

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

研究助理：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

相关报告

投资要点

■ 事件：国家统计局公布，2024 年 8 月 CPI 同比上涨 0.6%，环比上涨 0.4%；PPI 同比下降 1.8%，环比下降 0.7%。我们点评如下：

■ 8 月 CPI 同比 0.6%（前值 0.5%），不及市场预期值 0.7%，食品和非食品明显分化，增速分别为 2.8% 和 0.2%。从八大项来看，除“食品烟酒”分项同比增速大幅回升以外，其余分项增速均出现回落，呈现食品价格上升、服务业价格走弱特征。

食品项是 8 月份 CPI 回升的主要拉动项，由猪肉和鲜菜价格上涨带动。8 月份食品 CPI 同比增速为 2.8%（前值为 0），去年 7 月至今年 6 月，食品价格同比增速持续为负，而随着 7 月份猪肉价格和鲜菜价格上涨，食品项 CPI 同比升至 0 附近。8 月份，供给冲击进一步发酵，生猪产能去化进一步推升猪肉价格，以及降雨天气影响推升蔬菜运输成本，猪肉、蔬菜价格均出现超季节性上行，猪肉价格环比上行 7.3%，鲜菜价格环比上行 18.1%，是近 5 年同期水平的最大值。

工业消费品价格同比增速转负。如果将 CPI 的主要构成拆分为食品、工业消费品和服务，可测算出工业消费品 CPI 同比增速为 -0.3%（前值 0.6%），大幅回落。这一方面是由于国际油价自 7 月份以来持续回落，并降至去年同期水平之下，国内油价也自去年 7 月以来首度转负（同比 -3.7%），因此作为工业原料带动工业品价格下降，同时也节约了居民出行成本，“交通工具用燃料”同比增速 -2.7%，前值 5.1%。另一方面，交通工具价格持续低位，CPI 同比为 -5.5%，环比回落 0.3%，汽车降价活动仍在继续。

服务需求走弱，表现在“居住”“生活用品及服务”“交通通信”“教育文化娱乐”“医疗保健”“其他用品及服务”分项中。具体来看，生活用品及服务方面，家庭服务 CPI 同比增速 1.6%（前值 1.7%）；邮递服务 CPI 同比由 -0.5% 进一步回落至 -0.6%；教育服务回落 0.1 个百分点至 1.7%；旅游回落 2.2 个百分点至 0.9%；医疗保健回落 0.1 个百分点至 1.3%。

■ 8 月份 CPI 环比回升 0.4%，其中食品项环比增速 3.4%，非食品项环比回落 0.3%；消费品环比回升 0.7%，服务项环比回落 0.1%；核心 CPI 环比回落 0.2%。

8 月份总体环比表现并不弱，环比增速高于 2019-2023 年同期均值（0.3%），其中食品价格环比 3.4%，明显高于去年同期（0.5%）以及季节性水平（1.6%）；暑期临近结束，居民出行热度有所降温，旅游环比增速 -0.7%，不及去年同期（1.4%），并且低于过去 5 年同期的均值水平（0%）。

■ 8 月份核心 CPI 同比增速 0.3%（前值 0.4%），或表明剔除掉食品、能源等供给因素后，物价所反映出的内生需求进一步转弱。通常来说，CPI 同比增速主要由猪价和油价驱动，8 月份食品价格继续上行，同比增速进一步回升，同时能源价格回落，供给端的扰动较为复杂。剔除掉食品和能源的核心 CPI 同比增速回落，主要原因是食品以外的消费品（比如汽车、衣着、家电等）以及服务品价格有所回落，例如家庭服务、邮递服务、旅游、医疗保健、其他用品及服务。

■ 后续，CPI 年内有望小幅回升，但幅度可能有限。

一方面，去年下半年 CPI 基数走低，低基数下，年内 CPI 回落的可能性不大。

另一方面，核心 CPI 的回升有赖于消费品和服务品的需求回暖，但当前内生需求仍然不足，需期待政策出台促进消费需求释放。

7 月 30 日政治局会议明确提出，“要以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。”从表述上来看，促消费在扩大内需中的重要性有所提升，并明确了服务消费作为重要抓手，后续服务消费有望进一步对物价形成支撑。

