

# 8月通胀数据解读：CPI、PPI双筑底，实体经济拐点或已来临



左景冉 分析师

Email: zuojingran@lczq.com

证书: S1320523020001

## 投资要点:

**8月CPI同比数据实现筑底，猪价、油价上涨为环比数据主要拉动项。**我们判断，继PPI之后，CPI也将实现筑底，预计8月为CPI同比数据的年内拐点。环比方面，猪肉价格上涨是食品CPI主要拉动项，非食品则主要受两方面的影响：一、国际原油价格上涨，国内成品油价格处在相对高位；二、受暑期消费季的影响，服务类商品价格环比保持正增长，但此类补偿性消费增长的持续性存疑，进入九月后，服务类商品价格对CPI环比拉动效应预计将逐步减弱。

**PPI同比降幅持续收窄，环比数据年内首回正。**环比拉动项主要集中于上游原料端，尤其是国际定价商品品种，包含原油系及有色系产品。主要拖累项包含两方面：煤炭产品和地产产业链。同上游原料端相比，中游制造业企业产品价格依旧相对弱势，但其降幅相较前值有所收窄，企业利润开始逐步实现修复。

**7月、8月国内CPI、PPI同比相继完成筑底，宏观经济底部正在得到确认。**我们认为，“金九银十”是国内经济发展旺季，同时叠加十一黄金周临近和季度末冲量的影响，实体经济有望获得阶段性快速增长机会。

未来两个月将是政策面发力的关键窗口，可能出台的相关政策包括以下几方面：

财政支出大幅提速；地产行业支持政策继续加码；加大流动性投放力度，降准可能性提升。

对于债券市场来说，近期密集出台的房地产支持政策是直接利空，同时考虑实体经济拐点逐步确认，市场风险偏好提升，建议谨慎关注。

对于权益市场来说，宏观经济底部确认，企业库存结构预计将得到优化、利润将获得增长，可重点把握相关企业盈利反转所带来的投资机会，推荐关注受猪肉价格走强利好的猪企及与宏观经济强挂钩的有色行业。

**风险提示：**宏观经济恢复不及预期、地缘政治风险、海外经济超预期下行等。

## 相关报告

8月美国非农：就业市场首现松弛迹象

2023.09.07

8月PMI数据解读：库存周期拐点或已出现

2023.09.06

美国居民超储耗尽、学贷重启是否意味着弱消费在即？

2023.09.05

## 目 录

---

1. CPI: 同比数据筑底, 环比“猪油共振”.....	4
2. PPI: 环比增速年内首回正.....	8
3. CPI、PPI 同比双双筑底, 实体经济拐点逐步确认.....	10
4. 风险提示 .....	11

## 图目录

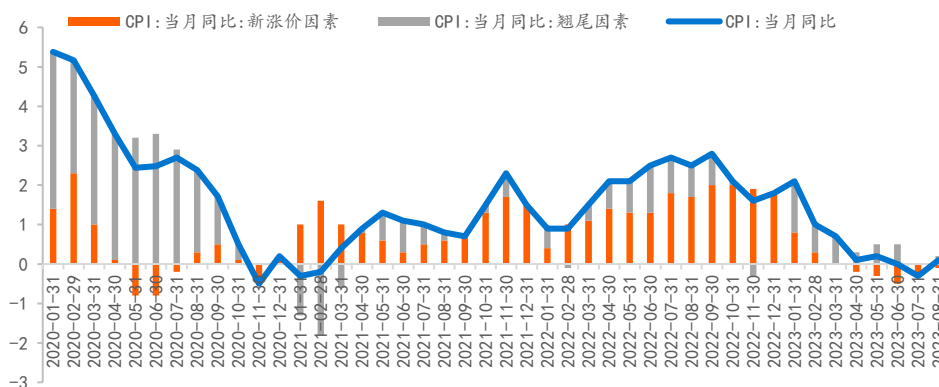
图 1	8 月国内 CPI 同比数据实现筑底.....	4
图 2	2022 年基数高点将过 (%).....	5
图 3	PPI 同比数据 7 月先行完成筑底 (%).....	5
图 4	猪肉价格下跌是 2023 年 CPI 同比的重要拖累项 (元/千克、%).....	5
图 5	能繁母猪存栏同比下滑 (元/千克、%).....	6
图 6	猪粮比价下行至历史低位区间 (元/千克).....	6
图 7	8 月 CPI 环比增速持续修复 (%).....	6
图 8	1 月以来, 食品分项首次实现环比正向拉动 (%).....	7
图 9	多数食品分项价格波动符合历史性规律 (%).....	7
图 10	服务类商品价格正向拉动效应显著 (%).....	8
图 11	核心 CPI 环比增速不及历史均值水平 (%).....	8
图 12	8 月国内 PPI 同比降幅持续收窄 (%).....	8
图 13	环比增速由负转正 (%).....	8
图 14	主要原油出口国挺价决心坚定 (千桶/天、美元/桶).....	9
图 15	原油系、有色系价格普遍环比正增长 (%).....	9
图 16	煤炭产品价格环比表现仍弱于均值 (%).....	9
图 17	地产系商品价格逐步修复.....	9
图 18	上游企业分化明显, 中游企业利润开始进行修复 (%).....	10

