

宏观月度报告

2023年09月09日

## CPI 环比改善，PPI 有所回升

### ——2023年8月 CPI、PPI 分析

#### 核心内容:

8月CPI环比是食品和非食品共同带动。食品方面，蔬菜涨幅不及预期，猪肉价格(+11.4)大幅上行。9月份蔬菜价格涨幅扩大，猪肉价格涨幅持续度不高。

非食品价格方面，燃料(+4.8)、旅游(+1.4)、中药(+0.8)价格继续上行。燃料跟随原油价格上行，旅游继续受益居民出行，中药持续走高。商品价格回落，家用器具、通讯工具、交通工具价格走低。服务类价格8月平稳。

8月PPI环比涨幅不及预期，主要是原油价格上行带动。石油开采(+5.6)、石油加工(+5.4)、化学原料(+0.6)走高。煤炭价格继续下跌。下游计算机通信电子、运输设备价格下行，汽车价格平稳。

#### 我们的分析：CPI 环比改善，PPI 有所回升

整个8月来看，价格的上涨符合预期，但上涨的品种与预期稍有偏差。非食品价格的涨幅持续度较弱，并且服务类价格上涨幅度偏弱。核心CPI的走势低位平稳，整个物价处于平稳运行区间。

PPI环比转正有所回升，主要受到原油价格上行的影响，但原油价格上行的可持续度仍然存疑。煤炭价格下跌，同时在房地产产业链疲软对于中游顺周期产品出厂价格提价难度仍然较大。

#### 下半年 CPI 和 PPI 预期

8月份CPI上涨带有一定的季节性，现阶段来看，旅游、服务、蔬菜价格的涨幅仍然有延续性。4季度随着冬季需求回升，蔬菜、猪肉等食品价格顺势走高。2023年物价波动仍然小幅度、正常范围的，在房地产行业逐渐企稳的情况下，物价有望维稳走高。

3季度和4季度CPI预计0.1%和0.5%左右，全年CPI预计在0.5%左右。9月可能在0.1%左右。

PPI的回升速度低于预期，原材料价格的上行并不具有持续性。房地产产业链的疲软、出口的下行使得工业产能处于“过剩”状态。原材料价格上涨带到了9月份PPI环比回升，但煤炭价格反而下跌。10月份开始PPI的翘尾因素影响逐步减弱，PPI未来的回升需要环比逐步上行。

3季度和4季度PPI增速分别为-3.4%和-2.5%，全年预计在-3.0%左右运行。PPI转正时间推迟，我们预计可能在2024年2季度到来。

#### 分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

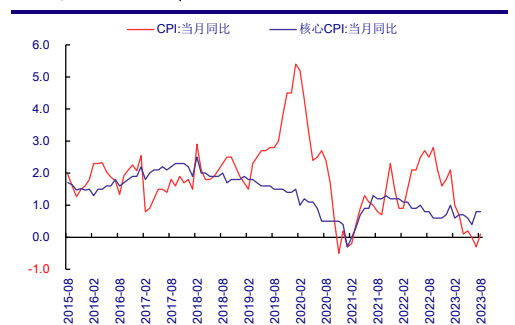
分析师登记编码: S0130515030003

研究助理: 吕雷

#### 风险提示:

1. 大宗商品大幅下行的风险
2. 房地产持续回落的风险

CPI 同比触底回升 (%)

