

物价结构性涨跌，核心通胀偏弱

——8月通胀数据点评

2024年09月10日

- **事件：**8月CPI同比由0.5%升至0.6%，市场预期0.7%；PPI同比由-0.8%降至-1.8%，市场预期-1.4%，环比-0.7%。
- **食品项为CPI主要拉动，非食品项同比延续回落。**食品项同比增速上行，低基数和食品项起到一定推动作用。非食品项同比下滑，核心CPI同比持续下行，环比转负，服务项同比也小幅下探，消费品同比有所上行。
- **天气因素持续拉升水果、蔬菜价格，基数作用下猪价同比涨幅收窄。**国庆和中秋节备货，有望带动猪肉需求增长，但9月二次育肥的生猪货源尚未出清。前期猪肉产能去化效果正逐步显现，四季度猪肉有望迎来需求旺季，价格上涨可能给终端消费需求带来一定压制，预期猪价仍处上行趋势中，但上涨空间有限。受到夏季高温、部分地区洪涝灾害影响，蔬菜、水果价格同、环比显著攀升。粮食同比延续回落，酒类同比跌幅收窄。
- **非食品项中，国际油价波动带动燃油分项快速下滑，暑期尾声旅游同环比回落，民生相关服务小幅下行，价格刚性持续。**交通工具用燃料同、环比回落幅度最大，水电燃料同比下行。耐用消费品价格依然偏弱，交通工具同比小幅上行，家用器具增速持平。服务同比增速整体回落，临近开学出游需求回落，机票、酒店价格季节性下降。民生服务消费支出小幅下行，家庭服务、医疗保健、教育服务同比均小幅放缓0.1个百分点。
- **PPI跌幅加深，国际大宗商品价格波动和需求不足带来一定拖累。**PPI环比连续3个月负增，CRB指数同比继续回落。生产资料为主要拖累项，采掘工业、原材料工业同环比跌幅较大，加工工业与原材料工业剪刀差收窄。
- **原材料开采和加工业价格整体偏弱，下游高端制造业价格整体保持韧性。**国际油价下行给石油产业链带来明显拖累，黑色、有色金属产业链价格持续下探，夏季高温、多雨天气持续，建筑施工依然处于淡季，地产依然承压，非金属矿边际好转，基建本月的托举作用持续。海外需求走弱的担忧升温，国际大宗商品价格回落拖累有色表现。从下游高端制造业价格可见，高质量发展带来的结构性变动持续显现。
- **通胀整体保持低位，需求端带来的价格压制仍存，工业品价格上行驱动不足。**四季度CPI在低基数作用下，增速中枢有望抬升，当前食品项为主要拉动项，商品和服务消费需求依然稍显不足，未来食品的拉动作用有望持续。上游原材料价格承压下滑，全球经济走弱预期带来一定影响。当前高端制造业为主要拉动项，国际商品价格波动对PPI的影响将**持续年内整体价格延续低位。**
- **风险因素：**海外经济衰退幅度超预期，居民消费、购房需求疲弱，地产、外需转弱拖累黑色、有色金属价格。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

利润小幅上行，行业表现分化

政策有待加码，关注需求端变化

CPI温和抬升，需求有待修复

正文目录

事件.....	3
1、CPI 非食品项偏弱，食品项为主要拉动.....	3
2、PPI 跌幅加深，上游原材料行业价格偏弱.....	5
3、总结与展望.....	7
4、风险提示.....	7
图表 1: CPI 同比增速小幅上行 (%).....	3
图表 2: CPI 食品项环比上行幅度较大 (%).....	3
图表 3: 核心 CPI、服务项同比延续下滑 (%).....	3
图表 4: 油价中枢边际回落 (元/吨).....	3
图表 5: 猪肉价格回落，牛羊低位上行 (元/公斤).....	4
图表 6: 能繁母猪同比持续去化 (万头, %).....	4
图表 7: 蔬菜价格处于季节性高点 (元/公斤).....	4
图表 8: 水果价格延续高位 (元/公斤).....	4
图表 9: CPI 燃料相关分项小幅回落 (%).....	5
图表 10: 服务回落，租房分项持平 (%).....	5
图表 11: CRB 指数同比回落，PPI 下滑 (%).....	6
图表 12: 加工-原材料工业剪刀差小幅收窄 (%).....	6
图表 13: 黑色产业链价格持续低迷，有色回落 (%).....	6
图表 14: PPI-CPI 剪刀差继续走阔 (%).....	6
图表 15: “挤水分”影响 M1 持续回落 (%).....	7
图表 16: 居民部门加杠杆乏力 (%).....	7

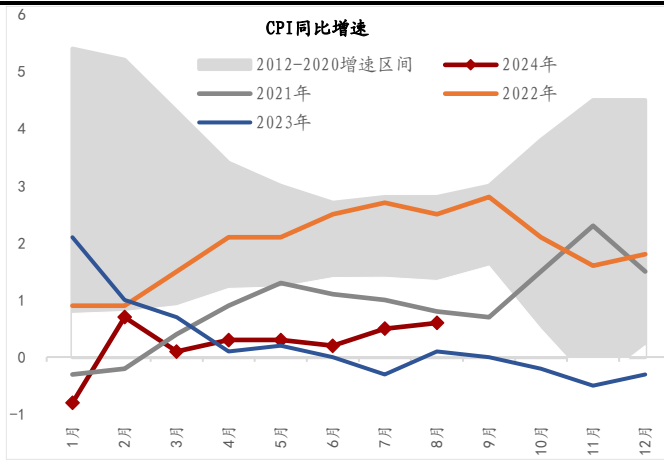
事件

2024年8月，CPI同比增速0.6%（市场预期0.7%），较上月上涨0.1个百分点，环比增速0.4%，前值0.5%，1-8月CPI累计同比0.2%；PPI同比增速-1.8%（市场预期-1.4%），较上月回落1个百分点，环比增速-0.7%，前值-0.2%，1-8月PPI累计同比-1.9%。

1、CPI 非食品项偏弱，食品项为主要拉动

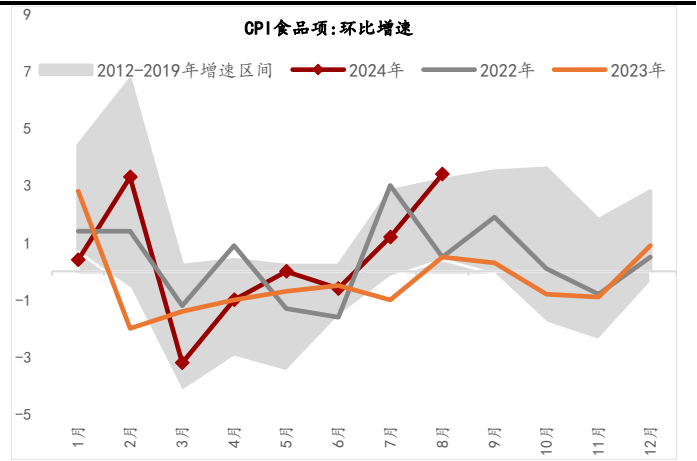
CPI同比小幅上行，非食品项同比延续回落，食品项同环比增速持续攀升。2024年8月CPI同比增速较上月小幅上行0.1个百分点至0.6%，增速略低于市场预期的0.7%，低基数和食品项起到一定推动作用；环比增速0.4%，前值0.5%。CPI食品项同比增速由7月的0%上行至2.8%，环比由上月的1.2%攀升至3.4%；非食品项同比由0.7%下行至0.2%，环比由上月的0.4%下行至-0.3%。

图表1: CPI同比增速小幅上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: CPI食品项环比上行幅度较大 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