如果降低存量房贷利率政策落地，预计将降低居民债务负担，从而对消费起到一定的提振作用。但从政策出台到内需改善的传导速度可能较慢。

■ 8 月 PPI 同比下降 1.8%，前值为 -0.8%，主要受到国内需求不足以及国际大宗商品价格回落影响。从分项来看，生产资料价格同比增速由 -0.7% 大幅回落至 -2.0%，生活资料价格由 -1.0% 小幅回落至 -1.1%，降价主要来源于上游成本端，但也能传导至中下游，造成消费品价格下降。再叠加内需不足的因素，PPI 同比降幅走阔。

在主要行业中，油气开采、油炭加工、化学原料制品价格同比增速由正转负，黑色冶工和有色冶工价格同比增速大幅回落，主要受到国际大宗商品价格下降影响。这与 8 月份 PMI 所显示的价格变化趋势具有一致性，8 月份主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别回落 6.7pct 和 4.3pct 至 43.2% 和 42.0%；

高频数据同样显示，8月份工业原料价格指数走低，8月CRB工业原料现货指数同比增速为-2.1%，相较7月份降幅扩大；8月份螺纹钢、环渤海动力煤价格指数降幅也进一步走阔。

- **后续PPI的走势可能存在一定的不确定性。**一方面，原油价格后续走势具有不确定性；另一方面，去年9-12月PPI同比增速分别为-2.5%、-2.6%、-3.0%、-2.7%，基数较低，但相比4-8月基数有所抬升，在内需持续偏弱、油价延续下行趋势的状态下，PPI同比增速可能维持在较低水平。
- **总结来看**，8月份，CPI同比增速主要由食品项拉动，工业消费品、服务价格均有所走弱，核心CPI回落，反映内需持续偏弱；PPI同比增速降幅走阔，主要受到国际大宗商品回落影响。我们延续之前的观点，即当前实际利率仍处于较高水平，企业和居民实际的融资成本仍然较高，货币宽松趋势有望延续。
- **风险提示：**猪肉价格、原油价格超预期波动，数据更新不及时等。

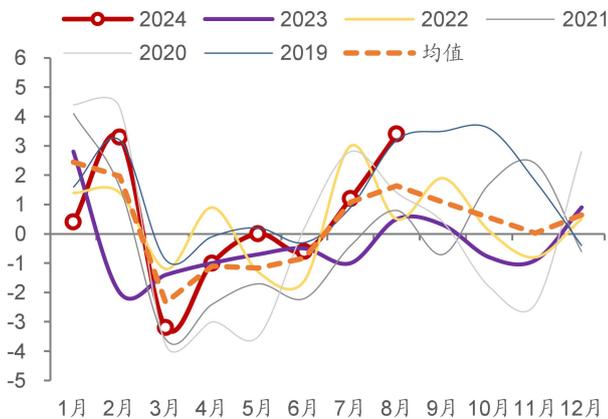
图表目录

图表 1: 通胀数据概览 (%)	- 4 -
图表 2: 8 月份 CPI 食品环比大幅上升 (%)	- 4 -
图表 3: 8 月份 CPI 旅游环比季节性回落 (%)	- 4 -
图表 4: CPI 八大类同比增速 (%)	- 5 -
图表 5: 食品烟酒分项同比增速 (%)	- 5 -
图表 6: 猪肉 CPI 环比增速 (%)	- 5 -
图表 7: 8 月猪肉批发价同、环比均回升 (元/公斤)	- 5 -
图表 8: 8 月份原油价格回落 (美元/桶)	- 6 -
图表 9: PPI 主要行业同比增速 (%)	- 6 -
图表 10: 8 月 CRB 指数降幅走阔 (%)	- 6 -
图表 11: 8 月 PMI 价格指数回落 (%)	- 7 -
图表 12: 8 月份 CPI、PPI 同比增速剪刀差走阔 (%)	- 7 -

