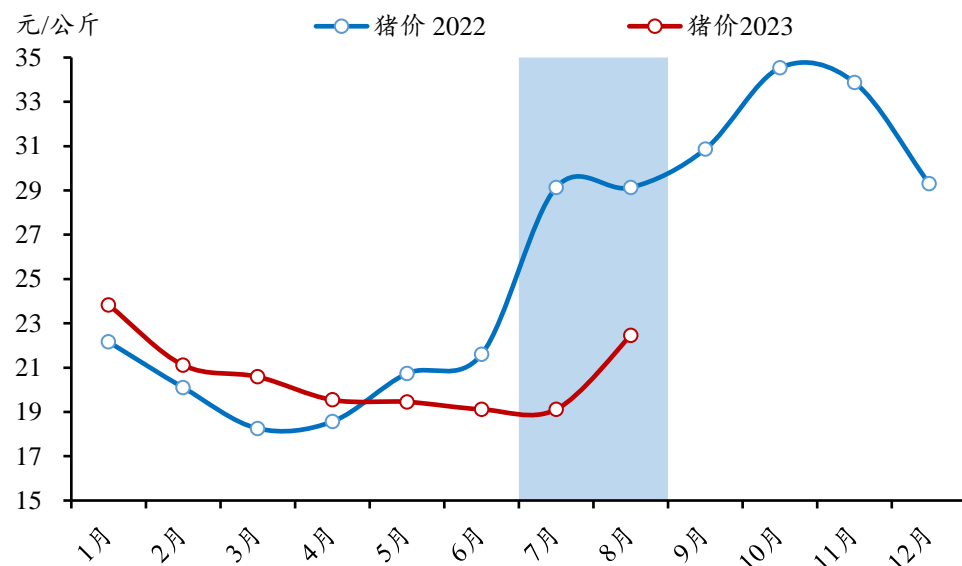


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：猪肉价格同比企稳，消费品价格下行压力缓解



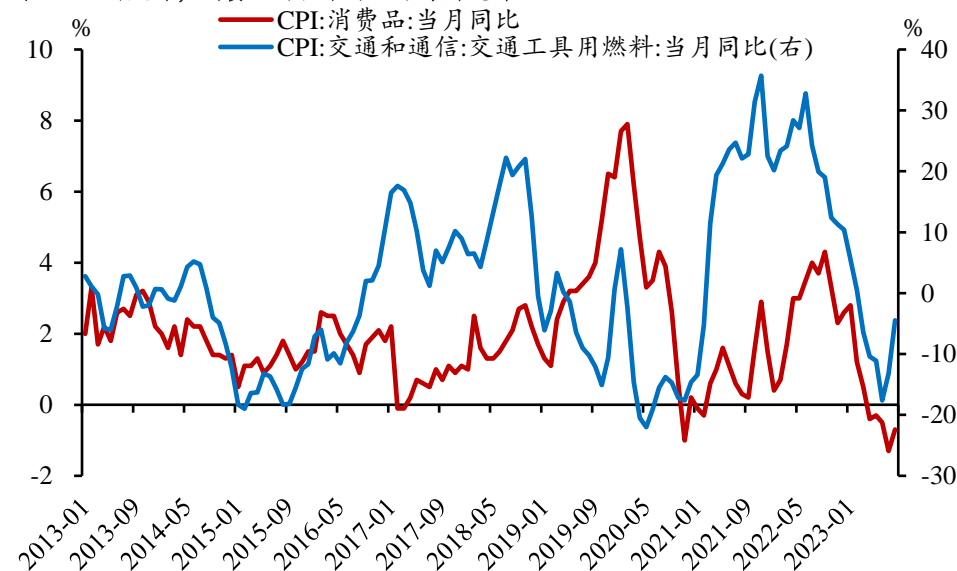
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：猪肉同比降幅收窄在于 8 月猪价中枢上行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