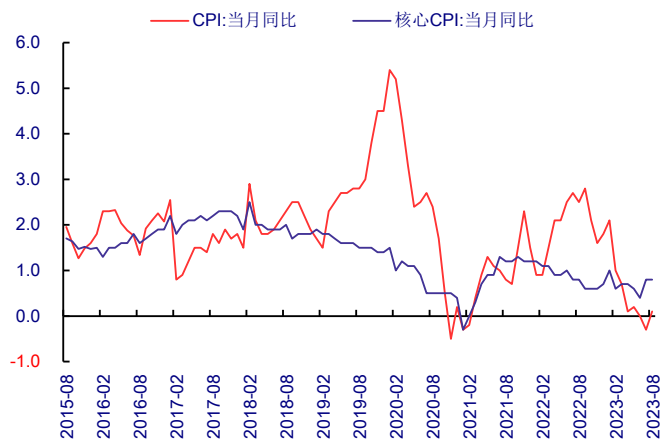


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 一、CPI: 食品和非食品共同带动 CPI 环比改善

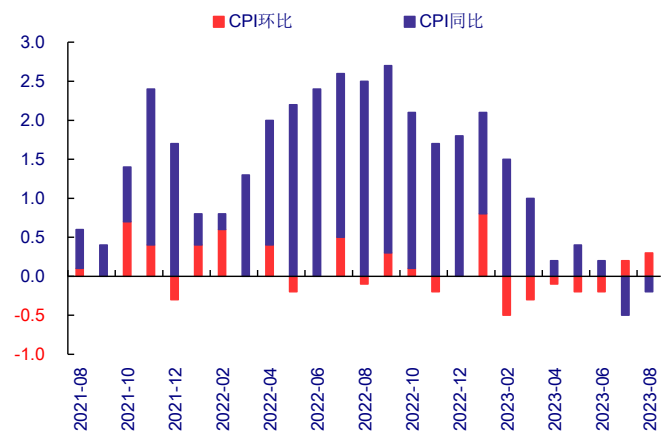
8 月份 CPI 触底回升，环比延续上行，核心 CPI 平稳。8 月 CPI 同比增速 0.1%，较 7 月份上行 0.4 个百分点，略低于 Wind 一致预期 0.2%。8 月份 CPI 环比继续上行至 0.3%，其中食品价格环比上行 0.5%，非食品价格上行 0.2%。核心 CPI 同比增速 0.8%，与 7 月份持平。

图 1: CPI 同比触底回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2: CPI 环比延续上行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

8 月份 CPI 环比延续上行，猪肉、鸡蛋价格上涨带动食品类价格大幅上行，鲜菜价格小幅回正至 0.2%，非食品项涨幅放缓，衣着价格下跌 0.1%，家用器具下跌 0.6%，通信服务与其它用品持平。服务项中旅游价格回落至 1.4%，主要受暑期出行效应放缓影响。

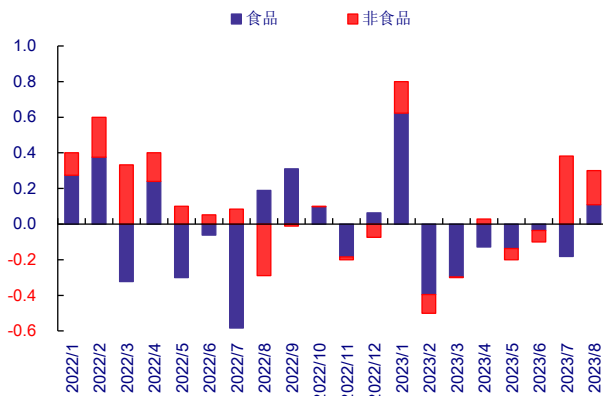
**第一、食品价格回升，鲜菜涨幅不及预期。**鲜菜价格上行 0.2%，低于寿光蔬菜和商务部价格指数，猪肉价格在 8 月份环比上行 11.4%，涨幅超预期但持续度不高，鸡蛋环比上涨 7%。

**第二、非食品价格小幅上行。燃料、旅游、中药价格继续上行，商品价格回落。**交通工具用燃料和水电燃料价格分别上行 4.8% 和 0.3%，国际原油价格 7 月以来的上涨带动了交通工具燃料价格的上行，短期内燃料价格有望维持高位。旅游价格下行 1.4%。医药板块中只有中药价格继续坚挺，8 月份中药价格同比上行 6.4%，环比上行 0.8%。中药价格上行有成本不断走高的因素，中药价格已经连续多年价格走高。商品价格回落，其中家用器具环比-0.6%，交通工具和通信工具分别回落 0.3% 和 0.8%，表明工业品价格仍在持续下跌。

