

应对“缩”的风险，关注增量宏观政策

——中国通胀系列五

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

9月9日，国家统计局公布8月通胀数据。8月CPI环比上涨0.4%，上月为上涨0.5%，同比上涨0.6%，上月为上涨0.5%；扣除食品和能源价格的核心CPI环比下降0.3%，上月为上涨0.3%，同比上涨0.6%，比上月扩大0.2个百分点。8月PPI环比下跌0.7%，上月为下跌0.2%，同比下降1.8%，上月为下降0.8%。

核心观点

■ 价“缩”的压力向上游传导

CPI: 8月CPI同比读数相比较7月继续回升至+0.6%，主要是食品价格同比快速上涨带动，非食品价格反而有较大放缓。主要分项中，鲜菜价格上涨21.8%反映了夏季天气因素的临时性影响，但猪肉价格上涨16.1%反映了生猪产能去化的影响；交通分项转为车和油的共振回落，整体负增长扩大至-2.7%，非食品价格增速的回落反映了需求的影响。

PPI: 8月PPI同比读数相比较7月负增长程度加深，为-1.8%；8月上游原物料价格同比的放缓，凸显出了中游加工和下游生活资料价格负增长的压力。主要分项中，生产资料收缩1.3个百分点，生活资料收缩0.1个百分点；8月大宗商品价格受全球风险偏好回落影响，采掘同比收缩2.6个百分点，原料同比收缩2个百分点；而在有效需求不足的背景下，耐用消费品同比降幅维持在-1.9%降价状态（较7月仅回升0.1个百分点）。

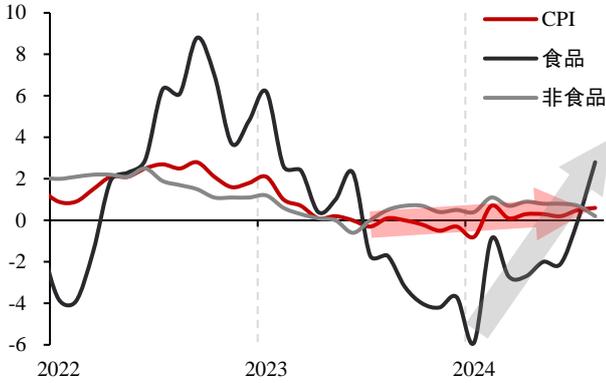
价格剪刀差: 价格改善的任务仍然艰巨，关注未来宏观收入政策的变动对于消费的驱动。1) 8月CPI和PPI剪刀差转为上涨1.1个百分点，价格缺口上升至2.4%（CPI+0.6%，PPI-1.8%），未来关注成本上抬型的“涨价”因素。政策驱动来看，5月印发节能降碳行动方案打开了供需矛盾缓和的政策窗口，但实际的改善需要等待需求政策的驱动（即需要密切留意CPI涨价因素中非食品分项的改善）。2) 8月PPI和PPIRM剪刀差继续回落0.3个百分点至-1.0%（PPI-1.8%，PPIRM-0.8%），有色价格的上涨（+9.1%）虽然仍是待原物料价格回升的主要驱动，但暂不能抵消中游黑色材料（-4.1%）、下游建筑材料（-4.4%）的价格回落压力。8月CPI/PPI和PPI/PPIRM的价差结构恶化体现出需求暂未改善状态下，地产链的负面影响有所上升的特点（CPI中非食品价格增速放缓至接近持平，下游消费的放缓影响开始向上游PPI和PPIRM传导，中游利润短期仍受到挤压）。未来：1) 等待外围市场交易“降息”的落地后美元流动性的改善；2) 关注增量宏观政策的落地对于中国经济结构调整形成的压力缓和的作用。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

