

## CPI 触底反弹，上行弹性偏弱

——8月通胀数据点评

2023年09月11日

- **事件：**8月CPI同比0.1%，前值-0.3%，市场预期0.2%，环比0.3%；PPI同比-3%，前值-4.4%，环比0.2%。
- **CPI同比回正，非食品项形成支撑，核心CPI持平。**食品项同比持平于-1.7%，环比上行为0.5%；非食品项同比由0%上行至0.5%。核心CPI同比持平于0.8%，服务项同比上行0.1个pct至1.3%，消费品同比反弹。
- **食品项价格分化，蔬菜、水果季节性回落，猪肉同环比增速上行。**中秋、国庆双节提前备货，需求阶段性好转，能繁母猪保持去化，中期来看猪肉供给依然偏宽松，产能去化的趋势有望延续。全球禽流感对国内引种影响仍存，开学和中秋带动下，蛋类价格同环比也明显上行。鲜果、蔬菜价格同比继续回落，供应依然较为充足。
- **非食品项中，国际油价带动燃料相关分项上行，旅游保持增长。**8月暑期带动下，机票、酒店、旅行等价格同环比增长，带动服务类通胀上行，家庭服务类价格同比小幅上行，房租价格同比与上月持平。OPEC+减产协议延续至年底，原油价格持续上行至高点。交通工具用燃料分项同、环比持续上行，水电燃料同环比保持增长。
- **PPI同环比上行，采掘工业上行速度最快。**PPI同比进入上行通道，工业品价格上涨，以及高基数作用减弱均形成一定推动。生产资料分项均上行，原材料上行速度依然快于加工工业。生活资料小幅上行，食品类为主要拉动，衣着、一般日用品、耐用消费品类同环比回落。
- **能源开采、加工产业链上行速度最快，黑色、有色金属产业链保持上行。**国际原油价格上涨拉动下，能化产业链整体上行。在地产相关政策利好带动下，地产销售有望迎来“金九银十”，地产上游原材料预期逐步好转。但当前地产新开工、施工的好转有待时间消化，非金属矿采选业同比继续下行。下游运输设备、计算机通信等同比回落，汽车制造同比增速连续下滑近1年后，同比首度小幅上行。
- **CPI环缓步回升，上行弹性偏弱。**CPI在原油等带动下增速上行，当前猪肉产能去化方向不变，通胀的企稳需要关注猪周期和原油价格的带动。工业品需求好转，高基数作用走弱，PPI进入上行通道。我国出口增速在底部边际改善，地产销售好转预期带动下，地产产业链修复仍需要时间来消化，海外紧缩政策周期下，需求面临一定风险，PPI上行空间仍受到约束。
- **风险因素：**海外经济衰退幅度超预期，居民消费需求疲弱，原油价格上行幅度超预期。

**分析师：** 于天旭

执业证书编号： S0270522110001

电话： 17717422697

邮箱： yutx@wlzq.com.cn

### 相关研究

经济保持缓步回温

货币政策部署积极

通胀或逐步走出下行阶段

## 正文目录

事件.....	3
1、CPI 同比转正，非食品项价格形成支撑.....	3
2、PPI 保持上行，能化产业链显著上涨.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	7
图表 1: CPI 同比增速回正 (%).....	3
图表 2: 非食品项增速持续上行 (%).....	3
图表 3: 核心 CPI 持平，服务项通胀上行 (%).....	3
图表 4: 住户存款增速持续放缓 (%).....	3
图表 5: 猪肉价格低位上行 (元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪保持去化 (万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜价格同比保持汇率 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格季节性回落 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项持续上行 (%).....	5
图表 10: 服务相关分项温和上行 (%).....	5
图表 11: CRB 现货指数、PPI 同比保持上行 (%).....	6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差持续缩窄 (%).....	6
图表 13: 能化、黑色、有色产业链价格均上行 (%).....	6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差持续收窄 (%).....	6
图表 15: M1 上行领先于 PPI，但上行幅度有限 (%).....	7
图表 16: 出口有望底部改善，PPI 回升 (%).....	7