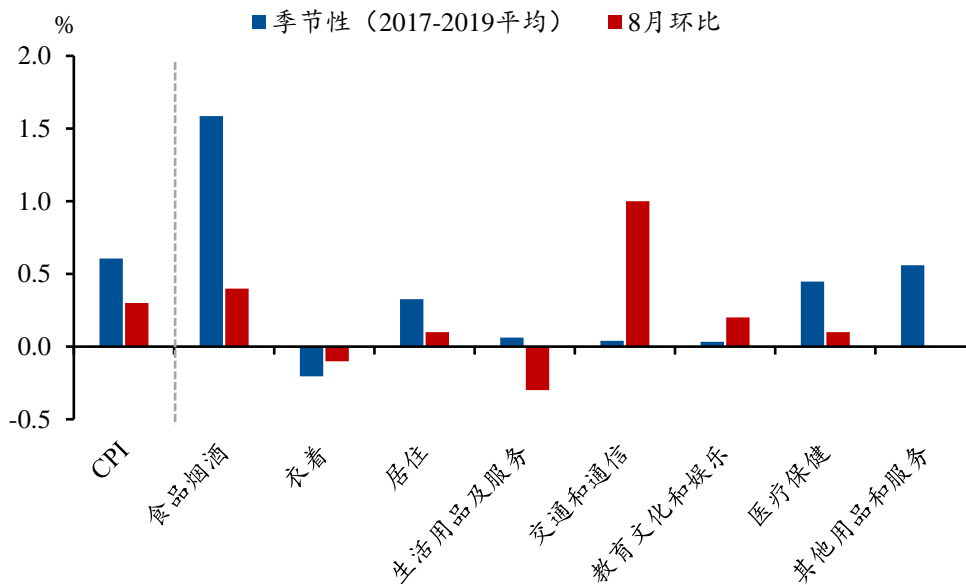
其次，原油减产下，国际油价反弹也助推了 CPI 触底回升。历史上，当油价带动交通工具用燃料分项下行较多时，往往对消费品价格表现有压制。而 8 月受原油供应短缺因素的提振，国际油价中枢上行。在 CPI 八大分项环比中，交通和通信项环比上升 1 个百分点，远高于 2017-2019 年的平均水平（见图 5）。同比来看，8 月交通工具用燃料分项降幅也有较明显收窄，可见 8 月油价上涨对整体 CPI 的上行有较大拉动。

此外，8 月剔除食品和能源以外的核心通胀动力不强，同比增速与 7 月相同（见图 1），显示当前经济下行压力或仍未解决。

图 4：油价反弹，消费品价格下行压力有所缓解


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：环比来看，交通和通信项环比有明显增长



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、工业品需求回暖带动价格回升

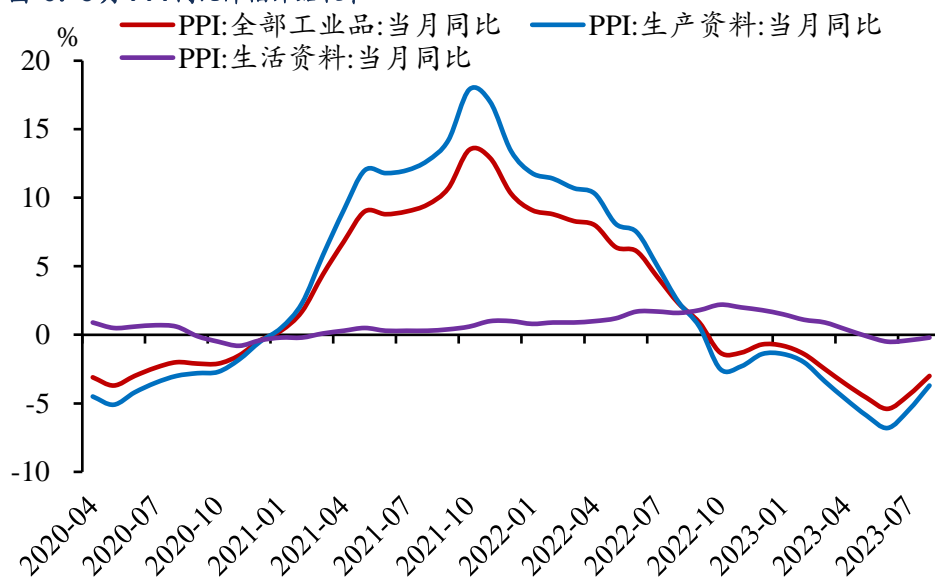
除基数外，我们认为，PPI 同比降幅收窄背后也有工业品需求回暖带来的价格回升。8 月 PPI 同比降幅继续收窄 1.4 个百分点，其中基数走低贡献约八成，除此以外，我们认为 8 月 PPI 降幅收窄还有部分工业品需求增加的影响。