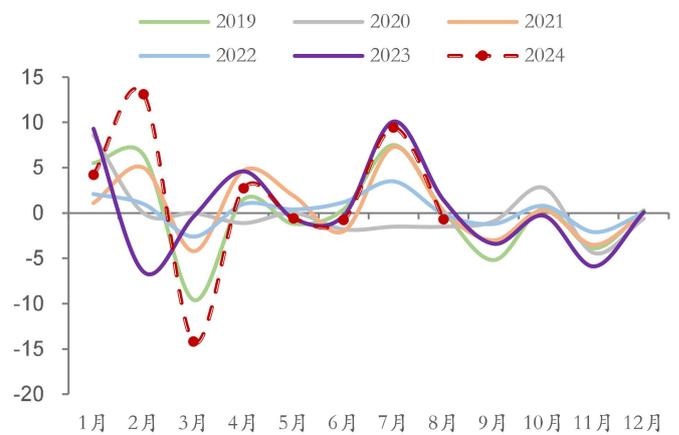
图表 1: 通胀数据概览 (%)

CPI	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2023-08
CPI 环比	0.4	0.5	-0.2	-0.1	0.1	-1.0	0.3
CPI 同比	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1
食品	2.8	0.0	-2.1	-2.0	-2.7	-2.7	-1.7
非食品	0.2	0.7	0.8	0.8	0.9	0.7	0.5
核心 CPI	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	0.8
三分法 CPI							
食品	2.8	0.0	-2.1	-2.0	-2.7	-2.7	-1.7
工业消费品	-0.3	0.6	0.7	0.8	1.1	0.7	-0.3
服务	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	1.3
PPI	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2023-08
PPI 环比	-0.7	-0.2	-0.2	0.2	-0.2	-0.1	0.2
PPI 同比	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8	-3.0
生产资料	-2.0	-0.7	-0.8	-1.6	-3.1	-3.5	-3.7
生活资料	-1.1	-1.0	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-0.2

来源: iFinD, 中泰证券研究所

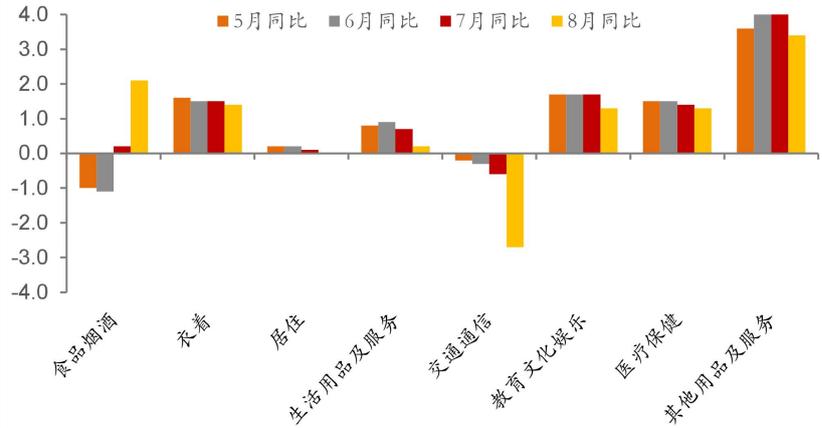
图表 2: 8 月份 CPI 食品环比大幅上升 (%)


来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 3: 8 月份 CPI 旅游环比季节性回落 (%)


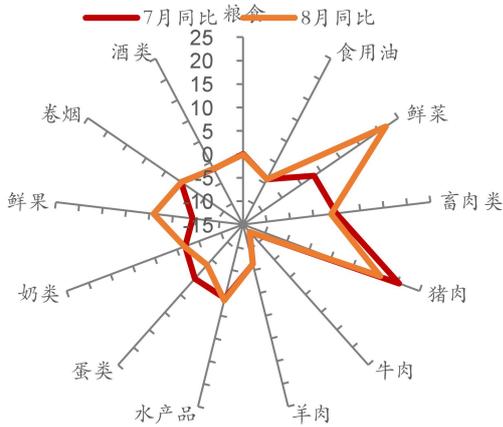
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表4: CPI八大类同比增速 (%)



