



宏观点评

关注商品消费价格何时回暖

8月通胀数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- 核心观点:**商品价格特别是耐用品仍然偏弱,服务消费价格出现季节性降温。8月CPI同比走出负增长区间,PPI降幅大幅收窄。消费品价格环比从0.1%上行至0.4%,但“猪油”两项贡献较大,猪肉、交通工具燃料环比分别从0%、1.9%提高至11.4%、4.8%;其他商品消费价格仍弱,衣着、家电、交通工具(汽车)、通信工具等四项商品价格环比均为负。随着暑期临近结束,旅游出行带来的服务消费需求开始出现季节性降温,旅游CPI环比从10.1%大幅降至1.4%。展望后续,商品消费需求偏弱仍然是制约物价回升的重要因素,后续观察8月底出台的房地产政策和收入政策的需求带动效果。
- CPI:**8月CPI同比回正,环比涨幅扩大,食品价格环比回升,服务价格仍有支撑。8月CPI同比0.1%,前值-0.3%,环比0.3%,前值0.2%。具体来看,食品项同比-1.7%,前值-1.7%;非食品项同比0.5%,前值0%;消费品项同比-0.7%,前值-1.3%;服务项同比1.3%,前值1.2%。环比方面,食品项环比0.5%,前值-1.0%;非食品项环比0.2%,前值0.5%;消费品项环比0.4%,前值-0.1%;服务项环比0.1%,前值0.8%。扣除食品和能源的核心CPI维持在较高水平,同比0.8%,前值0.8%,环比0%,前值0.5%。
- 食品:**猪肉价格上涨对冲基数上升影响,但或为短期波动,食品项价格环比上涨贡献较大,同比降幅稳定。8月CPI食品项同比-1.7%,前值-1.7%;环比0.5%,前值-1.0%。具体来看,猪肉方面,CPI猪肉项同比下跌17.9%,降幅较上月缩小8.1个百分点,环比上涨11.4%,上个月环比持平。受部分地区天气因素影响运输、养殖户压栏惜售、中央储备猪肉收储等因素影响,8月猪肉价格环比明显回升,单猪肉一项拉动CPI环比上涨0.13%。但猪肉涨价主要发生在8月上旬,猪肉平均批发价自7月21日低点至8月8日上涨了21.1%,而到8月底,猪肉平均批发价也仅较7月低点上涨了21.3%,8月中后段猪肉价格再次进入小幅震荡,从供给端看能繁母猪存栏仍在4200万头以上较高水平,供给稳定基础上猪肉价格或缺乏持续上涨动力。在去年同期猪价高基数影响下CPI猪肉项同比降幅依然不小,拖累CPI同比0.28个百分点。其他方面,鸡蛋产量季节性下降叠加临近开学需求增加,鸡蛋价格环比由下跌0.9%转为上涨8.3%;夏季果蔬供给较充足,鲜菜价格环比由上月下跌1.9%转为上涨0.2%,鲜果价格环比下跌4.4%,降幅较上月收窄0.7个百分点。
- 非食品:**国际油价上涨驱动能源价格环比上行,服务涨价动能趋缓。8月CPI非食品项同比0.5%,前值0%,环比0.2%,前值0.5%。**(1) 能源:**8月指征能源价格的CPI交通通信分项中的燃料项同比下跌4.5%,降幅较上月收窄8.7个百分点,环比上涨4.8%,涨幅较上月扩大2.9个百分点。受国际原油价格波动影响,国内汽油价格环比上涨4.9%,带动CPI交通通信分项中的燃料项环比上涨4.8%,燃料项环比上涨幅度在非食品分项中最高,带动交通通信项环比上涨1%;**(2) 消费品:**8月指征消费品价格的CPI消费品分项同比下跌0.7%,降幅缩小0.6个百分点,环比由上个月下跌0.1%转为上涨0.4%。8月消费品分项上涨或主要来自猪肉价格与油价的贡献,其他消费品价格环比多数仍在下跌,但降幅或有收窄,以排除食品和能源的核心CPI环比再减去服务项CPI环比来判断食品、能源以外的消费品价格走势,8月这一差值为-0.1%,较上月-0.3%降幅收窄了0.2个百分点;以CPI分项中指征食品、能源以外消费品的分项指数来看,仅中药一项环比上涨,其余7个分项均环比下跌或维持不变,且较为常见的消费品如家用器具、通信工具环比均由上涨转为下跌。具体来看,家用器具项环比在上月上涨0.9%后边际回落,8月下跌0.6%;随着居民消费信心的企稳回升和换季临近,衣着类消费品价格降