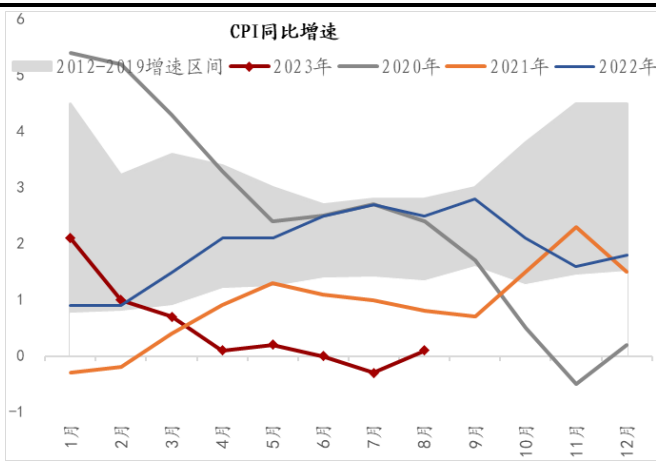
## 事件

2023年8月，CPI同比增速0.1%（市场预期0.2%），较上月上涨0.4个百分点，环比增速0.3%，前值0.2%，1-8月CPI累计同比0.5%；PPI同比增速-3%（市场预期-2.9%），较上月上行1.4个百分点，环比增速0.2%，前值-0.2%，1-8月PPI累计同比-3.2%。

### 1、CPI 同比转正，非食品项价格形成支撑

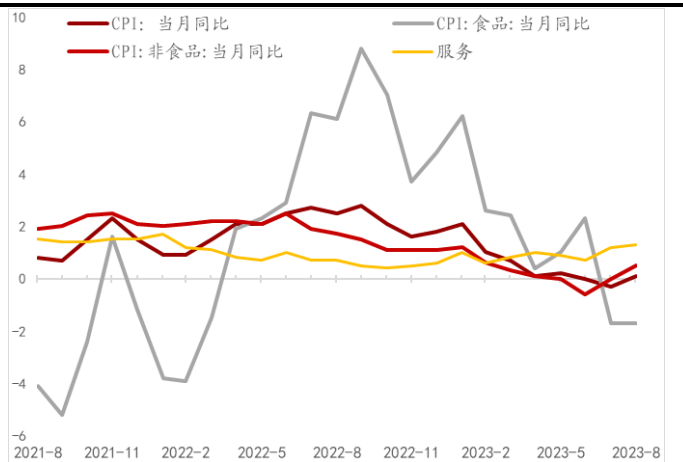
CPI同比增速回正，环比小幅上行，非食品项通胀同比持续上行，食品项环比增速上行。8月，CPI同比增速较上月反弹0.4个百分点至0.1%，增速略低于市场预期；环比增速0.3%，上月值为0.2%。CPI食品项同比增速与上月持平于-1.7%，环比由上月的-1%上行至0.5%；非食品项同比由0%小幅上行至0.5%，环比由上月的0.5%下行至0.2%。

图表1: CPI同比增速回正 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 非食品项增速持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

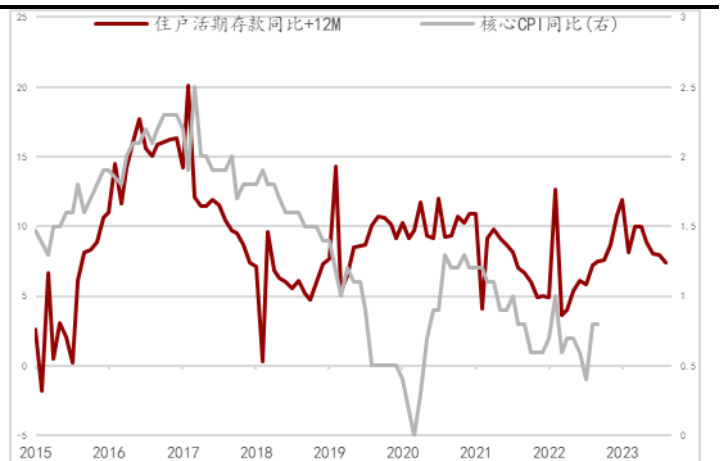
核心CPI同比持平，服务项同比保持上行，消费品增速反弹。8月在暑期带动下，机票、酒店、旅行等价格同环比增长，带动服务类通胀上行。核心CPI同比增速持平于0.8%，环比0%，前值为0.5%。CPI服务项同比较7月小幅上行0.1个百分点至1.3%，环比上行0.1%，前值0.8%；消费品同比则上行0.6个百分点至-0.7%，环比上行0.4%，环比增速较上月上行0.5个百分点。