2023年9月9日，国家统计局公布8月国内通胀数据，CPI同比由降转升，同比上涨0.1%，升幅与预期值持平，前值-0.3%，环比上涨0.3%，涨幅较前值略有放大；PPI环比增速反转，上涨0.2%，前值-0.2%，同比下降3%，与前值相比降幅收窄1.4个百分点。

## 1. CPI: 同比数据筑底，环比“猪油共振”

2023年1月至今，国内CPI同比增速持续震荡走弱，7月进入负区间。8月国内CPI年内首次实现反弹，同比数据由负转正，增速0.1%，升幅与预期值相同。其中，翘尾因素同比上涨0.2%，新涨价因素同比-0.1%，依旧处在负增长区间，但降幅较前值收窄0.2个百分点。

图1 8月国内CPI同比数据实现筑底



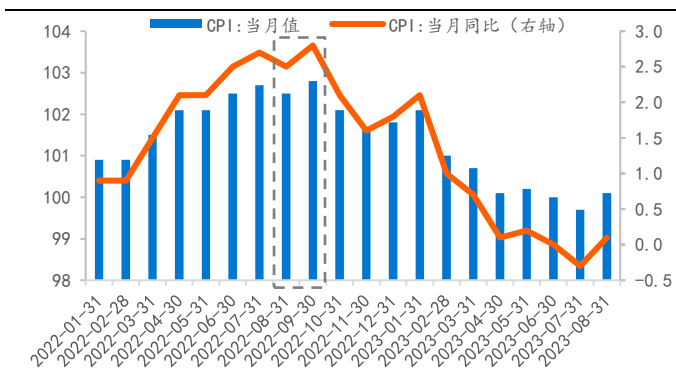
资料来源：iFind，联储证券研究院

我们在7月份通胀数据解读报告中提出“8月CPI同比数据预计企稳回升”的观点，本月数据得到验证。我们判断，继PPI之后，CPI也将实现筑底，预计8月为CPI同比数据的年内拐点，主要原因包含以下几点：

**第一，2022年基数高点将过。**从CPI定基指数看，2022年8月、9月为其年内高点，四季度开始该指数进入下行区间，高基数对同比数据压力将得到缓解。

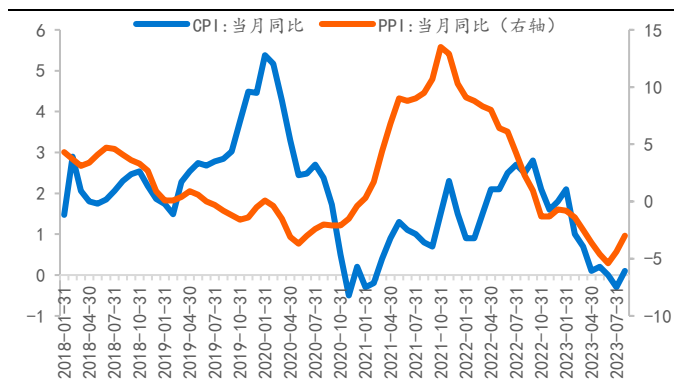
**第二，PPI同比数据提前完成筑底。**PPI指标内部生产产品和生活产品权重比例为3:1，主要衡量市场网络结构中上游企业的产品和服务的价格变动，而CPI主要反映的下游需求者消费的最终品的价格变动，因此PPI波动对CPI尤其是核心CPI具有一定的带动效应，多数时段内可将其视为CPI同比数据的领先指标，领先周期一般为1-2个月。7月PPI同比数据实现筑底，8月延续上行趋势，我们在7月通胀数据解读报告中进行了相关论述，预计“其年内低点已过，未来将实现触底反弹”，借此可判断8月CPI同比数据也将迎来年内拐点。