幅趋缓，服装和鞋类价格分别环比下跌 0.1%和持平；通信工具价格回落，由上月环比上涨 0.5%转为下跌 0.8%；交通工具项环比下跌 0.3%，降幅较上月小幅收窄 0.1 个百分点；医药价格涨幅趋缓，中药价格 8 月环比上涨 0.8%，涨幅较上月缩小 0.3%，仍然处于较高涨幅区间，西药价格继续保持稳定。从高频数据来看，8 月义乌小商品总价格指数较上月上升 0.06，其中电子电器类价格指数月均值较上月上升 0.7，首饰类、服装服饰类和日用品类月均值均较上月小幅回落。**(3) 服务：**8 月 CPI 服务分项同比上涨 1.3%，涨幅扩大 0.1 个百分点，环比上涨 0.1%，涨幅缩小 0.7 个百分点。8 月暑期出行需求到达高峰后回落，宾馆住宿和旅游价格分别上涨 1.8%和 1.4%，旅游分项价格环比涨幅较上月缩小 8.7 个百分点，随着旅游分项价格环比涨幅缩小，CPI 服务分项价格环比涨幅也明显缩小，其他服务项环比较为稳定。**从环比拉动看，**交通通信项对 7 月 CPI 环比拉动约为 0.13%，与食品项共同成为贡献较大分项，体现出 8 月 CPI 环比增速上升是猪肉价格与油价共同上涨的结果；对 CPI 环比构成拖累的主要是生活服务分项，“618”后的价格回调导致上个月家用器具涨价，8 月家用器具分项价格再度回落带动 CPI 生活服务分项环比下跌，拖累 CPI 环比约 0.06 个百分点。8 月 CPI 食品项与非食品项环比一升一降，均处于上涨区间，推动 CPI 环比由降转升。受猪肉价格和油价双双上涨影响，CPI 同比回升至 0%以上，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比维持在较高水平，但环比由上月上涨 0.5%转为持平。7-8 月考虑到去年 9 月起猪肉价格二次上行带动 CPI 同比达到 2.8%的高位水平，9-10 月 CPI 存在高基数因素影响，预计 9-10 月 CPI 同比在 0%以上小幅波动，11 月起或恢复上行。

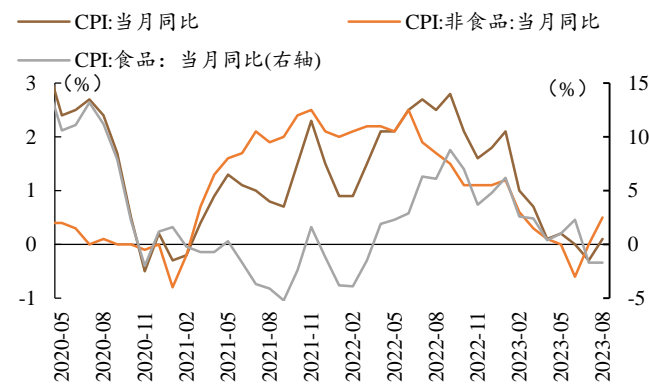
- **PPI：扩内需发力和国际油价上行推动原材料和能源行业涨价，PPI 同比降幅继续收窄，环比由负转正。**8 月 PPI 同比-3.0%，前值-4.4%；环比 0.2%，前值-0.2%。其中，生产资料价格同比-3.7%，前值-5.5%，环比 0.3%，前值-0.4%；生活资料价格同比-0.2%，前值-0.4，环比 0.1%，前值 0.3%。扩内需政策发力驱动基建等实物工作量加速推进，采掘工业和原材料工业 PPI 环比分别由负转正至 0.9%和 1.4%，二者是 8 月 PPI 环比转正的主要贡献，8 月 PPI 环比自去年 12 月以来首次出现正增长，PPI 回升态势明确。需求恢复对加工工业的传导也在路上，加工工业 PPI 环比降幅进一步收窄至 0.2%，连续 3 个月回升后接近涨价拐点。受国际原油价格上行影响，国内石油和天然气开采业价格上涨 5.6%，涨幅较上月扩大 1.4 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 5.4%，涨幅较上月扩大 5.2 个百分点。随着内需的恢复，有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.4%，涨幅与上月持平；黑色金属冶炼和压延加工业价格环比由上月下跌 0.1%上涨 0.1%；农副食品加工业价格上涨 1.3%，涨幅较上月扩大 1.2 个百分点。7 月下旬出台的《关于促进汽车消费的若干措施》中支持新能源汽车下乡等措施初见成效，新能源车整车制造价格上涨 0.8%。煤炭需求季节性趋弱，煤炭开采和洗选业价格环比下降 0.8%，降幅进一步收窄。
- **后续价格形势展望：商品消费价格环比何时能够持续回暖，是观察总需求走势的重要指标。**今年以来，商品消费复苏偏弱，并且受过去三年的产能扩张影响，商品价格更弱于商品消费。8 月底以来，“认房不认贷”、下调存量房贷利率等房地产政策和个税优惠等收入政策密集出台，有望带动商品需求边际好转。站在当前来看，CPI 和 PPI 增速回升的方向性较强，但回升幅度仍具有不确定性，后续猪肉价格回落风险、服务消费需求退潮、房地产等政策带动商品需求回升的程度，都会加大物价回升的波动。
- **风险提示：** 国际原油价格波动；国际大宗商品价格波动；国内疫情二次扰动。