首先，8 月 PMI 价格端和库存端继续支撑原材料补库逻辑。8 月制造业景气度调查显示，库存端、采购端和价格端继续明显回升，支持我们原材料开始补库的逻辑（见已外发报告《原材料补库周期可能已经开启》），在此不再赘述。

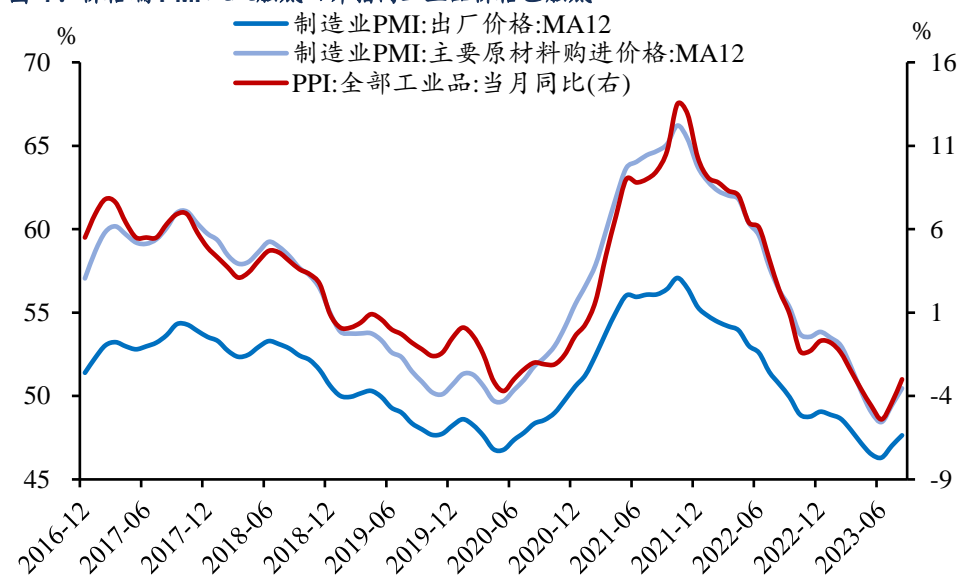
其次，原材料补库带动生产资料价格上涨，尤其是原材料工业价格。根据俄罗斯与 OPEC+ 的合作，8 月每日削减 50 万桶石油出口，受此供给端因素的影响，原油价格持续走高，石油开采业与加工业价格都大幅回暖。同时，在原材料补库的提振下，原材料工业价格环比明显上涨，带动生产资料价格同比降幅收窄至 3.7%。

从具体行业来看，5 大行业的工业品价格均有上涨。这五大行业分别是煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业，这五大行业的价格同比降幅均有收窄，合计影响 PPI 同比下降约 1.98 个百分点，占总降幅的六成多。综合来说，8 月 PPI 同比收窄的主要动力在于石油价格以及黑色金属价格上升。