**第三、服务类价格小幅上行。与生活相关服务价格上行，其它服务价格走低。**家庭服务、教育服务、医疗服务价格小幅上行。邮递服务价格走低 0.1%，通信服务和其他服务价格持平。

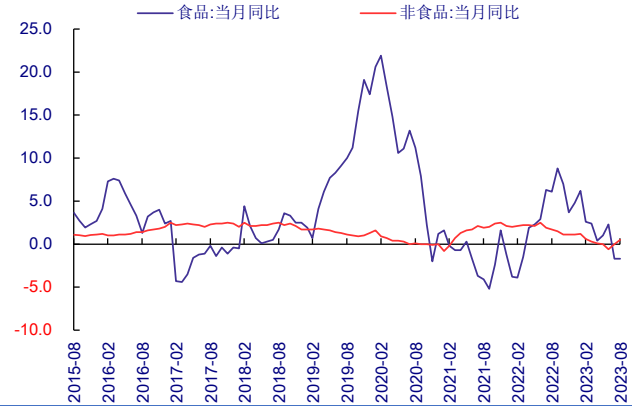
**第四、核心价格保持平稳，本月并未变动。**8 月份核心 CPI 环比保持平稳，同比上月持平，整体价格水平稳定。

图 3: 食品与非食品类对 CPI 的拉动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: CPI 中食品和非食品价格变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5: CPI 各部门价格同比变化

近四个月同比 (%)	大类				交通和通信							教育文化和娱乐			
	CPI	食品	非食品	核心 CPI	↓ 交通工具	交通工具用燃料	交通工具使用维修	通信工具	通信服务	邮递服务	↓ 教育服务	旅游			
2023-08	0.1	-1.7	0.5	0.8	-2.1	-4.5	-4.5	0.5	-3.0	-0.4	0.2	2.5	1.1	14.8	
2023-07	-0.3	-1.7	0.0	0.8	-4.7	-4.4	-13.2	0.5	-2.6	-0.4	0.2	2.4	1.2	13.1	
2023-06	0.0	2.3	-0.6	0.4	-6.5	-4.3	-17.6	0.6	-1.5	-0.2	0.3	1.5	1.2	6.4	
2023-05	0.2	1.0	0.0	0.6	-3.9	-4.2	-11.1	0.5	-2.1	-0.3	0.2	1.7	1.2	8.0	
近四个月同比 (%)	食品烟酒														
	↓ 粮食	食用油	鲜菜	畜肉类	猪肉	牛肉	羊肉	禽肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果	烟草	酒类	
2023-08	-0.5	0.6	-1.9	-3.3	-10.5	-17.9	-4.9	-4.6	0.0	0.2	3.2	0.1	1.3	1.4	0.1
2023-07	-0.5	0.3	-1.3	-1.5	-14.0	-26.0	-4.8	-3.1	0.0	0.4	-0.5	0.4	5.0	1.4	0.5
2023-06	2.0	0.5	1.1	10.8	-3.3	-7.2	-3.4	-1.7	0.0	0.5	0.6	0.4	6.4	1.3	0.3
2023-05	1.2	0.5	3.6	-1.7	-1.0	-3.2	-1.9	-1.9	0.0	0.0	-1.5	0.6	3.4	1.4	1.0
近四个月同比 (%)	衣着				居住			生活用品及服务			医疗保健			其他用品和服务	
	↓ 服装	加工服务	鞋类	↓ 房租	水电	燃料	↓ 家用器具	家庭服务	↓ 中药	西药	医疗服务				
2023-08	1.1	1.1	0.0	0.9	0.1	-0.1	0.3	-0.5	-2.0	1.9	1.2	6.4	0.1	1.1	3.8
2023-07	1.0	1.0	0.0	0.6	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-1.8	1.8	1.2	5.7	0.1	1.1	4.1
2023-06	0.9	0.9	0.0	0.7	0.0	-0.2	-0.2	-0.5	-1.8	1.8	1.1	4.8	0.2	1.1	2.4
2023-05	0.9	1.0	0.0	0.8	-0.2	-0.3	-0.4	-0.1	-1.8	1.9	1.1	4.4	0.3	1.1	3.1

