

2023年09月11日

价格周期的回升

固定收益研究团队

——2023年8月价格数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

● 核心观点

1. 8月，CPI同比+0.1%（前值-0.3%，下同），核心CPI同比+0.8%（+0.8%）。PPI同比-3.0%（-4.4%），PPIRM同比-4.6%（-6.1%）。

2. 8月价格数据中的一个重要观察线索是PPI的降幅在收窄，从6月开始已经连续两个月保持了降幅收窄的趋势。从历史上历次PPI从底部回升的走势来看，6月无论是从深度、时间跨度还是回升趋势，已经很符合价格的底部回升的走势。之前能够和本次PPI见底深度和回升幅度相对应的包括2009年三季度、2015年年底、2020年二季度，价格是供需水平的映射，历次价格见底之后都会在政策支持或者是市场出清下回升。历次的PPI见底回升同样和经济周期的回升拟合较好，由于价格指数会略滞后于经济，二季度是经济底部或许已经可以确定。

3. 继续回顾历次的PPI走势可以发现，PPI呈现了一个约三年半的周期性，我们认为这是主导了所谓名义库存周期的主要因素。而对于后续的PPI走势，从高频指标来看，我们倾向于PPI指标会继续改善，大宗商品的高频价格，比如截至到9月10日的南华综合指数或者是南华工业品指数，在同比和环比上都呈现出继续改善的态势。

4. CPI同比由下降转为上升，持续围绕0增速波动，但我们认为核心CPI相对表现较好，同比保持在2023年以来的较高位置。此外，如果将核心CPI剔除地产影响，也就是将居住项中的房租租赁CPI项减掉，核心CPI中的其余部分也继续保持在+1.2%。从环比和季节性来看，CPI的几个大类中，服务业的价格环比持平于季节性，食品项的环比大幅弱于季节性，核心CPI和消费品的价格环比都是小幅弱于季节性回升的。因此，相对来说，服务性消费或许继续保持较好。

5. 从细分的结构来看，对同比拖累最大仍然是交通通信和食品烟酒，也就是波动较大的能源和食品，降幅最大的分别是受到原油价格影响同比下降的交通工具燃料项、畜肉类中的猪肉项。但是两者对CPI整体的拖累正在边际下降，从高频来看，国际原油价格从7月已经开始回升，发改委在6月底多次上调国内成品油价格，8月期间就连续两次上调。另外，猪肉价格在8月同样是环比大幅回升。叠加随着8月之后原油价格基数开始回落、年底猪肉价格基数回落，能源和食品对整体CPI的拖累将会减小。

6. 服务性消费表现一致较为亮眼，文娱项、包括其中细分的旅游项大幅上涨，由于8月的暑假开始，旅游旺季的出行需求、暑期档电影的供给上升，线下的服务型消费较为火热。

7. 综合PPI的持续改善、PMI的回升，我们认为经济最弱的阶段已经在二季度出现并且结束，市场已经对长期的经济状况进行了比较深度的定价。随着宽信用、宽财政的落地，一是拉动经济从底部回升、二是对市场资金的影响，比如最近资金利率的收敛，我们认为债市要警惕收益率的反弹。