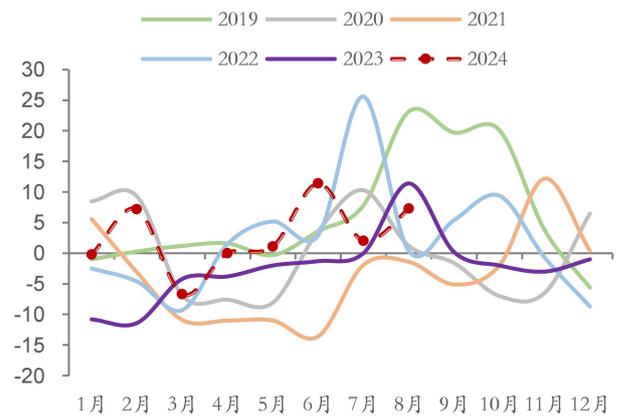
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表5: 食品烟酒分项同比增速 (%)



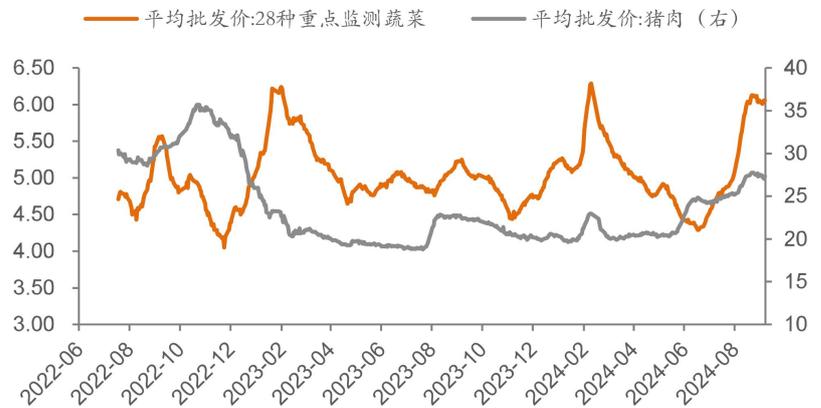
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表6: 猪肉CPI环比增速 (%)



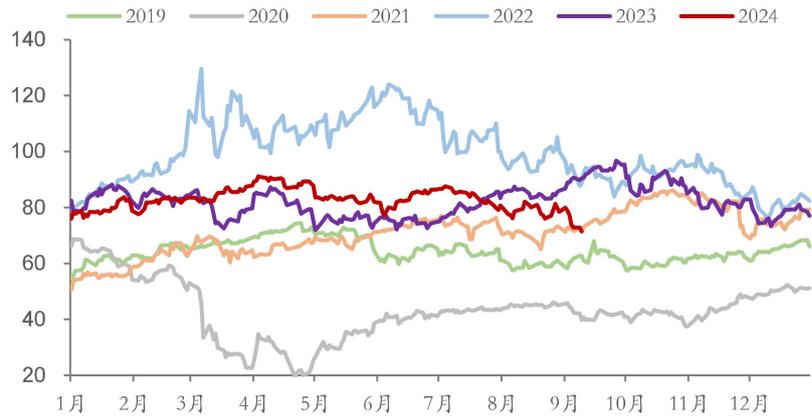
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表7: 8月猪肉批发价同、环比均回升 (元/公斤)



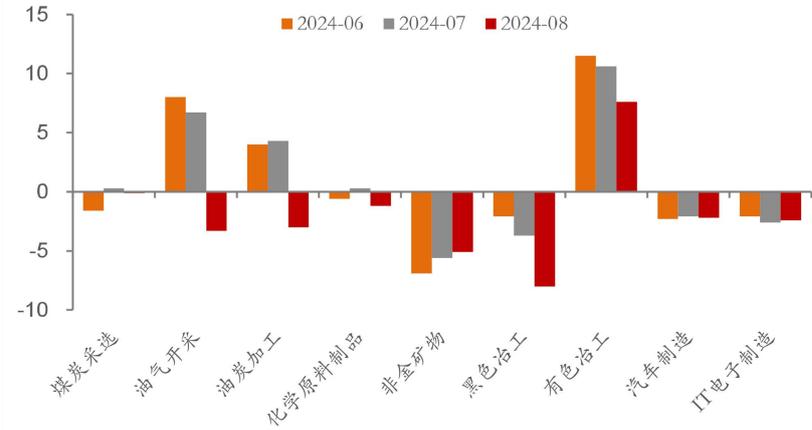
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 8: 8 月份原油价格回落 (美元/桶)