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、PPI: 原油价格带动 PPI 环比上行

8 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比-3%, 环比上涨 0.2%。8 月份生产资料价格环比上行 0.3%, 上游采掘工业和原材料工业分别上行 0.9% 和 1.4%, 主要受国际原油价格上行、部分工业品需求改善带动。生产资料价格涨幅放缓, 食品类上涨 0.6%, 衣着、日用品、耐用品商品分别下行 0.2%、0.3%、0.1%, 居民需求稳步回升暂时偏弱。

8月份上游、中游价格分化，下游价格回落。上、中游价格分化主要由于原油价格上行带动。上游方面，原油价格走高带动石油天然气开采业价格上行，同时带动黑色、有色价格走高。但是煤炭出厂价格继续下行，夏季用点高峰过后煤炭需求减弱。中游方面，化学原料、化学纤维、黑色和有色金属冶炼价格上行，但通用设备价格下滑。下游价格普遍下跌，计算机通信电子设备业价格下行0.4%，铁路船舶航空航天运输设备业价格下行0.1%，汽车价格保持平稳。

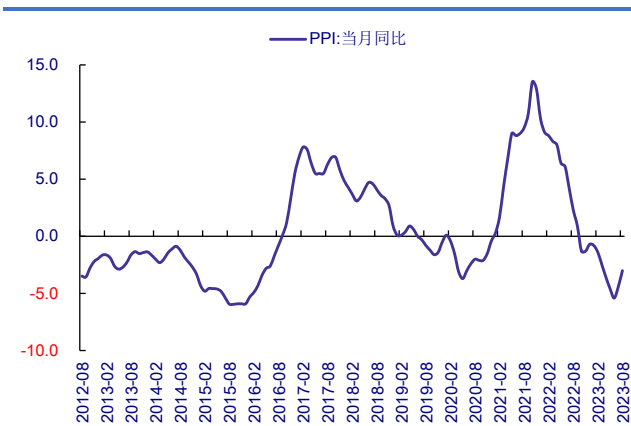
整体来看，PPI环比涨幅不及预期，主要涨价因素持续性不强。PPI的全面走高需要内需持续上行和房地产行业的好转带动。

图 6: PPI 相关价格比较 (%)

	PPI环比	BDI	原油			煤炭			铁矿石		钢铁		有色		
			石油天然气开采类	原油WTI	山东柴油	山东汽油	煤炭开采洗选类	焦煤	焦炭	黑色金属矿采选业	铁矿石	黑色金属冶炼和压延	螺纹钢	有色金属冶炼和压延	铜
2023-01	-0.4	-37.5	-5.5	2.2	-3.7	10.3	-0.5	-4.1	-0.9	3.4	5.7	1.5	8.1	0.0	2.4
2023-02	0.0	-27.6	1.7	-1.6	4.3	1.5	-2.2	1.9	1.2	3.9	4.6	1.7	-1.5	1.0	1.8
2023-03	0.0	114.3	-0.9	-4.6	-2.5	-1.0	-1.2	1.3	0.3	2.4	3.8	1.3	4.3	-0.3	-0.1
2023-04	-0.5	5.0	0.5	8.3	0.1	2.1	-4.0	-16.0	-14.8	-0.1	-3.5	-1.0	-9.1	0.2	0.3
2023-05	-0.9	-1.6	-2.1	-9.5	-4.1	-2.8	-5.2	-16.3	-11.0	-1.2	-9.7	-0.7	-8.6	-0.5	-4.7
2023-06	-0.8	-26.4	-1.6	-2.1	-3.0	1.5	-6.4	-2.6	-3.3	-1.2	3.6	-2.2	1.2	-0.8	2.8
2023-07	-0.2	-3.6	4.2	7.3	2.5	1.2	-2.0	8.2	6.5	1.2	4.2	-0.1	3.9	0.4	1.4
2023-08	<b>0.2</b>	12.0	<b>5.6</b>	7.5	8.4	3.7	<b>-0.8</b>	3.2	1.0	<b>0.9</b>	0.2	<b>0.1</b>	-2.6	<b>1.0</b>	0.3