图2 2022年基数高点将过 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

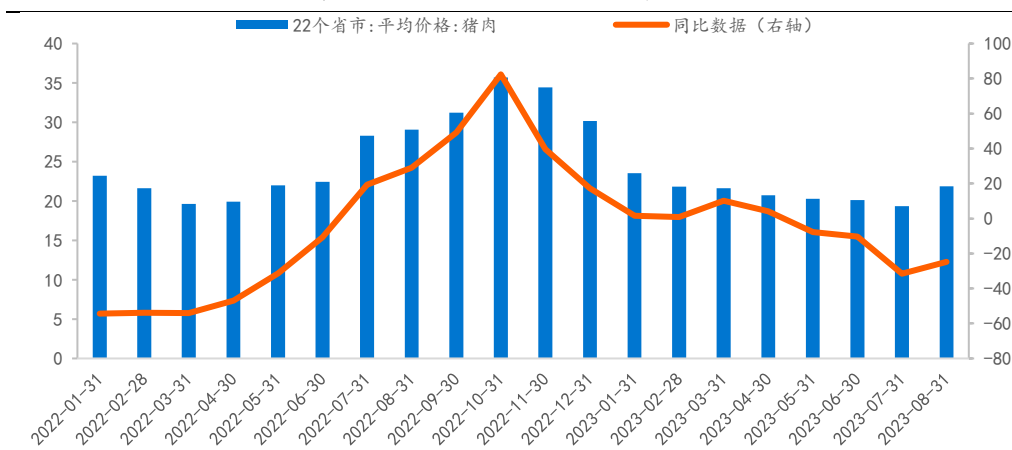
图3 PPI 同比数据 7月先行完成筑底 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

第三，预计下半年国内猪肉价格将震荡上行，猪价对 CPI 同比拖累将逐步减弱。2023 年猪价下行对国内 CPI 同比数据形成较大压力，7 月国内猪肉月度均价降至 19.35 元/千克，同比下滑 31.56%，猪价走弱是 CPI 同比下行的的重要因素。从去年猪肉价格走势来看，9 月猪肉均价 31.21 元/千克，基数上涨有限，10 月为当年猪肉价格高点，11 月-12 月猪肉价格将进入下行区间。2023 年 8 月猪肉价格完成筑底，环比增速达到 12.97%。

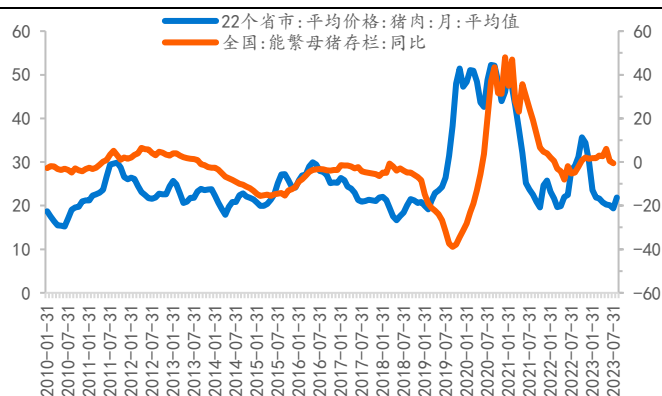
图4 猪肉价格下跌是 2023 年 CPI 同比的重要拖累项 (元/千克、%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

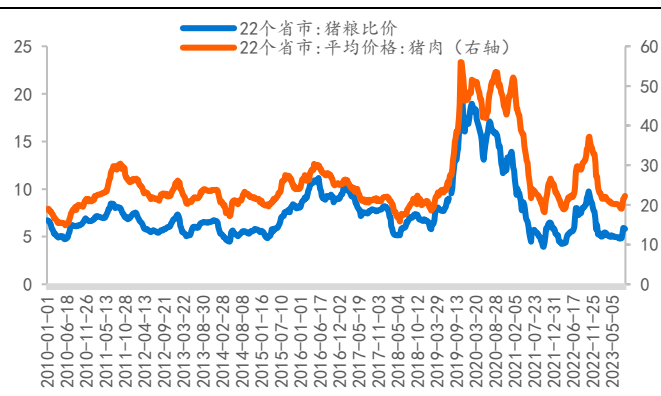
我们判断 8 月国内猪肉价格实现筑底，未来其市场价格将逐步上行。国内能繁母猪从 22 年 12 月开始进入去化区间，从能繁母猪到商品猪出栏通常需 10-12 个月，预计 9-10 月开始国内猪肉供给将逐步减少。需求端四季度是国内传统的猪肉消费旺季，供需两端猪肉价格均有足够支撑。从猪粮比价角度看，目前仍处在历史低位区间，猪价上行仍有较为充足的空间。

