



国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 通胀修复低于预期 政策效应尚待时日

—8月物价数据点评

2024年9月9日

### 分析师:

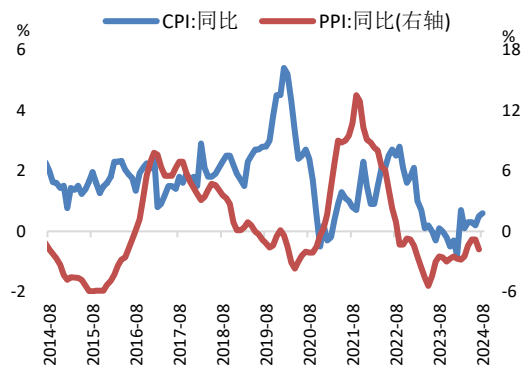
杜征征

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

- 《CPI有所起色 PPI仍待政策—7月物价数据点评》
- 《生产放缓消费反弹 政策需要更加给力—7月经济数据点评》

### 内容提要:

8月CPI同比0.6%，预期0.7%，前值0.5%；PPI同比-1.8%，预期-1.4%，前值-0.8%。

消费需求温和复苏、部分地区高温降雨天气等因素影响推动CPI同比持续修复，不过近期CPI仅小幅改善、核心CPI仍旧低位徘徊，表明当前终端需求恢复偏慢，未来还需增量政策带来就业与收入等方面的支撑。短期看，CPI或继续温和改善，预计四季度中枢或升至1%左右，全年或同比增长0.5%。

PPI超预期回落，主因国内有效需求不足，受国内国际因素影响下的高耗能行业价格下降也是PPI环比下降的重要原因。短期而言，结合宏观基本面、中观高频数据以及基数等因素看，PPI可能在-1.5%左右徘徊，年底收窄至-1.0%左右。未来，支撑PPI回升的动力来自于专项债与政府推动大规模设备更新和消费品以旧换新等政策的逐步落地以及房地产市场企稳等。从8月看，无论是地方债还是专项债，整体均较7月大幅加速，有助于未来需求端企稳回升，不过传导至实物工作量尚需时日。

**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9日公布的数据显示，8月CPI同比0.6%，预期0.7%，前值0.5%；PPI同比-1.8%，预期-1.4%，前值-0.8%。

**点评：**8月通胀弱于市场预期。消费需求温和复苏、部分地区高温降雨天气等因素推动CPI同比持续修复，不过近几个月CPI仅小幅改善、核心CPI仍旧低位徘徊，表明当前终端需求恢复偏慢，未来还需增量政策带来就业与收入等方面的支撑。短期看，CPI或继续温和改善，预计四季度中枢或升至1%左右，全年或同比增长0.5%。PPI超预期回落，主因国内有效需求不足，受国内国际因素影响下的高耗能行业价格下降也是PPI环比下降的重要原因。短期而言，结合宏观基本面、中观高频数据以及基数等因素看，PPI可能在-1.5%左右徘徊，年底收窄至-1.0%左右。未来，支撑PPI回升的动力来自于专项债与政府推动大规模设备更新和消费品以旧换新等政策的逐步落地以及房地产市场企稳等。从8月看，无论是地方债还是专项债，整体均较7月大幅加速，有助于未来投资端企稳回升，不过传导至实物工作量尚需时日。

### 1、受非食品价格拖累CPI弱于预期，核心CPI再度下探

8月CPI同比上涨0.6%，弱于市场预期（0.7%）。从环比看，8月CPI环比上涨0.5%，与历史（2011-2019年，下同）同期均值一致，其中食品价格强于季节性，非食品价格逆季节性回落。从同比分项看，8月食品烟酒类价格同比上涨2.1%，影响CPI上涨约0.58个百分点。食品中，鲜菜价格上涨21.8%，影响CPI上涨约0.44个百分点；鲜果价格上涨4.1%，影响CPI上涨约0.08个百分点；畜肉类价格上涨3.8%，影响CPI上涨约0.12个百分点，其中猪肉价格上涨16.1%，影响CPI上涨约0.21个百分点；水产品价格上涨1.7%，影响CPI上涨约0.03个百分点；蛋类价格下降3.5%，影响CPI下降约0.02个百分点。在8月0.5%的CPI同比涨幅中，翘尾影响约为-0.3个百分点（7月为0），新涨价影响约为0.9个百分点（7月为0.5个百分点）。