图表3: 核心CPI持平，服务项通胀上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 住户存款增速持续放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

食品项价格同比持平，蔬菜、水果保持季节性回落，猪肉同环比增速上行。猪粮比价8月重回5:1上方，养殖户盈利水平边际恢复，中秋、国庆双节提前备货，需求阶段性好转，能繁母猪保持去化，中期来看猪肉供给依然偏宽松，产能去化的趋势有望延续。全球禽流感对国内引种影响仍存，开学和中秋带动下，蛋类价格同环比也明显上行。鲜果、蔬菜价格同比继续回落，供应依然较为充足。食用油价格同比跌幅继续扩大，粮食同比增速上行，烟草同比增速持平。CPI食品项同比增速持平于7月的-1.7%，环比由上月的-1%上行至0.5%。

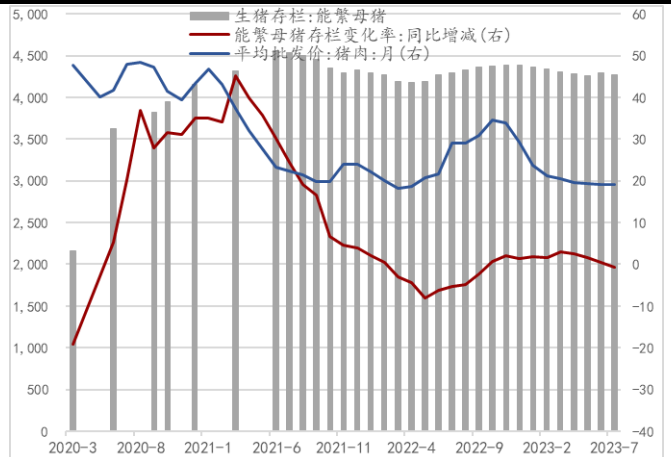
从CPI食品具体分项来看，8月，猪肉价格同比上涨8.1个百分点至-17.9%，自今年3月份以来首次反弹上行，但同比依然为负增，环比增速由上月的0%大幅上行至11.4%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速分别由上月的-4.8%、-3.1%下行至-4.9%、-4.6%，蛋类同比增速上行3.7个百分点至3.2%，环比上行7%。鲜菜价格同比继续回落1.8个百分点至-3.3%，下降速度放缓，环比上行0.2%；鲜果价格同比继续回落3.7个百分点至1.3%，下降有所提速，环比下行4.4%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由7月的0.3%、-1.3%、0.4%、1.4%、0.5%变动为0.6%、-1.9%、0.2%、1.4%、0.1%。

图表5: 猪肉价格低位上行 (元/公斤)



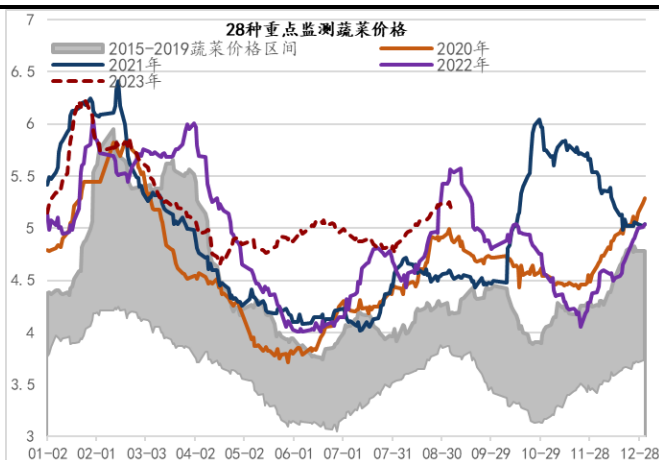
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪保持去化 (万头, %)



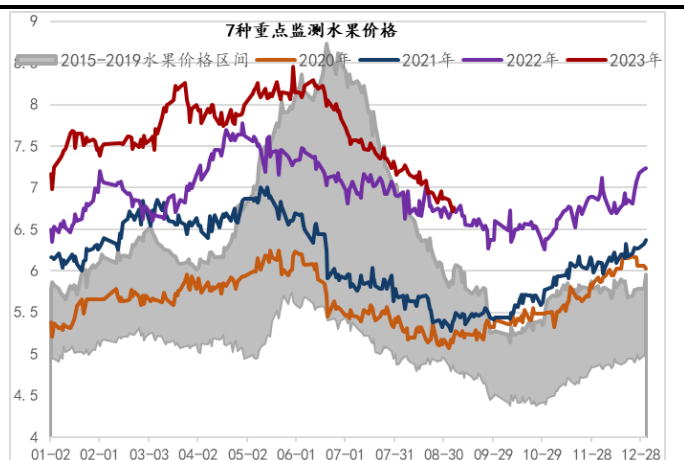
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜价格同比保持汇率 (元/公斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 水果价格季节性回落 (元/公斤)