图5 能繁母猪存栏同比下滑（元/千克、%）



资料来源：iFind，联储证券研究院

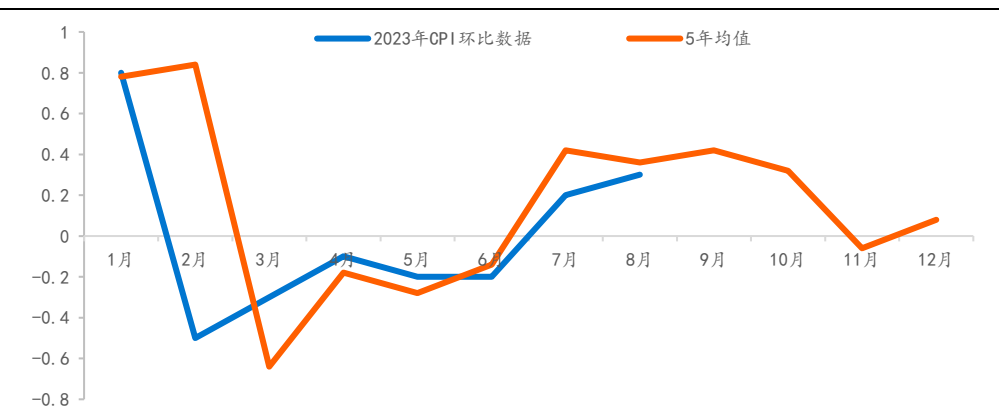
图6 猪粮比价下行至历史低位区间（元/千克）



资料来源：iFind，联储证券研究院

8月国内CPI环比增速持续修复，涨幅较上月扩大0.1个百分点，基本符合市场预期。同均值数据相比，8月环比增速仍相差0.06个百分点，两者差距相较7月已大幅收窄，显示国内消费品价格水平逐步回归正常水平。

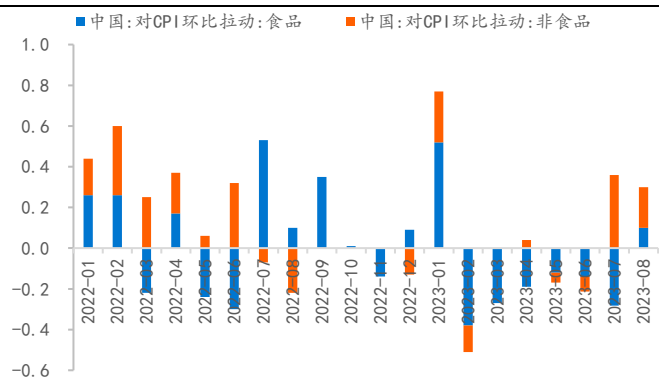
图7 8月CPI环比增速持续修复（%）



资料来源：iFind，联储证券研究院

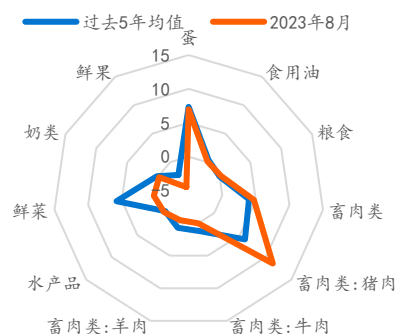
分项来看，食品分项自1月以来首次实现正向拉动，环比上涨0.5%，影响CPI上涨约0.1个百分点。其中多数食品分项价格波动符合历史规律，“猪粮价格走势将呈现一定程度的分化”，验证我们在7月通胀数据解读报告中提出的观点。猪肉价格增速超过均值，上文论述预计未来市场价格将延续震荡上行趋势，但短期其增速过快，且当前市场供给尚属宽裕，不排除9月增速将略有放缓。鲜菜价格环比增速放缓主要受5、6月市场价格过高的影响，考虑当前市场供给充裕，未来仍有一定下调空间。