● **风险提示：**政策变化超预期；价格变化超预期。

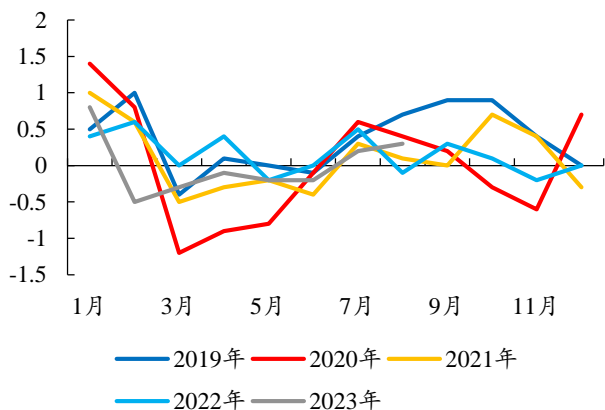
相关研究报告

《科数转债投资价值分析：智慧电能行业领跑者—固收专题》-2023.9.11

《部分出口和价格指标上升—高频经济周报》-2023.9.10

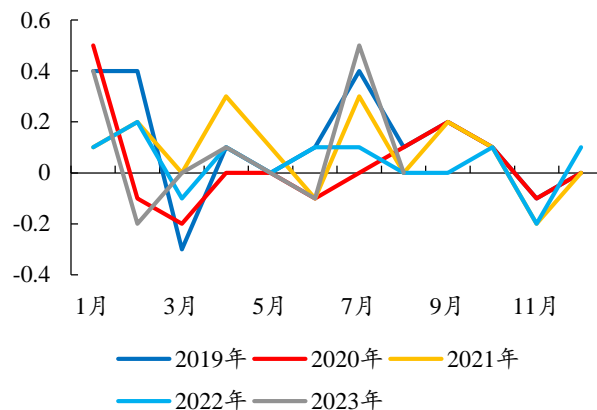
《市场整体下行，估值压缩—可转债周报》-2023.9.10

附图 1: CPI 环比略低季节性



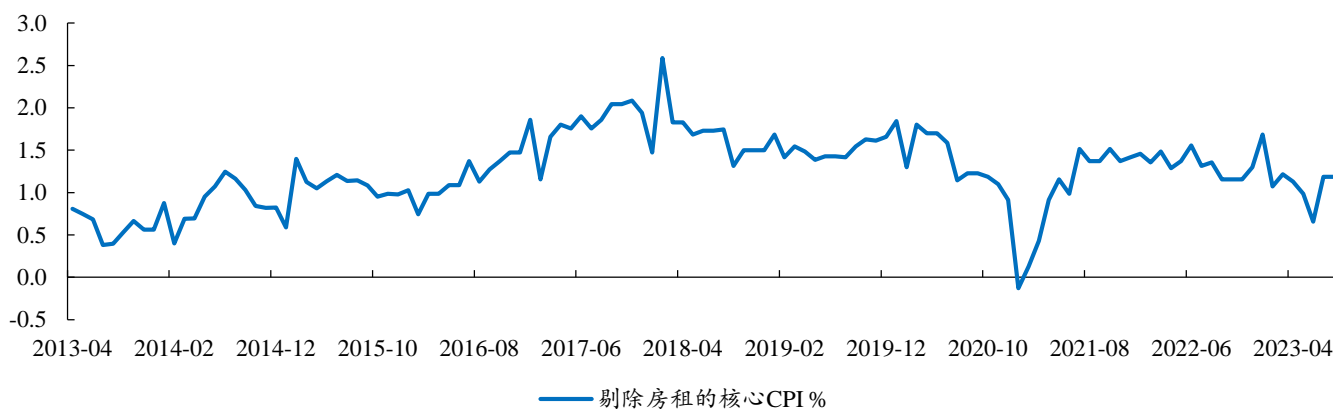
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 核心 CPI 环比略低季节性



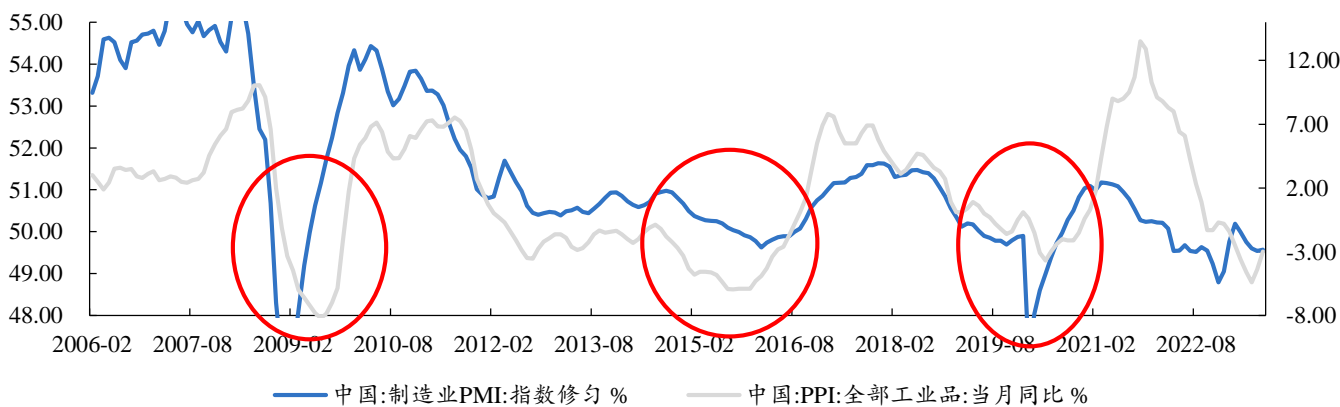
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 剔除房租的核心 CPI 回升到 1.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: 历次 PPI 的触底



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn