

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀如期反弹 年内缓慢上行 —8月物价数据点评

2023年9月11日

分析师:

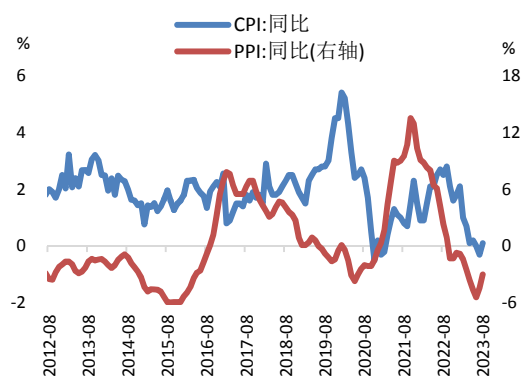
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

CPI与PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《短期 CPI 或低位徘徊 PPI 存有反弹可能—6月物价数据点评》
- 《服务业接棒工业复苏 经济增长向稳态回归》
- 《CPI 转负 PPI 反弹 未来或缓慢上行—7月物价数据点评》

内容提要:

8月CPI同比0.1%，预期0.2%，前值-0.3%；PPI同比-3.0%，预期-2.9%，前值-4.4%。

高基数拖累减弱、肉类等食品价格超季节性反弹、非食品价格保持上涨等推动CPI同比涨幅转正。但同时，终端需求复苏并未根本性改善，导致CPI仍在低位。展望未来，2022年四季度基数进一步下降，叠加近期国内边际复苏势头有所增强，年内CPI或缓慢上行至0.8%左右，全年或同比上涨0.5%，7月(-0.3%)大概率为全年底部。

PPI同比跌幅收窄1.4个百分点，主因翘尾较7月收窄1.3个百分点，同时8月南华工业品指数日均值环比上涨3.7%。年内PPI或继续上行：首先，2022年9-11月翘尾稳定在-0.4%左右，与8月(-0.3%)大体持平。其次，近期南华工业品指数持续回升有助于拉动PPI反弹，其6月、7月、8月日均值环比分别上涨1.3%、5.2%、3.7%，9月前8日均值继续上涨5.3%；同时，7月政治局会议重提“加大宏观政策调控力度”以来，多项涉及融资投资的政策落地，尤其是近期地产政策频出，有助于稳定地产投资（深度及持续时间仍有待观察）。综合来看，预计年内PPI或缓慢上行，年末或升至-1.9%，全年同比下降2.9%左右。

如果未来CPI、PPI均趋于上行，有助于企业盈利与名义GDP回升。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局9月10日公布的数据显示，8月CPI同比0.1%，预期0.2%，前值-0.3%；PPI同比-3.0%，预期-2.9%，前值-4.4%。

点评：物价拐点得到确认，未来将继续上行。从CPI看，高基数拖累减弱、肉类等食品价格超季节性反弹、非食品价格保持上涨等推动CPI同比涨幅转正。但同时，终端需求复苏并未根本性改善，导致CPI仍在低位。展望未来，2022年四季度基数进一步下降，叠加近期国内边际复苏势头有所增强，预计年内CPI继续小幅上行，全年同比上涨0.5%，7月为全年底部大概率能得到确认。从PPI看，剔除基数扰动后尚未实质性企稳，同时地产等领域拖累仍然较大。综合考虑翘尾与新增、近期政策频出等因素，预计年内PPI或继续缓慢上行，年末或升至-1.9%，全年同比下降2.9%左右。如果未来CPI、PPI均趋于上行，有助于企业盈利与名义GDP回升。

1、高基数对CPI的拖累有所减轻，肉价反弹、油价上涨、暑期出行需求增加等因素推动CPI转正。其中，食品价格弱于季节性，非食品价格连续2个月强于季节性，核心CPI持平。

8月CPI同比上涨0.1%，略低于市场预期（0.2%）。从环比看，8月CPI环比上涨0.3%，稍弱于历史（2011-2019年，下同）同期均值（0.4%），其中食品价格弱于季节性，非食品价格强于季节性。从同比分项看，食品价格下降1.7%，降幅与7月相同，影响CPI下降约0.31个百分点。食品中，猪肉价格下降17.9%，降幅比7月收窄8.1个百分点；鲜菜、牛肉和羊肉价格分别下降3.3%、4.9%和4.6%，降幅均有扩大；薯类、鸡蛋和鲜果价格分别上涨6.5%、3.0%和1.3%。在8月CPI同比涨幅中，2022年价格变动的翘尾影响约为0.2个百分点，新涨价影响为-0.1个百分点（7月为-0.3个百分点）。

基数因素对CPI拖累有所减轻。2022年8月CPI较7月下行0.2个百分点至2.5%，高基数影响有所减弱。剔除基数因素后的CPI四年平均增速为1.44%，略低于7月（1.52%），为2005年6月以来新低。