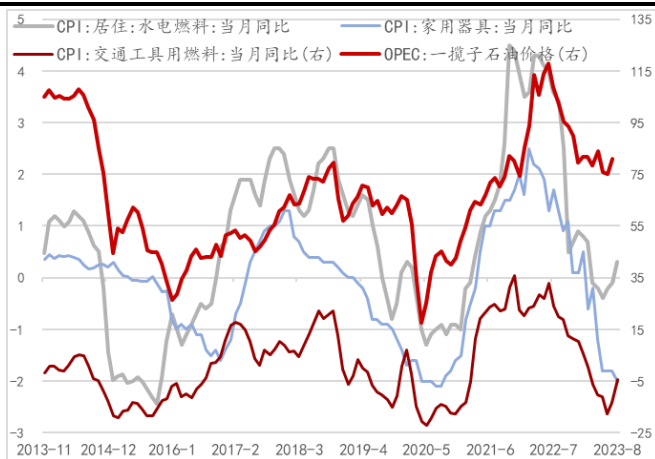


资料来源: Wind, 万联证券研究所

非食品项中，国际油价攀升，带动燃料相关分项持续上行，旅游同比保持增长，家庭服务价格上行。国际油价持续上行，OPEC+减产延续至年底，原油价格持续上行至高

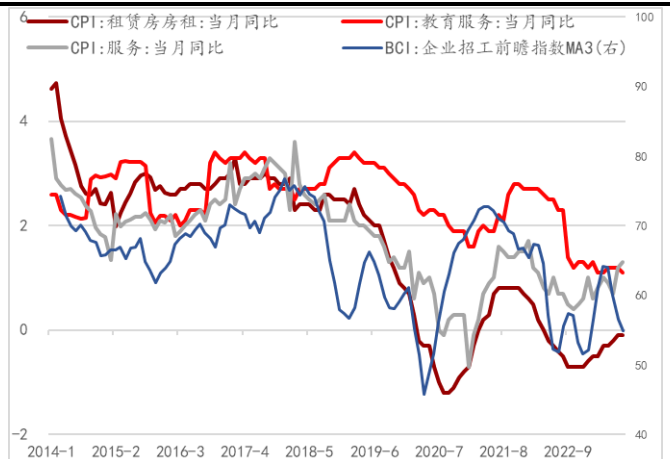
点。暑期出行相对活跃，国内交通工具用燃料分项同、环比持续上行，同比增速由-13.2%收窄为-4.5%，环比由1.9%上行为4.8%。夏季高温天气带动下，水电燃料同比由-0.1%继续上行为0.3%，环比也由-0.1%转为增长0.3%。交通工具分项同比增速由-4.4%降至-4.5%，环比由-0.4%小幅上行为-0.3%。服务项中，旅游分项同比由13.1%继续上行为14.8%，环比由10.1%回落为1.4%，宾馆、旅行在暑期带动下价格上行。家庭服务分项同比由1.8%上行为1.9%，环比增速0.2%。医疗保健同、环比持平。房租价格同比持平于上月的-0.1%，环比由0.2%回落为0.1%。地产下游的家具器具同比由-1.8%下跌为-2%，环比由0.9%转为-0.6%。

图表9: CPI燃料相关分项持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务相关分项温和上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