表 1: 8月通胀数据概览

单位: %	CPI 同比	PPI 同比	CPI 环比	PPI 环比	CPI 食品项 同比	CPI 非食品 项同比	PPI 生产资 料同比	PPI 生活资 料同比
2022-08	2.5	2.3	-0.1	-1.2	6.1	1.7	2.4	1.6
2023-03	0.7	-2.5	-0.3	0.0	2.4	0.3	-3.4	0.9
2023-04	0.1	-3.6	-0.1	-0.5	0.4	0.1	-4.7	0.4
2023-05	0.2	-4.6	-0.2	-0.9	1.0	0.0	-5.9	-0.1
2023-06	0.0	-5.4	-0.2	-0.8	2.3	-0.6	-6.8	-0.5
2023-07	-0.3	-4.4	0.2	-0.2	-1.7	0.0	-5.5	-0.4
2023-08	0.1	-3.0	0.3	0.2	-1.7	0.5	-3.7	-0.2

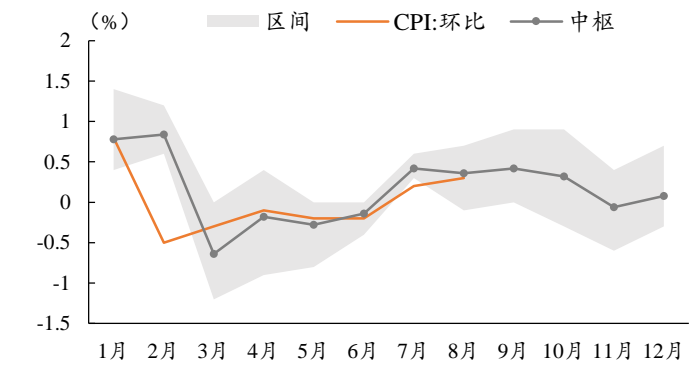
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: CPI 二分项走势



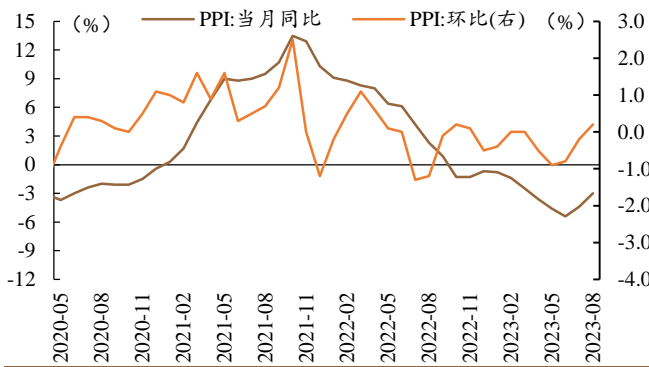
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: CPI 环比近年区间和中枢