图8 1月以来，食品分项首次实现环比正向拉动（%）



资料来源：iFind，联储证券研究院

图9 多数食品分项价格波动符合历史性规律（%）



资料来源：iFind，联储证券研究院

非食品分项环比增速较前值有所放缓，涨幅下调 0.2 个百分点，对 CPI 环比正向拉动约 0.2 个百分点。其中主要拉动项包含两个方面：

第一，受国际原油价格上涨的影响，国内成品油价格处在相对高位，CPI 交通工具用燃料分项价格连续三月增长，环比增速 4.8%，较前值扩大 2.9 个百分点。

表1 8月国内 CPI 分项环比增速与均值数据对比（%）

	CPI	食品(28.19%)	非食品(71.81%)	核心 CPI	消费品	服务		
2023-08	0.3	0.5	0.2	0	0.4	0.1		
2023-07	0.2	-1	0.5	0.5	-0.1	0.8		
2022-08	-0.1	0.5	-0.3	0	-0.2	0		
三年均值	0.1	0.9	-0.1	0.0	0.2	0.0		
		食品烟酒(28%)						
		粮食(2%)	鲜菜(1.85%)	畜肉类(3.03%)	畜肉类:猪肉(1.25%)	鲜果(2.03)	水产品(2%)	
2023-08	0.2	0.2	4.7	11.4	-4.4	-0.2		
2023-07	-0.1	-1.9	-0.6	0	-5.1	0.3		
2022-08	0	2	0.6	0.4	-1	0		
三年均值	0.0	5.7	0.4	0.1	-0.6	-0.9		
		居住(22.12%)	教育文化和娱乐(13.65%)	交通和通信(11.25%)	医疗保健(11.24%)	衣着(6.81%)	生活用品及服务(4.74%)	其他用品和服务(2%)
2023-08	0.1	0.2	1	0.1	-0.1	-0.3	0	
2023-07	0.1	1.3	1.2	0.1	-0.3	0.6	0.9	
2022-08	0	0.1	-1.7	0.1	-0.2	0	0.3	
三年均值	0.1	-0.1	-0.7	0.1	-0.2	0.0	0.6	

备注：括号内为各分项权重参考，由于具体数据国家统计局并未公布，部分按照同比数据测算

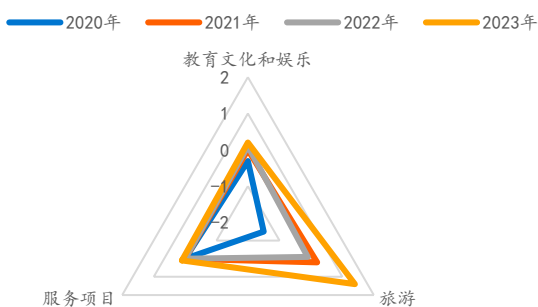
资料来源：iFind，联储证券研究院

第二，受暑期消费季的影响，服务类商品价格环比保持正增长，教育文化和娱乐及旅游分项价格分别增长 0.2%、1.4%，但环比增速较前值已显著放缓。上述分项价格环比增长可视为补偿性消费，增长的持续性存疑，进入九月后，伴随暑期消费季的结束，服务类商品价格对 CPI 环比拉动效应预计将进一步减弱。

耐用类商品价格持续回落，交通工具、通信工具、家用器具价格下跌，环比增速分别为-0.3%、-0.8%、-0.6%。核心 CPI 环比持平，增速落后于历史均值水平，显示当前内需恢复水平仍然偏弱，未来如何扩内需、稳增长，仍将是政策面重要发力点。

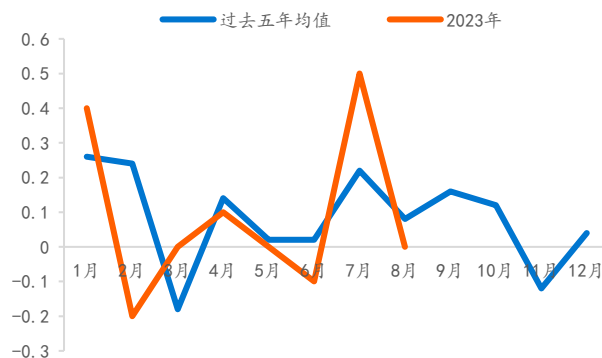


图10 服务类商品价格正向拉动效应显著 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

图11 核心 CPI 环比增速不及历史均值水平 (%)