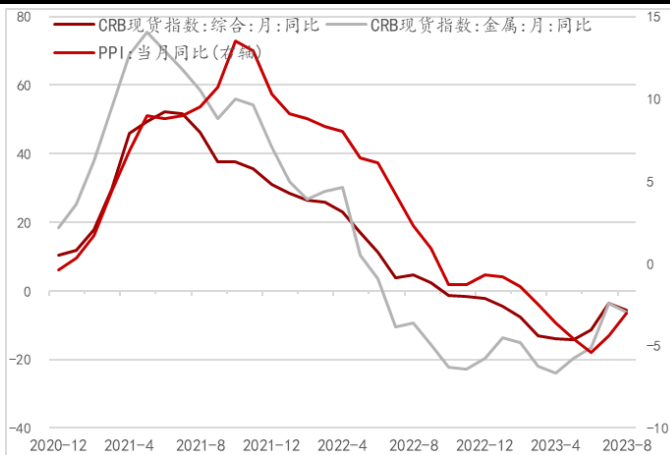
## 2、PPI 保持上行，能化产业链显著上涨

PPI同环比均上行，采掘工业上行速度最快，原材料工业上行快于加工工业。PPI同比增速由-4.4%上行为-3%，环比由-0.2%上行为0.2%。PPI同比进入上行通道，工业品价格拉动，以及高基数作用减弱均形成一定推动。生产资料中，采掘工业上行幅度最大，原材料上行速度依然快于加工工业，加工工业-原材料工业剪刀差持续回落。生活资料同比小幅上行，其中，食品类同、环比增速均小幅上行，衣着、一般日用品、耐用消费品类同环比回落。

具体数据来看，PPI同比增速-3%，较上月上行1.4个百分点，环比增速0.2%，前值-0.2%。工业生产者购进价格（PPIRM）同比由-6.1%上行为-4.6%，上行幅度略大于工业生产者出厂价格（PPI）。PPI生产资料同比上行1.8个百分点至-3.7%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由7月的-14.7%、-7.6%、-3.8%上行至-9.9%、-4%和-3.1%，各项同比均在上行。PPI生活资料同比上行0.2个百分点至-0.2%，环比增速0.1%，前值0.3%；其中，食品类同比由-0.9%上行至-0.2%。

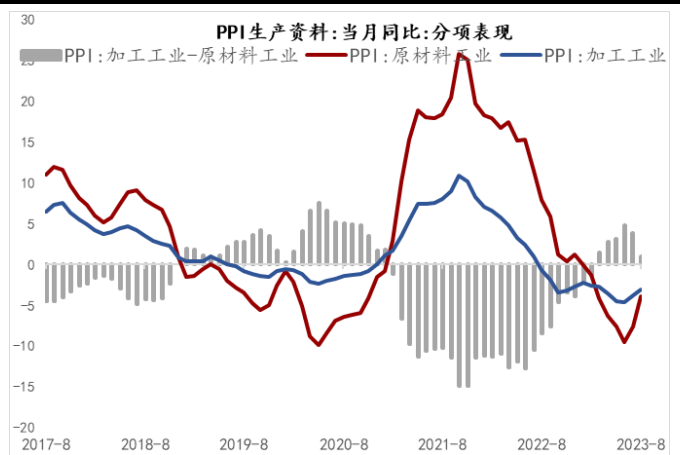


图表11: CRB现货指数、PPI同比保持上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工-原材料工业剪刀差持续缩窄 (%)



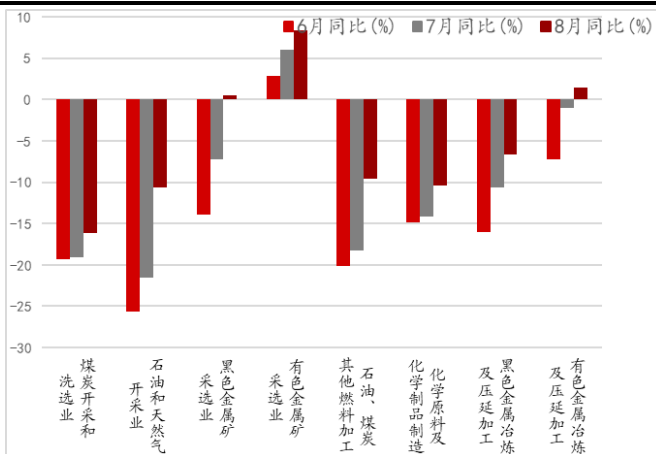
资料来源: Wind, 万联证券研究所

能源开采、加工产业链上行速度最快，黑色、有色金属产业链保持上行，非金属矿采选同比继续放缓，8月PPI上游分项同比大多上行，石油和天然气开采业同环比上行幅度最大，其次为石油、煤炭及其他燃料加工业，化学制品价格同环比也有所上涨，国际原油价格上涨形成一定推动。黑色金属矿采选和黑色金属冶炼及压延加工业同比增速上行，在地产相关政策利好带动下，地产销售有望迎来“金九银十”，地产上游原材料预期逐步好转。但当前地产新开工、施工的好转有待时间消化，非金属矿采选业同比继续下行，环比由-1.7%上行至-0.4%。有色金属产业链价格同环比均有所抬升，有色冶炼及压延工业同比增速转正。