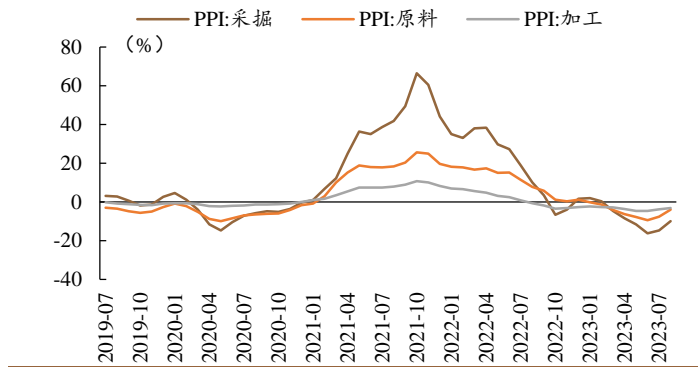
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: PPI 同环比走势



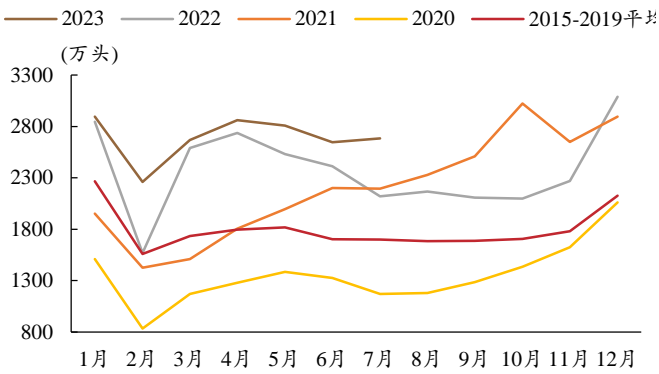
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: PPI 三分类走势



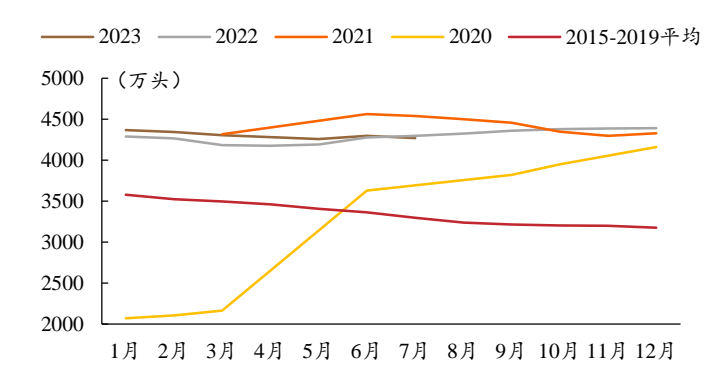
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5：生猪屠宰量高于近年同期



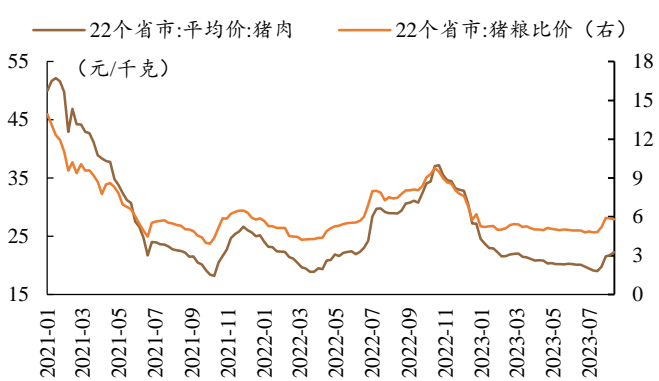
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：能繁母猪存栏量位于近年同期较高水平



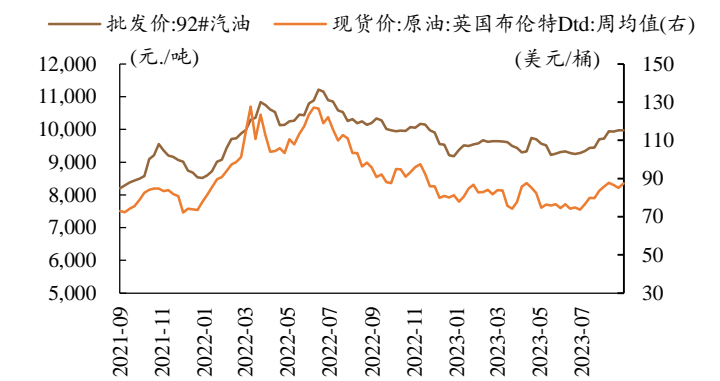
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：猪价边际回升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：国际油价带动国内油价回升