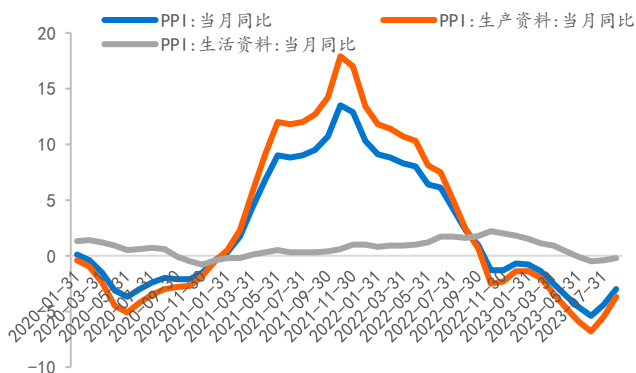
资料来源: iFind, 联储证券研究院

## 2. PPI: 环比增速年内首回正

8月国内PPI同比数据降幅持续收窄,其中生产资料价格下降3.7%,降幅较前值收窄1.8%,生活资料价格下降0.2%,降幅较前值收窄0.2%。该数据走势进一步验证我们在7月通胀报告点评中对其所做出的判断,“7月为数据年内低点,预计未来将实现触底反弹”,影响因素主要有三:2022年基数高点已过、国际大宗商品反弹、国内部分工业品市场需求改善。

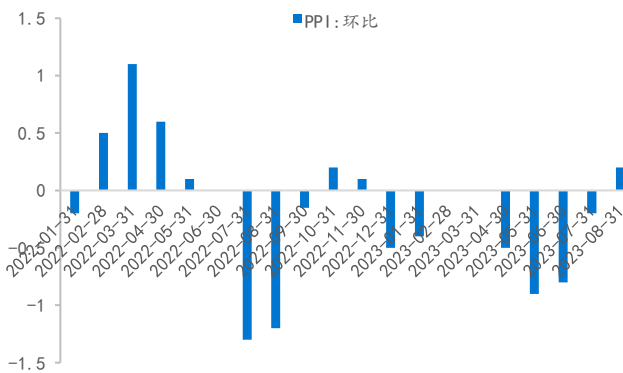
8月国内PPI环比增长0.2%,是2022年11月以来首次实现正增长,其中生产资料环比上涨0.3%,前值-0.4%,生活资料价格上涨0.1%,前值-0.3%。

图12 8月国内PPI同比降幅持续收窄 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

图13 环比增速由负转正 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

具体来看,环比拉动项主要集中于上游原料端,尤其是国际定价商品品种,包含原油系及有色系。

原油系商品价格上涨主要受国际原油价格反弹的影响。2023年7月,沙特能源部宣布日均减产100万桶提振国际油价,9月5日宣布减产措施将延长至12月。沙特宣布延长减产措施的同一天,俄罗斯副总理诺瓦克表示,俄罗斯将自愿削减30万桶石油日出口量,并持续到2023年底。<sup>1</sup>主要原油出口国挺价决心坚定,国际原油价格也在年中筑底反弹,8月布伦特原油月度均价为84.96美元/桶,较前值环比增长6.75%。PPI石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业分项环比增长5.6%、

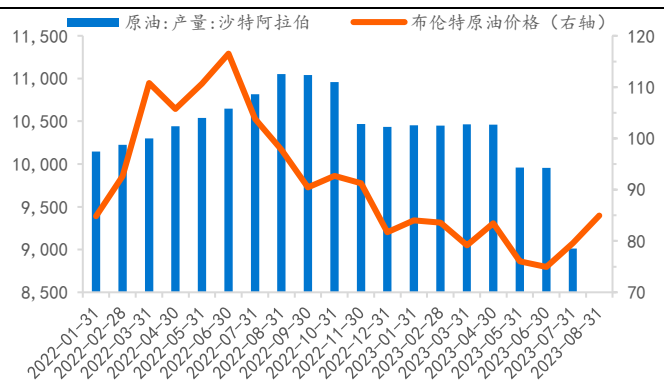
<sup>1</sup> [https://m.gmw.cn/2023-09/07/content\\_1303507335.htm](https://m.gmw.cn/2023-09/07/content_1303507335.htm)



0.6%、0.3%，涨幅较前值均有不同程度扩大。

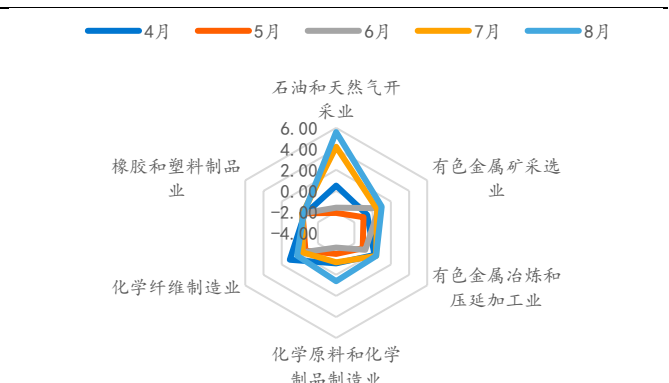
有色系商品价格上涨受主要品类有色金属价格上涨带动，相关品种金属普遍库存较低，同时叠加需求预期转好，PPI 有色金属矿产业、冶炼和压延业价格分别环比上涨 1%、0.4%。

图14 主要原油出口国挺价决心坚定（千桶/天、美元/桶）



资料来源: iFind, 联储证券研究院

图15 原油系、有色系价格普遍环比正增长 (%)



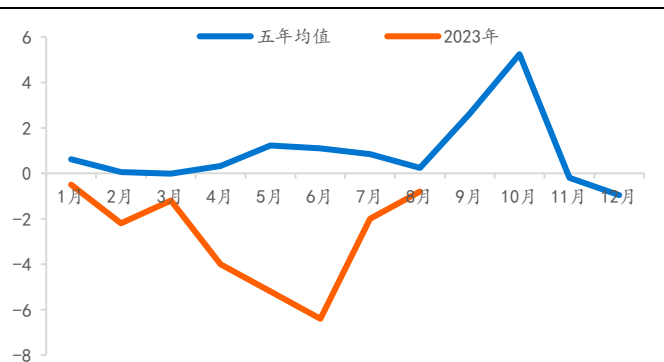
资料来源: iFind, 联储证券研究院

上游原料端主要拖累项包含两方面：煤炭产品和地产产业链

8 月为国内煤炭产品传统消费淡季，相关产品价格持续回落，煤炭开采和洗选业分项环比下滑-0.8%，表现仍弱于均值水平，但降幅已经显著收窄。

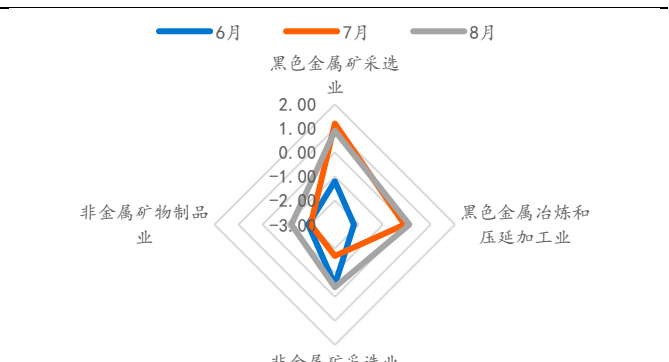
地产产业链相关产品价格虽仍表现较弱，但随着政策面刺激政策不断出台，尤其针对一线城市地产政策大幅放松，相关产品价格已经开始逐步修复，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿采选业、非金属矿物制品业分项环比增速与前值相比均有不同程度的改善。

图16 煤炭产品价格环比表现仍弱于均值 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

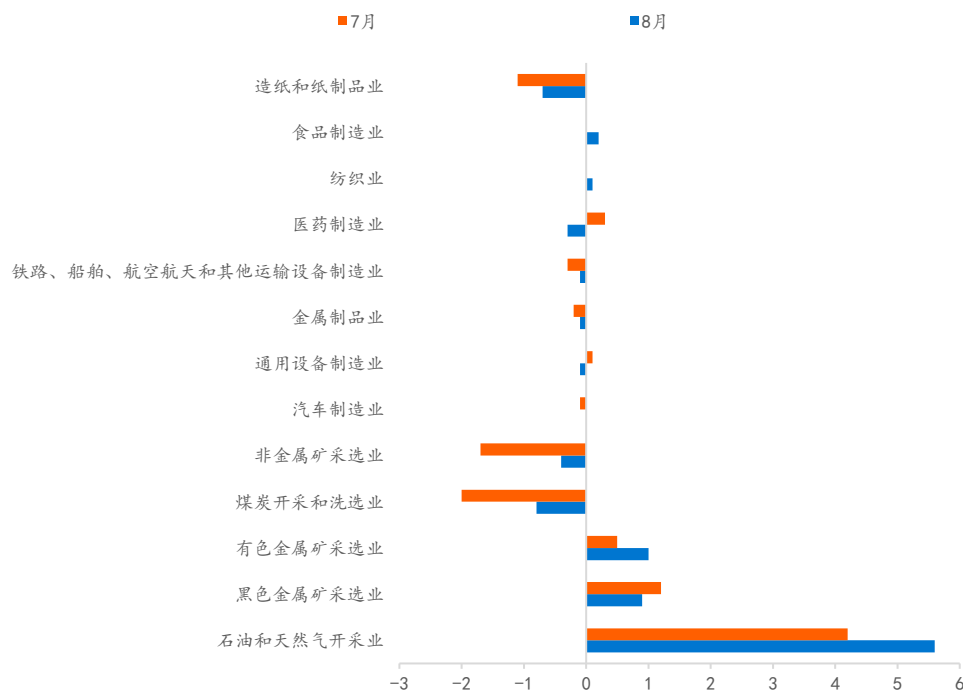
图17 地产系商品价格逐步修复



资料来源: iFind, 联储证券研究院

同上游原料端相比，中游制造业企业产品价格依旧相对弱势，电子信息、汽车制造业行业环比增速分别为-0.4%、0，但其降幅相较于前值有所收窄，而新能源汽车价格环比上涨 0.8%，显示伴随实体经济拐点逐步确认，中游企业利润开始实现修复。

图18 上游企业分化明显，中游企业利润开始进行修复（%）



资料来源：iFind，联储证券研究院

### 3. CPI、PPI 同比双双筑底，实体经济拐点逐步确认

7月、8月国内CPI、PPI同比相继完成筑底进一步验证我们在7月通胀数据解读报告中做出的判断，“量稳价增”，PPI上行推动下半年国内经济产出”，宏观经济底部正在得到确认。

我们认为，“金九银十”是国内经济发展旺季，同时叠加十一黄金周临近和季度末冲量的影响，实体经济有望获得阶段性快速增长机会。未来两个月将是政策面发力的关键窗口，可能出台的相关政策包括以下几方面：

- 第一，**财政支出大幅提速**。9月5日，财政部在《关于今年以来预算执行情况的报告》<sup>2</sup>中提出，“今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕”，未来两月财政支出将大幅提速，不排除四季度提前使用2024年专项债额度的可能性。
- 第二，**地产行业支持政策继续加码**。房地产在我国经济中处在核心位置，稳地产是近期政策面发力的重点，8月相继出台认房不认贷、存量房贷利率下调<sup>3</sup>等扶持政策。从8月国内PPI数据来看，地产产业链已经在初步修复，但尚处于恢复初期，未来地产端尤其是一线城市地产需求调控政策有望进一步放松。
- 第三，**加大流动性投放力度，降准可能性提升**。8月LPR不对称降息，调降幅度小于MLF、5年期首次未跟随调降，显示当前对流动性宽松的迫切，但同时银行负债端压力较大。而降准不仅能向市场传递流动性宽松信号，同时也是央行进行流动性管理、降低银行负债成本的工具，我们判断四季度进行降准

<sup>2</sup> [http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202309/t20230905\\_3905503.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202309/t20230905_3905503.htm)

<sup>3</sup> <http://www.pbc.gov.cn/rmyh/3963412/3963426/5050299/index.html>

的可能性提升。

对于债券市场来说，近期密集出台的房地产支持政策是直接利空，同时考虑实体经济拐点逐步确认，市场风险偏好提升，建议谨慎关注。

对于权益市场来说，宏观经济底部确认，企业库存结构预计将得到优化、利润将获得增长，可重点把握相关企业盈利反转所带来的投资机会，推荐关注受猪肉价格走强利好的猪企及与宏观经济强挂钩的有色行业。

#### 4. 风险提示

宏观经济恢复不及预期、地缘政治风险、海外经济超预期下行等。

### 免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F  
 邮编：200120

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F  
 邮编：518000