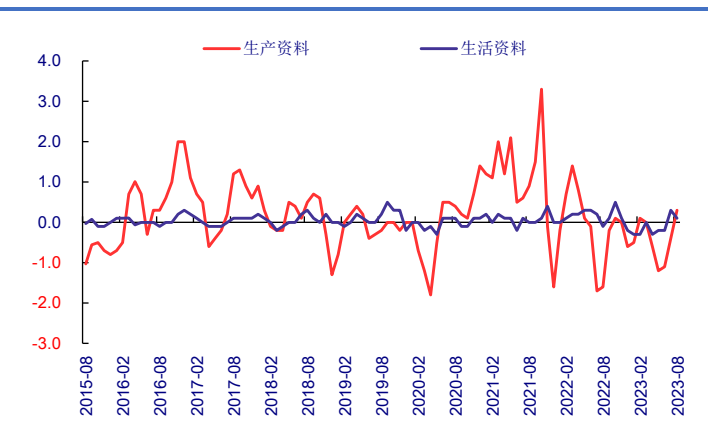
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 8 月份 PPI 同比降幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: PPI 生产资料和生活资料环比变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、我们对 CPI 的分析: 非食品价格上行延续度有限

8月份CPI环比季节性上行，8月份食品价格和非食品价格同时回升。8月份食品价格上行0.5%，非食品价格上行0.2%。食品价格上行主要是猪肉带来的，非食品上行由原油、旅游、中药的上行带动。

本月食品价格小幅不及预期，蔬菜价格的上涨幅度较弱，猪肉的上涨幅度回升。蔬菜上涨弱于往年，预计9月份部分蔬菜下架，并且节日临近，蔬菜价格涨幅加大。8月份猪肉价格

上涨带动了猪肉供给的增加，并且这种供给在9月份持续，猪肉价格上行持续度并不强，9月1-8日猪肉价格已经大幅回落。

非食品中各类价格上行的持续度需要观察。首先，旅游价格涨幅仍然超预期，相关消费的反弹已经持续性2个月，9月份临近中秋和国庆，旅游价格上行可能持续。其次，燃料价格受到原油价格上行的影响，原油价格供需两端均表现良好。需求端方面，柴油价格继续上行，欧洲需求并未下降。供给端方面，沙特和俄罗斯的减产可能持续。原油价格继续大幅上涨的可能性较低，但是持续高位的可能性偏高。车用燃料价格9月份可能小幅波动。再次，中药价格处于持续上涨阶段。

整个8月来看，价格的上涨符合预期，但上涨的品种与预期稍有偏差。非食品价格的涨幅持续度较弱，并且服务类价格上涨幅度偏弱。

核心CPI的走势低位平稳，整个物价处于稳定运行区间。

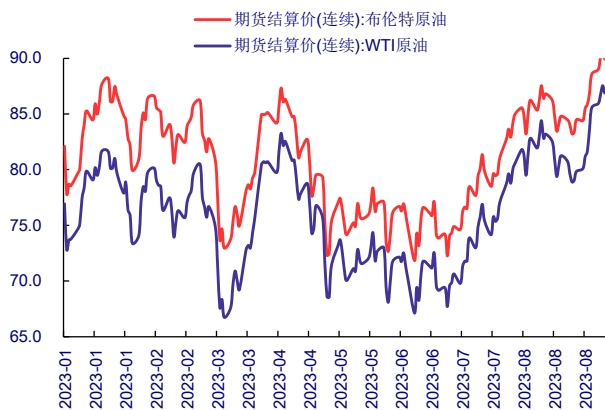
#### 四、我们对PPI的分析：有所回升

首先，PPI环比转正，主要受到原油价格上行的影响，但原油价格上行的可持续度仍然存疑。煤炭价格下跌，同时在房地产产业链疲软对于中游顺周期产品出厂价格提价难度仍然较大。如果房地产产业链无法止跌，那么PPI的回升会受到影响。