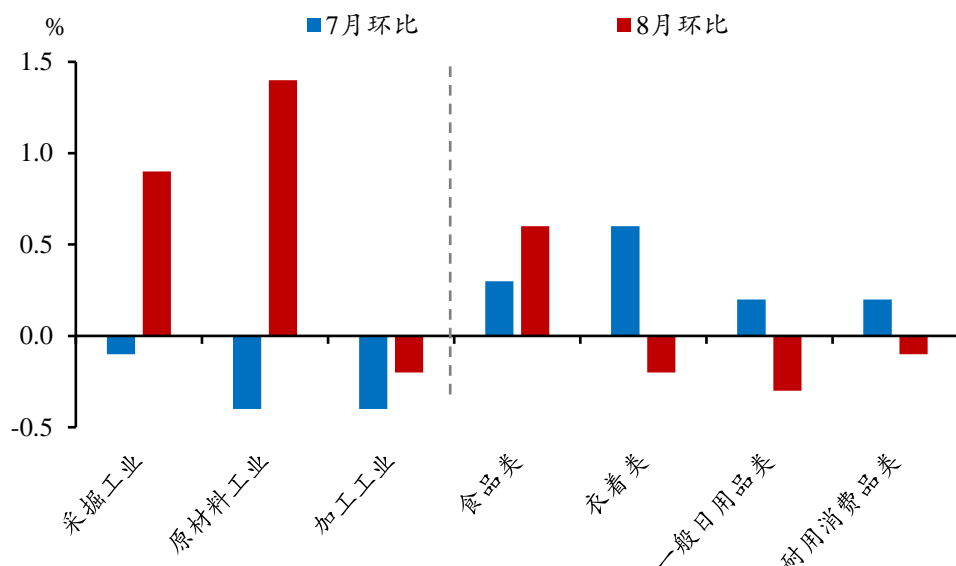
我们认为，后续工业品需求继续回暖之下，PPI 同比降幅仍呈不断收窄趋势。往后看，俄罗斯已承诺在年底之前持续每日削减 30 万桶石油出口，相比于 8 月的削减力度有所下降，我们认为在原油价格在供给端仍在收紧的背景之下，预计 9 月油价中枢可能还会维持在高位，再加上国内工业品需求正在逐渐回暖，这或将有助于 PPI 降幅逐步收窄。

图 6：8 月 PPI 同比降幅开始收窄


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：价格端 PMI 双双触底回升指向工业品价格已触底


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：原材料工业环比表现最好


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、预计年底通胀或仍徘徊在 1% 以下

8 月 CPI 实现由负转正，与我们前期观点一致（见已外发报告《CPI 负增长不会持续》），我们认为 CPI 负增长的风险或已释放完毕，预计后续 CPI 将缓慢回升。

一是在减产协议延续的背景下，油价或较难以再大幅下降。8 月布油中枢上移，背后主要是原油供给端的变化，即是沙特阿拉伯和俄罗斯采取原油供应缩减措施，后续减产仍在维持，预计在供给收紧的条件下原油价格或难有明显下行。

二是工业消费品价格的下行已有一定程度缓解。7 月工业消费品价格同比下降 1.9%，降幅比 6 月收窄 0.8 个百分点，这一缓解趋势在 8 月仍有体现。国家统计局数据显示，8 月工业消费品价格下降 0.8%，与 7 月相比，降幅继续收窄 1.1 个百分点。

我们认为，通胀或将进入缓慢上行通道，但年内难有大幅反弹，预计年底通胀或仍徘徊在 1% 以下。

一般而言，能繁母猪存栏是猪价的领先指标。去年下半年能繁母猪存栏持续增加，今年 1 月份开始小幅去化，因此今年在 10 月之前生猪出栏量将继续增加，行业仍需要通过亏损来去化产能。因此，我们认为，短期内生猪价格缺乏进一步大幅回升的基础，猪肉价格或将维持震荡格局。

后续通胀上涨虽然慢，但是通胀进入回升趋势的方向更重要；在 CPI 和 PPI 都进入上升阶段时，我们认为，后续企业盈利或也有望好转。

图 9：预计后续 CPI 将逐步回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险，国际油价上涨超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。