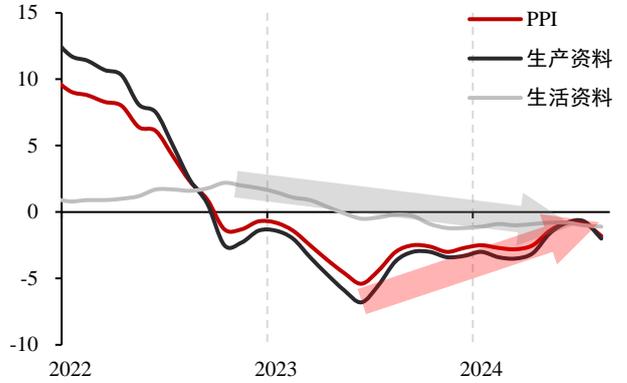
相关图表

图 1: CPI 同比走势 | 单位: %YoY



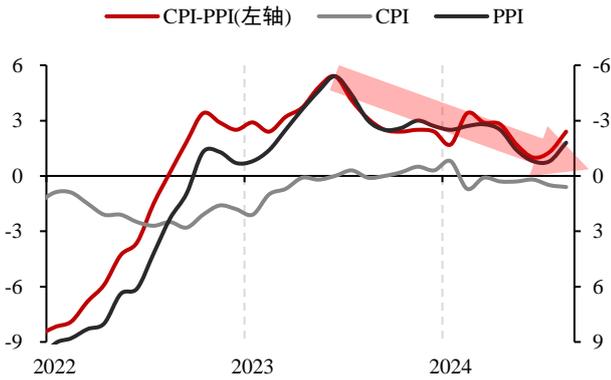
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 2: PPI 同比走势 | 单位: %YoY



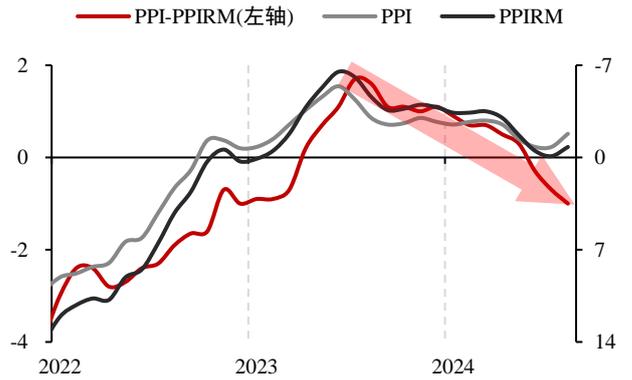
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 3: CPI-PPI 剪刀差扩大 | 单位: %YoY



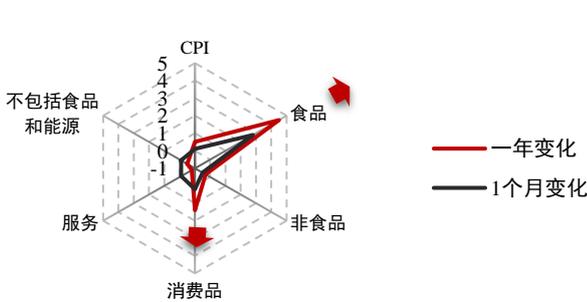
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 4: PPI-PPIRM 剪刀差继续收窄 | 单位: %YoY



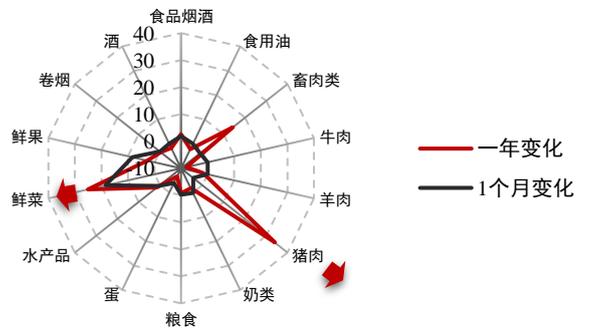
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 5: CPI 和分项同比的变化情况 | 单位: %



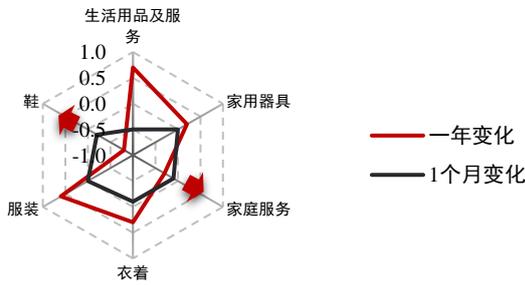
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 6: CPI 食品分项同比的变化情况 | 单位: %



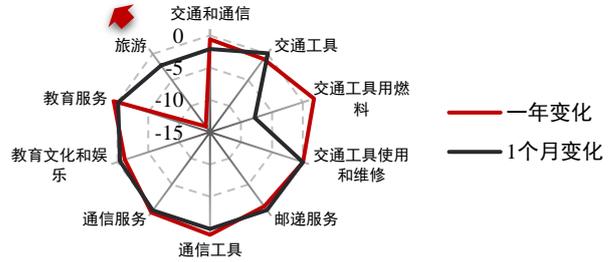
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 7: CPI 生活分项同比的变化情况 | 单位: %



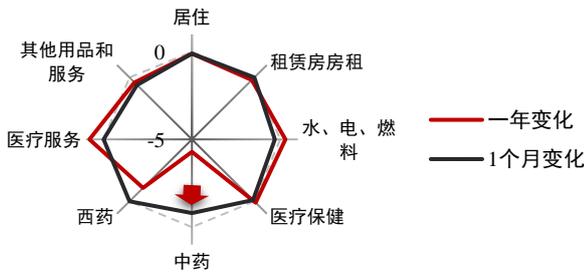
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 8: CPI 教育、通讯分项同比的变化情况 | 单位: %



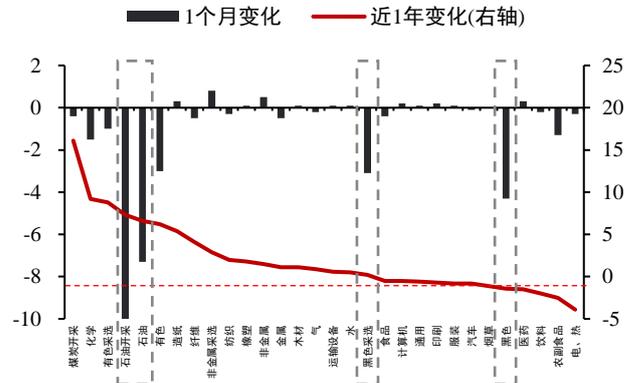
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 9: CPI 居住、医疗分项同比的变化情况 | 单位: %



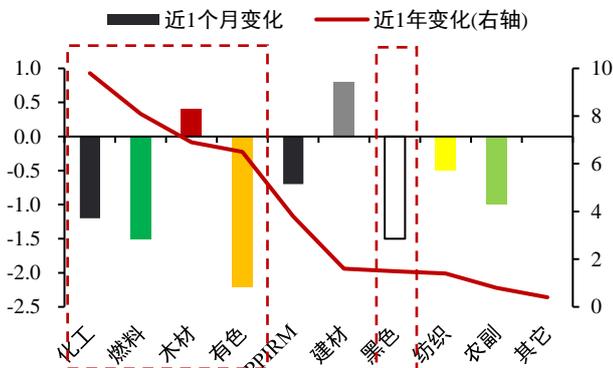
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 10: PPI 分项同比的变化情况 | 单位: %



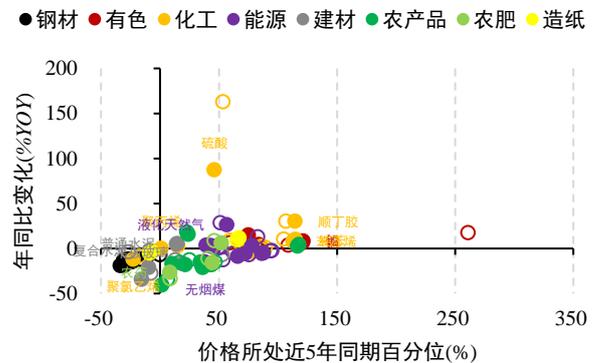
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 11: PPIRM 分项同比的变化情况 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 12: 生产资料同比变化分布 | 单位: %



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

附录 1：2024 年 8 月份工业生产者出厂价格同比下降 1.8%¹

2024 年 8 月份，全国工业生产者出厂价格同比**下降 1.8%**（7 月下降 0.8%），环比**下降 0.7%**（7 月下降 0.2%）；工业生产者购进价格同比**下降 0.8%**（7 月下降 0.1%），环比**下降 0.6%**（7 月下降 0.1%）。1-8 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期**下降 1.9%**（1-7 月下降 2.0%），工业生产者购进价格**下降 2.1%**（1-7 月下降 2.2%）。

一、8 月份工业生产者价格同比变动情况

工业生产者出厂价格中，生产资料价格**下降 2.0%**（7 月下降 0.7%），影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.46 个百分点。其中，采掘工业价格**上涨 0.9%**（7 月上涨 5.3%），原材料工业价格**下降 0.8%**（7 月上涨 1.8%），加工工业价格**下降 2.7%**（7 月下降 2.1%）。生活资料价格**下降 1.1%**（7 月下降 1.0%），影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.29 个百分点。其中，食品价格**下降 1.3%**（7 月下降 0.7%），衣着价格**下降 0.4%**（7 月下降 0.5%），一般日用品价格**持平**（7 月下降 0.3%），耐用消费品价格**下降 1.9%**（7 月下降 2.0%）。

工业生产者购进价格中，建筑材料及非金属类价格**下降 4.4%**（7 月下降 5.2%），黑色金属材料类价格**下降 4.1%**（7 月下降 2.6%），农副产品类价格**下降 2.9%**（7 月下降 1.9%），燃料动力类、纺织原料类价格均**下降 1.0%**（7 月分别上涨 0.5 和下降 0.5%），化工原料类价格**下降 0.6%**（7 月上涨 0.5%）；有色金属材料及电线类价格**上涨 9.1%**（7 月上涨 11.3%）。

二、8 月份工业生产者价格环比变动情况

工业生产者出厂价格中，生产资料价格**下降 1.0%**（7 月下降 0.3%），影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.74 个百分点。其中，采掘工业价格**下降 1.6%**（7 月上涨 0.7%），原材料工业价格**下降 1.2%**（7 月下降 0.2%），加工工业价格**下降 0.9%**（7 月下降 0.4%）。生活资料价格**持平**（7 月持平），其中食品、一般日用品和耐用消费品价格均**持平**（7 月分别下降 0.2%、上涨 0.1%、上涨 0.2%），衣着价格**下降 0.1%**（7 月上涨 0.1%）。

工业生产者购进价格中，黑色金属材料类价格**下降 1.9%**（7 月下降 0.6%），有色金属材料及电线类价格**下降 1.7%**（7 月上涨 0.3%），化工原料类价格**下降 0.8%**（7 月下降 0.2%），燃料动力类、建筑材料及非金属类价格均**下降 0.5%**（7 月分别下降 0.2%、下降 0.1%、下降 0.1%），纺织原料类价格**下降 0.3%**（7 月下降 0.1%）；农副产品类价格

¹ 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202409/t20240909_1956310.html

上涨 0.7% (7 月上涨 0.4%)。

附录 2：2024 年 8 月份居民消费价格同比上涨 0.6%²

2024 年 8 月份，全国居民消费价格同比**上涨 0.6%** (7 月上涨 0.5%)。其中，城市**上涨 0.6%** (7 月上涨 0.5%)，农村**上涨 0.8%** (7 月上涨 0.7%)；食品价格**上涨 2.8%** (7 月持平)，非食品价格**上涨 0.2%** (7 月上涨 0.7%)；消费品价格**上涨 0.7%** (7 月上涨 0.5%)，服务价格**上涨 0.5%** (7 月上涨 0.6%)。1-8 月平均，全国居民消费价格比上年同期**上涨 0.2%** (1-7 月上涨 0.2%)。