其次，居民消费相关产品和出口相关产品价格小幅回落，居民需求稳步回升偏弱，价格上行幅度也偏弱。居民消费的回升难以对冲房地产类顺周期产品价格的下滑。

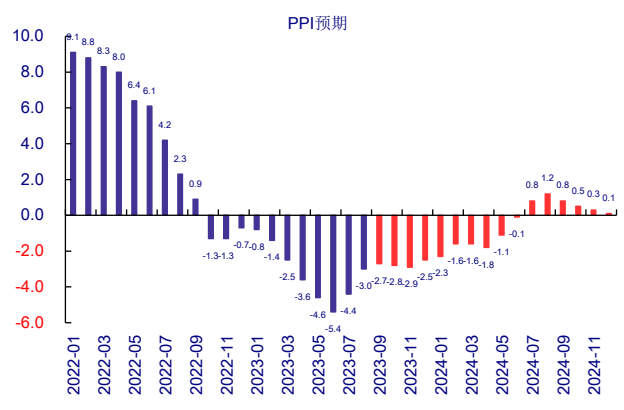
再次，PPI翘尾影响快速下降的时间濒临结束，未来PPI回升需要价格的稳定走高，这或许为未来PPI回升带来些许不确定性。

图 9：原油期货价格（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：PPI 预测（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院



## 五、下半年 CPI 和 PPI 预期

8 月份 CPI 上涨带有一定的季节性，而非季节性上行部分能否延续下去是未来 CPI 是否能走高的关键。现阶段来看，旅游、服务、蔬菜价格的涨幅仍然有延续性。4 季度随着冬季需求回升，蔬菜、猪肉等食品价格顺势走高。2023 年物价波动仍然小幅度、正常范围的，在房价疲弱的情况下，物价持续走高需要更多的需求刺激。

3 季度的物价水平预计是年内低点，同比可能 0.1% 左右。4 季度随着商品类价格的恢复，物价会随之走高，预计物价在 0.4%-0.5% 左右，全年 CPI 预计在 0.5% 左右。2023 年 CPI 的低水平是商品类价格探底以及服务类价格恢复缓慢带来的。2024 年商品类价格回升，服务类价格继续反弹，CPI 会顺利回升至 1.2% 左右。

9 月份的翘尾因素-0.2%，但 9 月份中秋和国庆临近，可能会带动部分商品涨价。8 月份蔬菜价格涨价不及预期，预计 9 月份价格会加快上行。非食品价格中旅游价格、中药、其他服务价格可能持续走高，其他商品价格小幅波动。预计 9 月份同比价格可能在 0.1% 左右。

PPI 的回升速度仍然低于预期，原材料价格的上行并不具有持续性。房地产产业链的疲软、出口的下行使得工业产能处于“过剩”状态。原材料价格上涨带到了 9 月份 PPI 环比回升，但是国际原油价格的上行贡献更大，煤炭价格反而下跌。

10 月份开始 PPI 的翘尾因素影响逐步减弱，PPI 未来的回升需要环比逐步上行。而在房地产疲软的情况下，未来出厂价格可能更为波动，环比持续上行较为困难。PPI 同比持续回升在未来较为波折。PPI 的持续回升需要房地产止跌和国内需求的好转。

我们预计 3 季度和 4 季度 PPI 增速分别为-3.4%和-2.5%，全年预计在-3.0%左右运行。PPI 转正时间推迟，我们预计可能在 2024 年 2 季度到来。

图表目录

图 1: CPI 同比触底回升 (%) .....2

图 2: CPI 环比延续上行 (%) .....2

图 3: 食品与非食品类对 CPI 的拉动 (%) .....3

图 4: CPI 中食品和非食品价格变动 (%) .....3

图 5: CPI 各部门价格同比变化.....3

图 6: PPI 相关价格比较 (%) .....4

图 7: 8 月份 PPI 同比降幅收窄 (%) .....4

图 8: PPI 生产资料和生活资料环比变动 (%) .....4

图 9: 原油期货价格 (美元/桶) .....5

图 10: PPI 预测 (%) .....5

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**许冬石**：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)