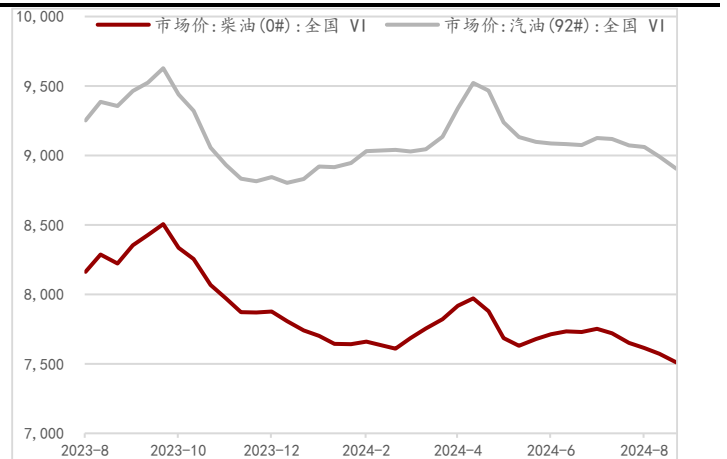
核心CPI、服务项同比持续下滑，环比转负，消费品同比有所上行。核心CPI同比增速小幅回落0.1个百分点至0.3%，环比-0.2%，前值为0.3%。CPI服务项同比较7月小幅回落0.1个百分点至0.5%，环比-0.1%，前值0.6%；消费品同比继续上行0.2个百分点至0.7%，环比上行0.7%，环比增速较上月上行0.3个百分点。

图表3: 核心CPI、服务项同比持续下滑 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 油价中枢边际回落 (元/吨)

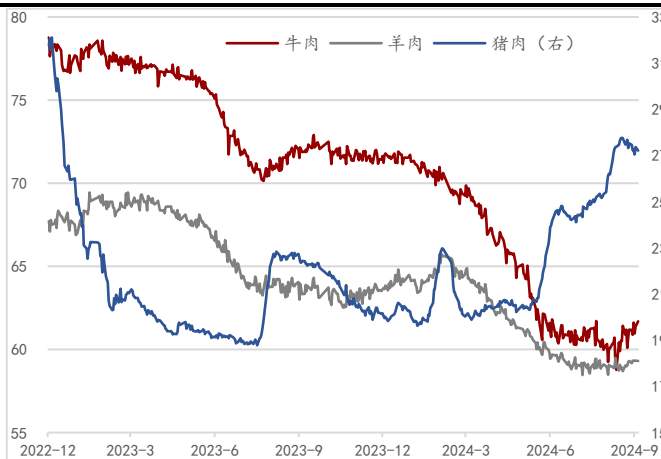


资料来源: Wind, 万联证券研究所

猪价同比涨幅收窄，天气因素持续拉升水果、蔬菜价格。8月猪肉价格持续上行，8月末二次育肥集中出栏带来供给增加，猪价中枢有所下降，基数走高下，同比增速放缓。国庆和中秋节备货，有望带动猪肉需求增长，但9月二次育肥的生猪货源尚未出清。前期猪肉产能去化效果正逐步显现，四季度猪肉有望迎来需求旺季，但价格上涨可能给终端消费需求带来一定压制，预期猪价仍处上行趋势中，但上涨空间有限。牛羊肉价格低位上行，天气转凉和节日带来备货需求，同比增速与上月持平。受到夏季高温、部分地区洪涝灾害影响，蔬菜、水果价格同、环比显著攀升，为食品重要拉动项。粮食价格同比延续回落，增速转负，酒类同比跌幅小幅收窄。

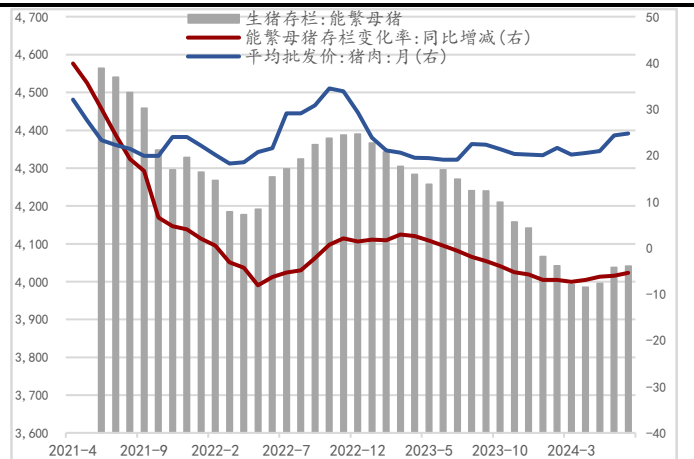
从CPI食品具体分项来看，8月，猪肉价格同比下跌4.3个百分点至16.1%，环比增速由上月的2%上行至7.3%；猪肉的替代品牛羊肉同比增速均持平于上月的-12.9%、-6.3%，蛋类同比增速回落3.9个百分点至-3.5%，环比上行2.8%。鲜菜价格同比继续上行18.5个百分点至21.8%，上行幅度明显扩大，环比上行18.1%；鲜果价格同比继续上行8.3个百分点至4.1%，上涨速度继续加快，环比上行3.8%。粮食、食用油、水产品、烟草、酒类同比增速分别由7月的0.1%、-4.1%、1.2%、1%、-1.6%变动为-0.1%、-4.1%、1.7%、0.9%、-1.5%。

图表5: 猪肉价格回落，牛羊低位上行（元/公斤）



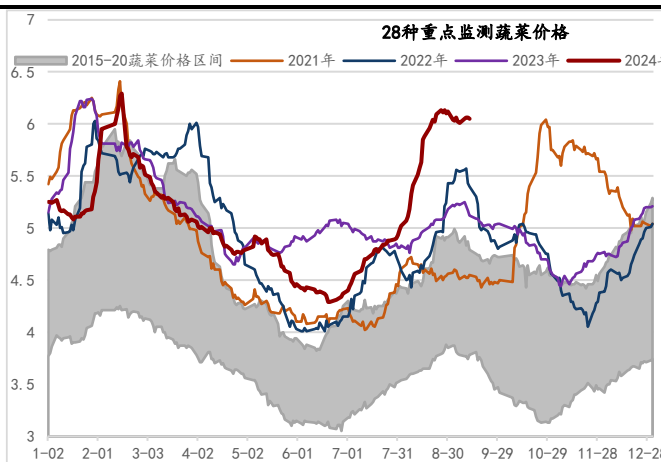
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 能繁母猪同比持续去化（万头，%）



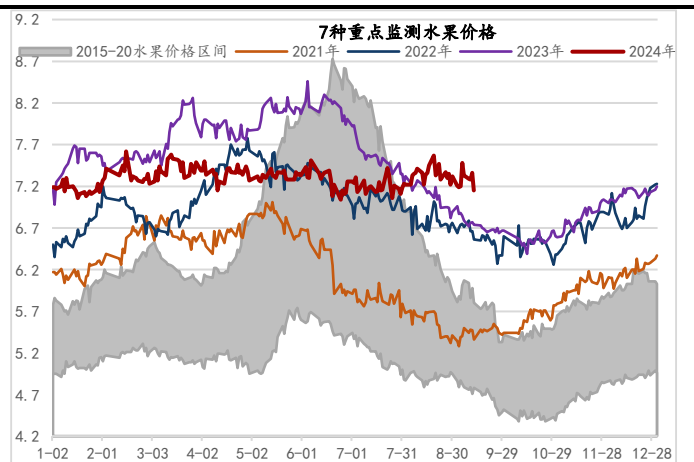
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 蔬菜价格处于季节性高点（元/公斤）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

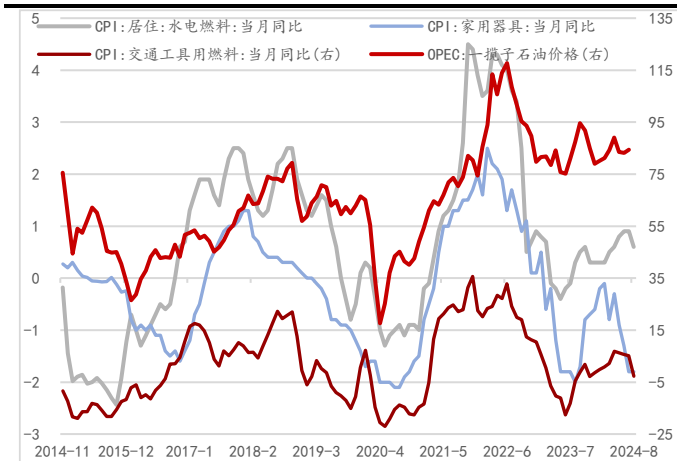
图表8: 水果价格延续高位（元/公斤）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