**基数因素有所消退。**剔除基数因素后的CPI两年平均增速为0.35%，较7月上升0.25个百分点，升至近5个月以来最高。

**食品价格强于季节性。**8月食品价格环比上涨3.4，强于历史同期均值（1.4%），主要受鲜菜、鲜果、猪肉等价格超季节性上涨影响。

**8月肉类价格表现略强于季节性。**8月肉禽及其制品价格环比上涨3.6%，略强于历史同期均值（3.3%）；同比上涨3.8%，连续3个月上行但涨幅

较7月有所收窄。其中，猪肉价格环比上涨7.3%，强于7月（2.0%）及历史同期均值（5.5%）；同比上涨16.1%，涨幅亦较7月（20.4%）有所收窄，不过剔除基数因素后的两年平均增速（-2.4%）则较7月（-5.6%）有所改善。根据农村农业部的数据，7月全国能繁母猪存栏量为4041万头，环比增加0.1%，同比下降5.4%，相当于正常保有量的103.6%。另据农业农村部数据，7月散养生猪每头净利润、规模养殖生猪每头净利润分别为307元（6月为251元）、538元（6月为470元），均较6月继续改善。维持此前观点，虽然看涨预期增强下的短期压栏或者二次育肥可能会短暂减少当期供给，但供给能繁母猪存栏量连续3个月回升，未来供给或相应增加，叠加猪肉需求总体偏弱，猪肉价格上涨空间有限。

**其他主要食品以涨为主。**受夏季高温及局地强降雨天气等因素影响，鲜菜、鲜菌、鲜果和鸡蛋价格分别上涨18.1%、9.8%、3.8%和3.3%；水产品、油脂分别上涨0.2%、0.1%；奶及奶制品持平；粮食下跌0.1%（连续5个月下跌）。其中，鲜菜、鲜果涨幅大幅强于季节性。从农产品、菜篮子产品批发价格200指数走势看，9月第1周较8月末均上涨0.1%。对比国际价格，8月FAO食品价格指数（120.7）环比下跌0.1%，同比下降0.6%。

**非食品价格逆季节性回落。**8月非食品价格环比由7月上漲0.4%转为下降0.3%，弱于历史同期均值（上涨0.1%）。分项数据2平5降，其中居住、医疗保健价格均持平；交通通信、生活用品及服务、其他用品及服务、衣着、教育文化娱乐价格分别下降1.1%、0.7%、0.6%、0.2%、0.1%。受国际油价波动影响，国内汽油价格下降3.0%。临近开学出游需求有所回落，飞机票和旅游价格分别季节性下降5.1%和0.7%。

**服务类CPI逆季节性回落。**8月服务类CPI环比下跌0.1%，弱于历史同期均值（上涨0.16%），合并7-8月（累计上涨0.50%）看，略弱于历史同期均值（0.73%）。

**核心CPI低位下探。**8月除去食品与能源的核心CPI同比上涨0.3%，较7月回落0.1个百分点，两年平均增速亦较7月回落0.05个百分点至0.55%。

综合来看，消费需求温和复苏、部分地区高温降雨天气等因素推动CPI同比持续修复，不过近期CPI仅小幅改善、核心CPI仍旧低位徘徊，表明当前终端需求恢复偏慢，未来还需增量政策带来就业与收入等方面的支撑。短期看，CPI或继续温和改善，预计四季度中枢或升至1%左右，

全年或同比增长 0.5%。

## 2、PPI 弱于预期

**PPI 弱于预期。**8 月 PPI 环比下跌 0.7%，同比回落 1.8%，弱于市场预期（-1.4%）；同比两年平均增速（-2.4%）较 7 月上行 0.2 个百分点。在 8 月-1.8%的 PPI 同比变动中，翘尾影响约为-0.1 个百分点（7 月为 0.1 个百分点），今年价格变动的新的影响约为-1.7 个百分点（-0.9 个百分点）。

**国内有效需求不足并未根本性改善拖累 PPI 修复。**根据百年建筑网数据，8 月份，其调研的样本建筑工地资金到位率均值为 62.03%，7 月以来始终在 62%左右的低位徘徊，资金到位率恢复较慢叠加多地高温多雨天气影响工程进度进而导致投资端复苏滞后。

**高耗能行业价格下降是 PPI 环比下降的重要原因。**其中，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.4%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 2.3%，石油煤炭和其他燃料加工业价格下降 2.0%，煤炭开采和洗选业价格下降 1.2%。

**生产资料继续下跌。**从环比看，8 月生产资料价格下降 1.0%，降幅比 7 月扩大 0.7 个百分点；生活资料价格连续 2 个月持平。

**短期 PPI 或继续徘徊，年内转正难度较大。**短期而言，结合宏观基本面、中观高频数据以及基数等因素看，PPI 可能在-1.5%左右徘徊，年底收窄至-1.0%左右。未来，支撑 PPI 回升的动力来自于专项债与政府推动大规模设备更新和消费品以旧换新等政策的逐步落地以及房地产市场企稳等。从 8 月看，无论是地方债还是专项债，整体均较 7 月大幅加速，有助于未来需求端企稳回升，不过传导至实物工作量尚需时日。

**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