食品价格涨幅总体偏弱。8月食品价格环比上涨0.5%，弱于历史同期均值（1.4%），主要受鲜菜等价格回升较慢拖累。

肉类价格近9个月以来首次环比转正。8月肉禽及其制品价格环比反弹4.7%，近5个月首次强于历史同期均值（上涨3.3%）；同比下跌10.5%，较7月收窄3.5个百分点，下拉CPI0.36个百分点，较7月缩小1.2个百分点。其中，猪肉价格环比上涨11.4%，强于历史同期均值（5.5%）；

同比下跌 17.9%，较 7 月收窄 8.1 个百分点。近期猪肉价格涨势较快，主要受部分地区极端天气影响调运、养殖户压栏惜售及中央储备猪肉收储支撑市场信心等因素影响，而并非供需基本面发生根本变化所致。未来，消费旺季猪肉价格可能会继续上行，不过当前供给较为充足，叠加 2022 年 9-10 月基数上升，同比涨幅难以大幅上升。

其他主要食品涨跌互现，但多数弱于历史同期均值。鲜果供给充足，价格下跌 4.4%，水产品、奶制品均下跌 0.2%；夏季蛋鸡产蛋率下降，加之临近开学及中秋消费需求有所增加，鸡蛋价格由 7 月下跌 0.9% 转为上涨 8.3%，从而推动蛋类价格上涨 7%，粮食、油脂分别上涨 0.2%、0.1%。上述食品中，仅水产品环比涨幅强于历史同期均值（-0.6%）。从农产品、菜篮子产品批发价格 200 指数走势看，9 月上旬较 8 月末再度回落。对比国际价格，8 月 FAO 食品价格指数（121.4）环比下跌 2.0%，同比下跌 12.0%，后者为 3 月以来最小跌幅。

非食品价格连续 2 个月强于季节性。8 月非食品价格环比上涨 0.2%，略强于历史同期均值（0.1%）。分项数据 4 涨 1 平 2 降。其中，交通通信、教育文化娱乐价格分别上涨 1.0% 和 0.2%，居住、医疗保健价格均上涨 0.1%；其他用品及服务价格持平；生活用品及服务、衣着价格分别下降 0.3% 和 0.1%。服务价格上涨 0.1%，稍弱于历史同期均值（0.2%），涨幅比 7 月回落 0.7 个百分点，部分受出行类服务价格涨幅回落影响，其中宾馆住宿和旅游价格分别上涨 1.8%（7 月为 6.5%，下同）和 1.4%（10.1%）。此外，受国际原油价格波动影响，国内汽油价格上涨 4.9%（1.9%）。

核心 CPI 低位持平。8 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.8%，与 7 月持平；四年平均增速微降至 0.82%，低于 7 月（0.85%），但略高于 6 月（0.80%）。

综合而言，高基数拖累减弱、肉类等食品价格超季节性反弹、非食品价格保持上涨等推动 CPI 同比涨幅转正。但同时，终端需求复苏并未根本性改善，导致 CPI 仍在低位。展望未来，2022 年四季度基数进一步下降，叠加近期国内边际复苏势头有所增强，年内 CPI 或缓慢上行至 0.8% 左右，全年或同比上涨 0.5%，7 月（-0.3%）大概率为全年底部。

2、PPI 持续反弹但略低于预期

PPI 继续反弹。8 月 PPI 环比上涨 0.2%，同比回落 3.0%，稍弱于市场预期（-2.9%），四年平均增速（1.6%）好于 6 月（1.5%）与 7 月（1.5%）。8 月 PPI 同比跌幅收窄 1.4 个百分点，主因翘尾较 7 月收窄 1.3 个百分

点，同时当月南华工业品指数日均值环比上涨 3.7%。不过，虽然近期供需两端积极迹象显现但目前还未实质性企稳，同时房地产市场等领域的拖累仍然较大。

生产资料环比转正。从环比看，8 月生产资料价格环比上涨 0.3%，为近 10 个月首次转正；生活资料价格上涨 0.1%，较 7 月收窄 0.2 个百分点。从同比的四年平均增速看，生活资料(0.6%)持平 7 月，生产资料(1.9%)升至近 3 个月最高。

从行业看，受国际原油价格上行影响，石油和天然气开采业价格上涨 5.6%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 5.4%；金属相关行业需求有所改善，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.4%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.1%；煤炭需求季节性减弱，煤炭开采和洗选业价格下降 0.8%。此外，新能源车整车制造价格上涨 0.8%，电力热力生产和供应业价格上涨 0.2%；计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 0.4%。

年内 PPI 或继续上行。首先，2022 年 9-11 月翘尾稳定在-0.4%左右，与 8 月(-0.3%)大体持平。其次，近期南华工业品指数持续回升有助于拉动 PPI 反弹，其 6 月、7 月、8 月日均值环比分别上涨 1.3%、5.2%、3.7%，9 月前 8 日均值继续上涨 5.3%；同时，7 月政治局会议重提“加大宏观政策调控力度”以来，多项涉及融资投资的政策落地，尤其是近期地产政策频出，有助于稳定地产投资（深度及持续时间仍有待观察）。综合来看，预计年内 PPI 或缓慢上行，年末或升至-1.9%，全年同比下降 2.9% 左右。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

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注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层