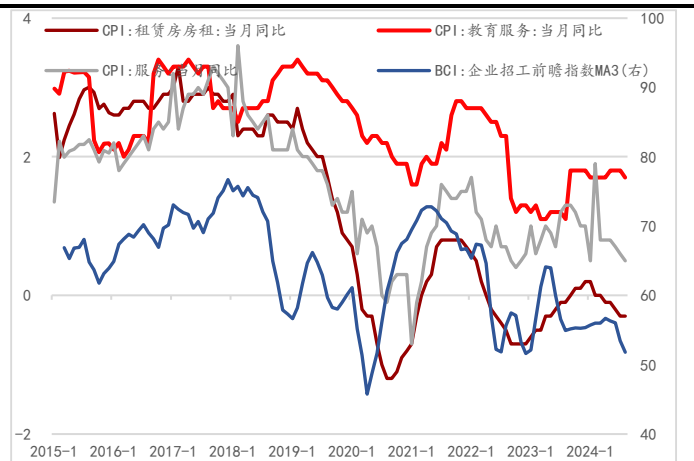
国际油价波动带动燃油分项快速下滑，暑期尾声旅游同环比回落，民生相关服务小幅下行，价格刚性持续。非食品项通胀同比回落，环比转负。8月交通工具用燃料分项同、环比回落幅度最大，国际油价波动带动国内汽油价格下跌，水电燃料同比回落0.3个百分点至0.6%。耐用消费品价格依然偏弱，交通工具同比小幅上行0.1个百分点至-5.5%，环比-0.3%，家具器具同比持平于-0.8%，环比增速转负。服务同比增速整体回落，临近开学出游需求回落，机票、酒店价格季节性下降，同比有所放缓，旅游服务同比下滑2.2个百分点至0.9%，同比转负。民生服务消费支出小幅下行，家庭服务、医疗保健、教育服务同比均小幅放缓0.1个百分点。房租价格同比持平于-0.3%，环比0%，当前需求不足的问题在服务分项上有所显现。

图表9: CPI燃料相关分项小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 服务回落，租房分项持平 (%)



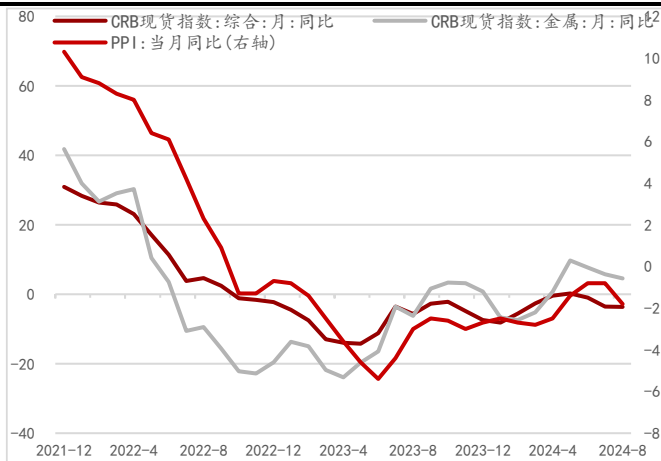
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、PPI 跌幅加深，上游原材料行业价格偏弱

PPI同比跌幅加深，加工工业-原材料工业剪刀差收窄，上游价格下跌为主要拖累。市场需求不足及部分国际大宗商品价格下行带动下，PPI同、环比跌幅加深，环比连续3个月负增，CRB指数同比继续回落。生产者购进价格下行幅度小于出厂价格变动。PPI生产资料为主要拖累项，采掘工业、原材料工业同环比跌幅较大，原材料加工业同比增速转负，价格显著下滑；下游加工行业价格下滑幅度小于上游，加工工业与原材料工业剪刀差收窄，但当前需求不足、以价换量的问题在下游加工业依然存在。生活资料同比小幅回落，其中进食品类同比下滑，衣着、一般日用品、耐用消费品价格同比均小幅上行。