下游制造业价格同比有涨有跌，燃气生产和供应业同比持续上行。中游通用设备制造业同比小幅回落0.1个pct至-0.4%，环比回落为-0.1%；下游汽车制造同比上行0.1个pct至-1.4%，环比0%，铁路、船舶等运输设备制造业同比持平于0%，环比跌幅收窄为-0.1%；计算机、通信等电子设备制造业同比回落0.2个pct至-1.9%，环比由0.2%回落为-0.4%。整体中下游行业价格涨幅小于上游原材料开采和加工业。电力、热力的生产和供应业同比小幅回落，环比增速转正，其中，受能源价格上行影响，燃气生产和供应业同、环比保持上行，为主要拉动。

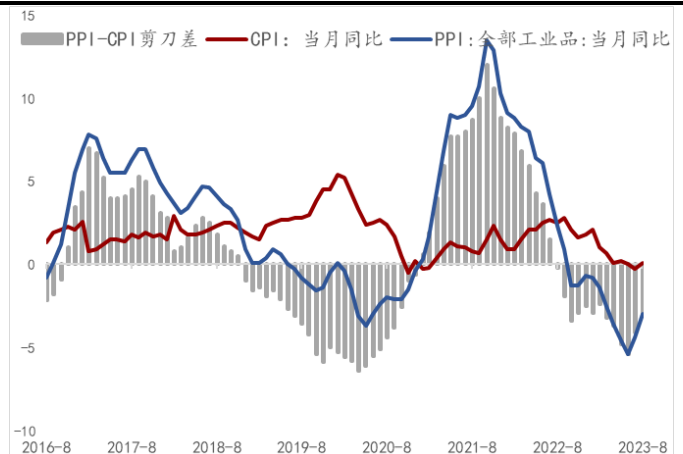
PPI-CPI剪刀差持续收窄。PPI开启上行通道，高基数作用逐步减弱。OPEC+减产协议持续到年底，市场情绪推动下，原油价格持续攀升。地产行业政策持续放松，黑色、有色金属需求预期好转。当前内外需求不足的问题仍存，CPI上行幅度温和。

图表13: 能化、黑色、有色产业链价格均上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差持续缩窄 (%)

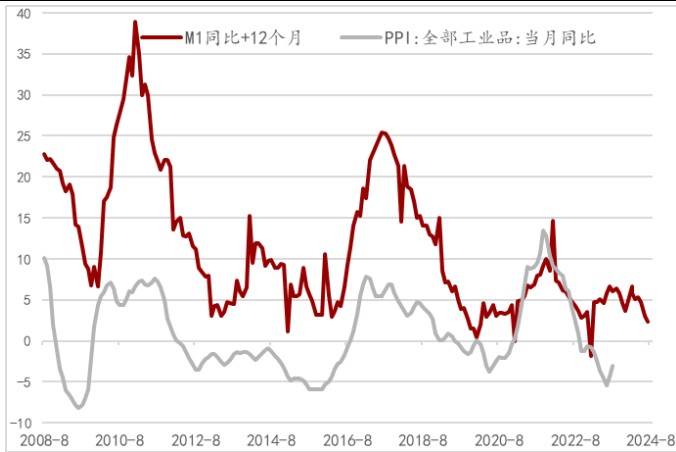


资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 3、总结与展望

CPI有望缓步回升，PPI进入上行通道。CPI在非食品项带动下上行，猪肉产能去化方向不变，随着四季度需求回暖，有望减少对CPI的负向拖累。工业品需求转好，随着PPI高基数作用逐步减弱，PPI预期进入上行通道。我国出口增速在底部边际改善，销售好转预期带动下，地产产业链修复仍需要时间来消化，海外紧缩政策周期下，需求面临一定风险，PPI上行空间仍受到一定约束。

图表15: M1上行领先于PPI, 但上行幅度有限 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 出口有望底部改善, PPI回升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 4、风险提示

海外经济衰退幅度超预期，居民消费需求疲弱，原油价格上行幅度超预期。

### 行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

### 风险提示

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。

### 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

### 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场