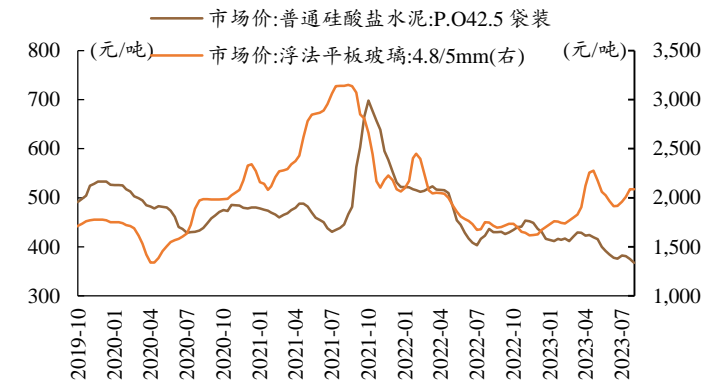
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：高频价格——螺纹钢与铜



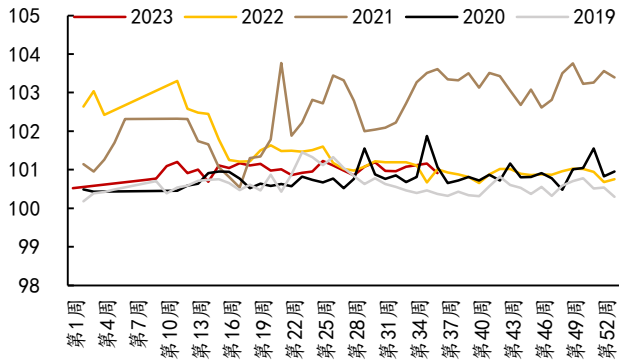
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：高频价格——水泥与玻璃



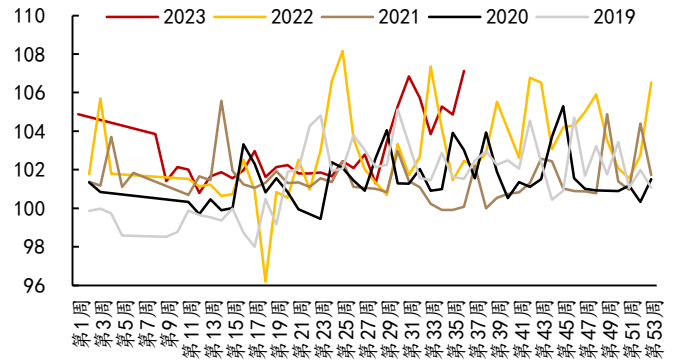
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11: 义乌小商品价格指数: 总指数



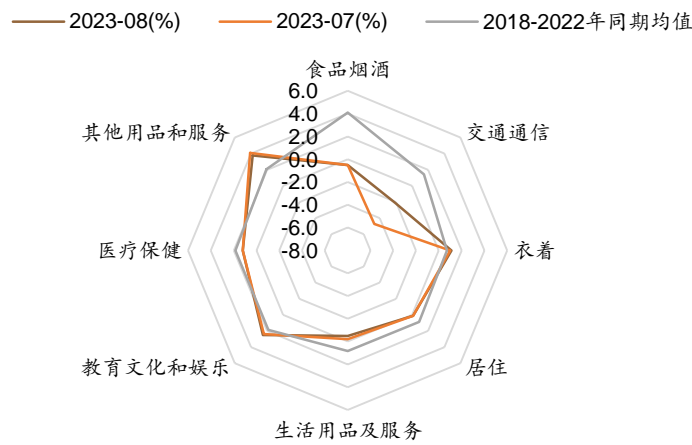
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 义乌小商品价格指数: 电子电器类



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: CPI 八分项同比



资料来源: Wind, 德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦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。