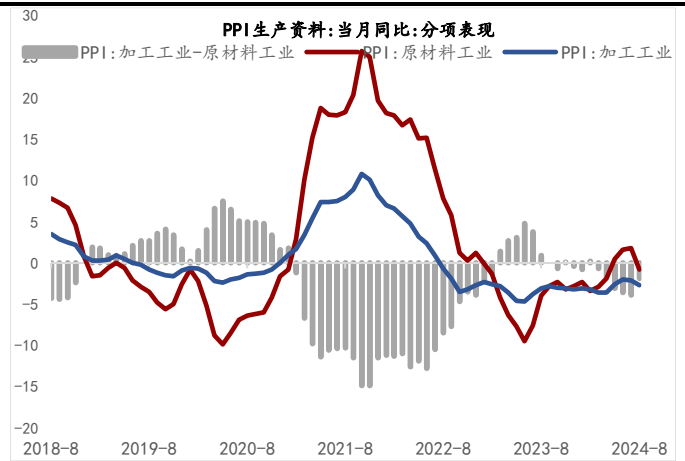
具体数据来看，PPI同比-1.8%，较上月回落1个百分点，环比增速-0.7%，前值-0.2%。工业生产者购进价格（PPIRM）同比由-0.1%回落为-0.8%，环比-0.6%。PPI生产资料同比回落1.3个百分点至-2%，其中，采掘工业、原材料工业和加工工业同比分别由7月的3.5%、1.8%、-2.1%下行至0.9%、-0.8%和-2.7%，各项同比均在下行。PPI生活资料同比回落0.1个百分点至-1.1%，环比增速0%；其中，食品类同比由-0.7%回落为-1.3%，衣着、一般日用品、耐用消费品同比分别由上月的-0.5%、-0.3%、-2%上行为-0.4%、0%、-1.9%。

图表11: CRB指数同比回落, PPI下滑 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 加工-原材料工业剪刀差小幅收窄 (%)

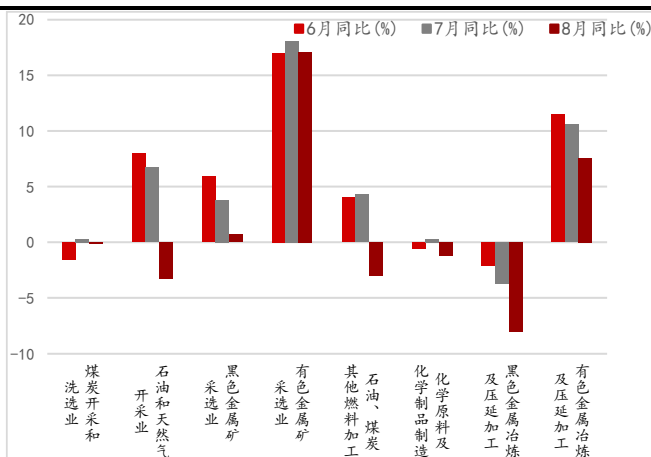


资料来源: Wind, 万联证券研究所

原材料开采和加工业价格整体偏弱, 国际油价下行给石油产业链带来明显拖累, 黑色金属产业链价格持续下探, 有色金属价格也延续下行。采掘业分项同环比增速均有所放缓, 其中石油和天然气开采业同比下滑幅度最大, 基数走高带来一定影响, 环比由正增大幅下滑为-4.3%, 受国际油价下跌影响, 下游加工业同比增速转负; 煤炭开采和洗选业同比再度转负, 环比下行为-1.2%。黑色金属采矿、冶炼及压延加工同环比均明显下滑, 黑色金属加工环比为本月下跌幅度最大的分项, 非金属矿采选和加工同比小幅上行, 夏季高温、多雨天气持续, 建筑施工依然处于淡季, 非金属矿物制品表现较好, 基建的托举作用持续。有色金属采矿、冶炼及压延加工同比下滑, 国际大宗商品价格回落带来一定拖累, 海外需求走弱的担忧升温也带来一定影响。