8 月份，全国居民消费价格环比**上涨 0.4%** (7 月上涨 0.5%)。其中，城市**上涨 0.3%** (7 月上涨 0.6%)，农村**上涨 0.4%** (7 月上涨 0.4%)；食品价格**上涨 3.4%** (7 月上涨 1.2%)，非食品价格**下降 0.3%** (7 月上涨 0.4%)；消费品价格**上涨 0.7%** (7 月上涨 0.4%)，服务价格**下降 0.1%** (7 月上涨 0.6%)。

一、各类商品及服务价格同比变动情况

8 月份，食品烟酒类价格同比**上涨 2.1%** (7 月上涨 0.2%)，影响 CPI (居民消费价格指数) 上涨约 0.58 个百分点。食品中，鲜菜价格**上涨 21.8%** (7 月上涨 3.3%)，影响 CPI 上涨约 0.44 个百分点；鲜果价格**上涨 4.1%** (7 月下降 4.2%)，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；畜肉类价格**上涨 3.8%** (7 月上涨 4.9%)，影响 CPI 上涨约 0.12 个百分点，其中猪肉价格**上涨 16.1%** (7 月上涨 20.4%)，影响 CPI 上涨约 0.21 个百分点；水产品价格**上涨 1.7%** (7 月上涨 1.2%)，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；蛋类价格**下降 3.5%** (7 月上涨 0.4%)，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。

其他七大类价格同比五涨一平一降。其中，其他用品及服务、衣着价格分别**上涨 3.4%** 和 **1.4%** (7 月分别上涨 4.0%、上涨 1.5%)，教育文化娱乐、医疗保健价格均**上涨 1.3%** (7 月分别上涨 1.7%、上涨 1.4%)，生活用品及服务价格**上涨 0.2%** (7 月上涨 0.7%)；居住价格**持平** (7 月上涨 0.1%)；交通通信价格**下降 2.7%** (7 月下降 0.6%)。

二、各类商品及服务价格环比变动情况

8 月份，食品烟酒类价格环比**上涨 2.2%** (7 月上涨 0.7%)，影响 CPI 上涨约 0.61 个百分点。食品中，鲜菜价格**上涨 18.1%** (7 月上涨 9.3%)，影响 CPI 上涨约 0.38 个百分点；鲜果价格**上涨 3.8%** (7 月下降 0.3%)，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；畜肉类价格**上**

² 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202409/t20240909_1956311.html

涨**3.6%** (7月上涨**0.8%**)，影响CPI上涨约0.11个百分点，其中猪肉价格**上涨7.3%** (7月上涨**2.0%**)，影响CPI上涨约0.10个百分点；蛋类价格**上涨2.8%** (7月上涨**3.7%**)，影响CPI上涨约0.02个百分点。

其他七大类价格环比两平五降。其中，居住、医疗保健价格均**持平** (7月**持平**)；交通通信、生活用品及服务、其他用品及服务价格分别**下降1.1%、0.7%和0.6%** (7月分别**上涨0.9%、上涨0.4%、上涨0.9%**)，衣着、教育文化娱乐价格分别**下降0.2%和0.1%** (7月分别**下降0.4%、上涨1.3%**)。

附录 3：国家统计局城市司首席统计师董莉娟解读 2024 年 8 月份 CPI 和 PPI 数据³

国家统计局今天发布了 2024 年 8 月份全国 CPI（居民消费价格指数）和 PPI（工业生产者出厂价格指数）数据。对此，国家统计局城市司首席统计师董莉娟进行了解读。