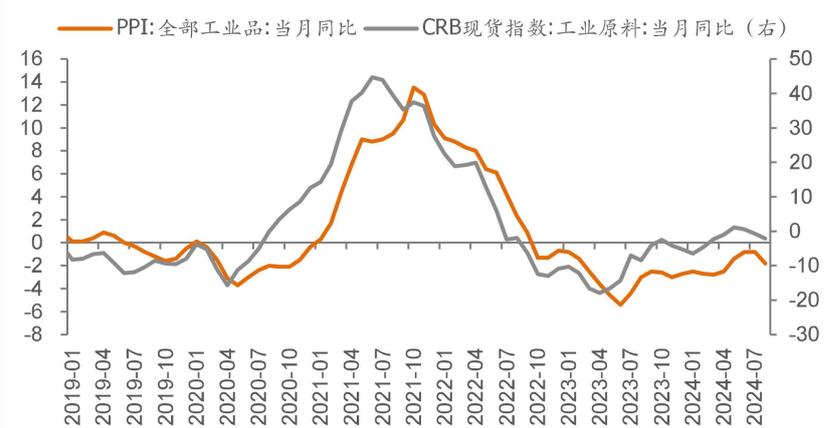
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 9: PPI 主要行业同比增速 (%)



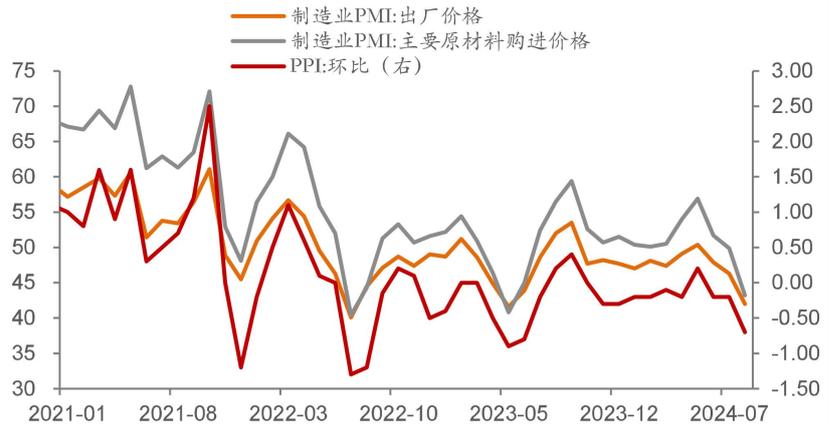
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 10: 8 月 CRB 指数降幅走阔 (%)



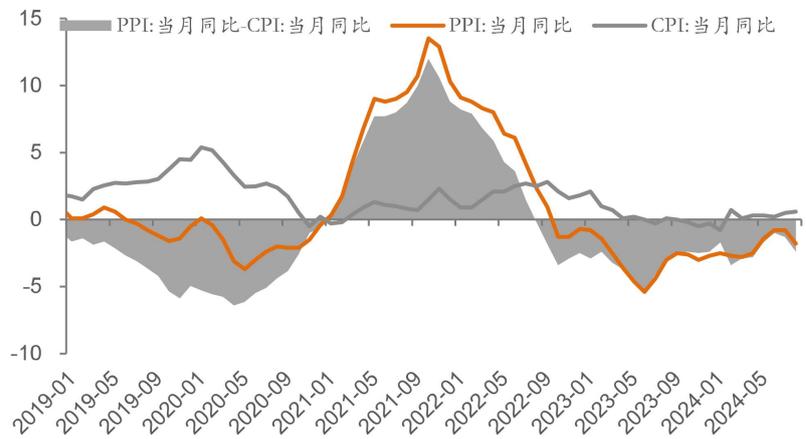
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 11: 8 月 PMI 价格指数回落 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 12: 8 月份 CPI、PPI 同比增速剪刀差走阔 (%)



来源: iFinD, 中泰证券研究所

风险提示: 猪肉价格、原油价格超预期波动, 数据更新不及时等。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。