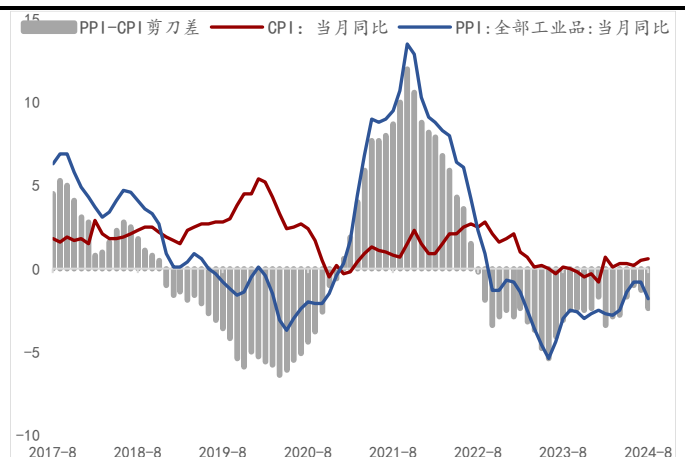
下游高端制造业价格整体保持韧性, 高质量发展带来的结构性变动持续显现, 电力、热力的生产和供应业同比小幅下行。中游通用设备制造业同比由-1.1%上行到-1%, 环比0%。下游汽车制造业同比增速由-2.1%下行到-2.2%, 环比-0.2%。铁路、船舶等运输设备制造业同比由0.5%上行到0.6%, 环比0%; 计算机、通信等电子设备制造业同比上行0.2个百分点至-2.4%, 环比-0.2%。部分中下游行业价格同比边际抬升, 环比均小幅回落或持平。电力、热力的生产和供应业同比由-1.9%下行到-2.2%, 环比0%, 整体保持韧性, 水的生产和工业同环比上行。

图表13: 黑色产业链价格持续低迷, 有色回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: PPI-CPI剪刀差继续走阔 (%)

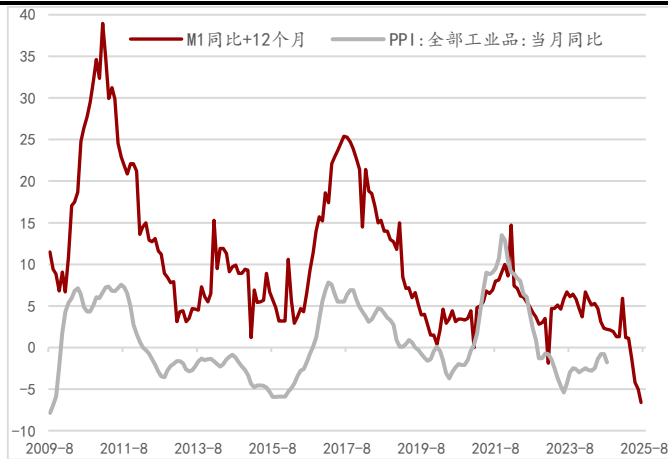


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、总结与展望

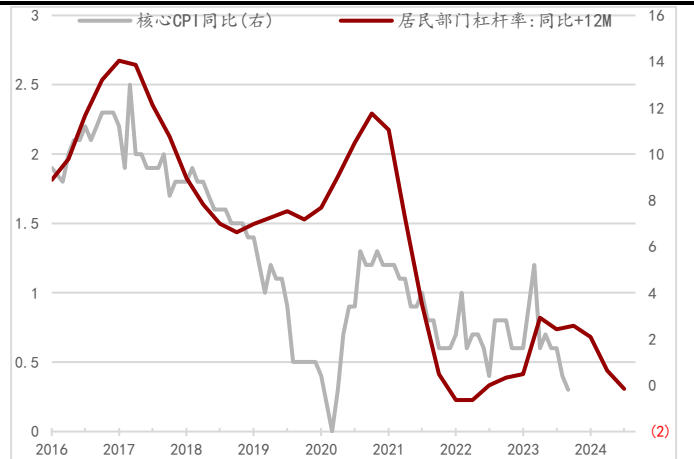
通胀整体保持低位，需求端带来的价格压制仍存，工业品价格上行驱动不足。四季度CPI在低基数作用下，增速中枢有望抬升，当前食品项为主要拉动项，商品和服务消费需求依然稍显不足，未来食品的拉动作用有望持续。上游原材料价格承压下滑，全球经济走弱预期带来一定影响。当前高端制造业为主要拉动项，国际商品价格波动对PPI的影响将持续，预期年内整体价格延续低位。

图表15: “挤水分”影响M1持续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 居民部门加杠杆乏力 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、风险提示

海外经济衰退幅度超预期，居民消费、购房需求疲弱，地产、外需转弱拖累黑色、有色金属价格。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场