一、CPI 环比继续上涨，同比涨幅有所扩大

8 月份，受高温多雨天气等因素影响，全国 CPI 环比季节性上涨，同比涨幅继续扩大。

从环比看，CPI 上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中，食品价格上涨 3.4%，涨幅比上月扩大 2.2 个百分点，影响 CPI 环比上涨约 0.60 个百分点。食品中，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%，合计影响 CPI 环比上涨约 0.49 个百分点；生猪产能去化叠加看涨预期偏强，猪肉价格上涨 7.3%，影响 CPI 环比上涨约 0.10 个百分点。非食品价格由上月上涨 0.4% 转为下降 0.3%，影响 CPI 环比下降约 0.24 个百分点。非食品中，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%。

从同比看，CPI 上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，食品价格由上月持平转为上涨 2.8%，影响 CPI 同比上涨约 0.51 个百分点。食品中，鲜菜价格上涨 21.8%，涨幅比上月扩大 18.5 个百分点；鲜果价格由上月下降 4.2% 转为上涨 4.1%；猪肉价格上涨 16.1%，受上年同期对比基数较高影响，涨幅比上月回落 4.3 个百分点；鸡蛋、食用油、牛肉、羊肉和薯类价格降幅在 4.0%-14.5% 之间。非食品价格上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 0.13 个百分点。非食品中，工业消费品价格由上月上涨 0.7% 转为下降 0.4%，其中汽油价格由上月上涨 5.3% 转为下降 2.7%；燃油小汽车价格下降 6.4%，降幅略有扩大；家庭日用杂品、室内装饰品和中药材价格涨幅在 1.1%-6.9% 之间，涨幅均有回落。服务价格上涨 0.5%，涨幅回落 0.1 个百分点，其中医疗服务、教育服务和家庭服务价格分别上涨 1.9%、1.7% 和 1.6%；飞机票和宾馆住宿价格分别下降 11.9% 和 3.6%。

据测算，在 8 月份 0.6% 的 CPI 同比变动中，翘尾影响约为 -0.3 个百分点，上月为 0；今年价格变动的新的影响约为 0.9 个百分点，上月为 0.5 个百分点。

³ 来源：https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202409/t20240909_1956309.html

二、PPI 环比、同比均下降

8 月份，受市场需求不足及部分国际大宗商品价格下行等因素影响，全国 PPI 环比、同比均下降。

从环比看，PPI 下降 0.7%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.0%，降幅扩大 0.7 个百分点；生活资料价格连续两个月持平。**高耗能行业价格下降**是 PPI 环比下降的主要原因，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%，化学原料和化学制品制造业价格下降 0.9%，非金属矿物制品业价格下降 0.7%。煤炭开采和洗选业价格下降 1.2%。部分**技术密集型行业价格上涨**，其中飞机制造价格上涨 2.1%，工业机器人制造价格上涨 0.8%，计算机整机制造价格上涨 0.4%。消费品制造业中，文教工美体育和娱乐用品制造业、农副食品加工业价格分别下降 0.2%、0.1%；纺织服装服饰业价格持平。

从同比看，PPI 下降 1.8%，**降幅比上月扩大 1.0 个百分点**。其中，生产资料价格下降 2.0%，降幅扩大 1.3 个百分点；生活资料价格下降 1.1%，降幅扩大 0.1 个百分点。主要行业中，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 8.0%，非金属矿物制品业价格下降 5.1%，农副食品加工业价格下降 4.0%，石油和天然气开采业价格下降 3.3%，石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 3.0%，电气机械和器材制造业价格下降 3.0%，汽车制造业价格下降 2.2%，化学原料和化学制品制造业价格下降 1.2%，上述 8 个行业合计影响 PPI 同比下降约 1.47 个百分点，对 PPI 的下拉作用比上月扩大 0.74 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 7.6%，文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 4.9%，化学纤维制造业价格上涨 0.8%，铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业价格上涨 0.6%。

据测算，在 8 月份-1.8%的 PPI 同比变动中，翘尾影响约为-0.1 个百分点，上月为 0.1 个百分点；今年价格变动的**新影响**约为-1.7 个百分点，上月为-0.9 个百分点。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com