



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:苑西恒  
SAC 登记编号:S1340124020005  
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《存量房贷利率调整的思考》 -  
2024.09.09

宏观研究

## 通胀合理回升有待供需重新平衡

### ● 核心观点

(1) 8月CPI同比增速0.6%，好于前值，弱于预期，新涨价因素是主要支撑；从结构来看，食品价格是主要支撑，非食品价格有所走弱。

极端天气限制供应，叠加猪肉价格阶段性持续上涨，食品价格环比显著回升。年内食品价格同比增速一直是CPI同比增速的主要拖累，8月食品价格同比增速明显回升，成为主要支撑。从分项看，鲜菜、鲜果、猪肉价格环比上涨最为显著。

非食品价格走弱，核心CPI同比增速边际放缓。原油价格环比明显下跌，带动交通工具用燃料价格环比走弱；耐用品价格环比增速仍弱，衣着服装非耐用品价格环比增速延续弱势；毕业季结束，租赁需求减弱，租赁房屋价格上涨趋缓；非住房服务价格分化，旅游价格和医疗服务价格回落，家庭服务价格环比回升。

(2) 8月PPI同比增速-1.8%，超预期走弱，新涨价因素影响较为明显下跌，是主要拖累。

从上中下游来看，上游采掘和上游原材料价格粘性减弱，价格同比回落的行业有所增加；下游消费行业价格延续弱势，多数行业同比负增长；中游设备制造业价格保持相对稳定，并未明显变化。

从重点行业来看，交通运输工具制造业价格韧性仍强，输入性通胀减弱，钢铁和非金属矿物质价格延续弱势。

(3) 向后看，我国经济中稳物价的积极因素不断增多，但亦要注意到局部高温多雨的极端天气影响逐步放缓，短期通胀或出现波动风险，预计9月CPI同比增速0.4%左右，PPI同比增速-1.5%左右。

### ● 风险提示：

---

中美贸易摩擦超预期加剧；政策效果不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

## 目录

1 极端天气推升食品价格，CPI 增速延续回升，核心 CPI 增速转弱 .....	5
1.1 CPI 增速延续回升，核心 CPI 增速转弱.....	5
1.2 极端天气限制供应能力，暑期旅游旺盛，食品价格和非食品价格环比均明显回升 .....	5
2 PPI 超预期走弱，主因是需求不足及部分大宗商品价格下行 .....	8
2.1 PPI 超预期走弱，新涨价因素是主要拖累 .....	8
2.2 上游采掘和原材料价格粘性减弱，下游消费价格延续弱势，中游制造业价格保持相对稳定 .....	9
2.3 从重点行业来看，交通运输工具制造业价格韧性仍强，输入性通胀减弱，钢铁和非金属矿物质价格延续弱势 .....	10
3 展望：9 月 CPI 同比增速 0.4%，PPI 同比增速-1.5%.....	11
风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1: CPI 和核心 CPI 同比增速 .....	5
图表 2: CPI 新涨价和同比翘尾因素 .....	5
图表 3: 食品和非食品价格同比增速 (%) .....	6
图表 4: 食品和非食品价格环比增速 (%) .....	6
图表 5: 鲜菜和猪肉价格同比增速 .....	7
图表 6: 食品分项价格环比增速 (%) .....	7
图表 7: PPI 同比增速和环比增速 .....	9
图表 8: PPI 新涨价和同比翘尾因素 .....	9
图表 9: 上中下游价格同比增速 (%) .....	10

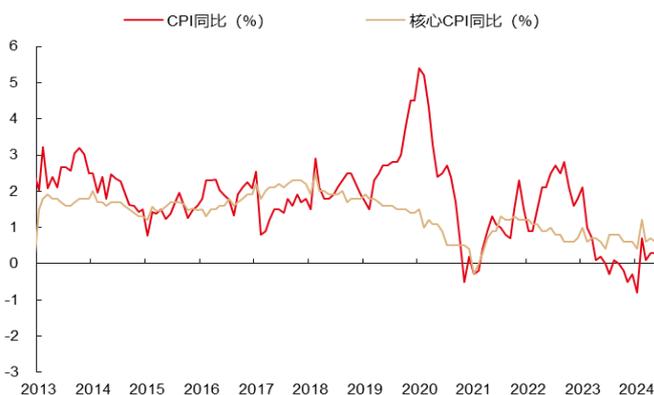
## 1 极端天气推升食品价格，CPI 增速延续回升，核心 CPI 增速转弱

### 1.1 CPI 增速延续回升，核心 CPI 增速转弱

8 月 CPI 同比增速延续回升，低于预期和季节性水平，核心 CPI 增速环比走弱，极端天气是支撑 CPI 增速的主要因素。（1）8 月 CPI 同比增长 0.6%，较前值回升 0.1pct，较 wind 一致预期 0.7%低 0.1pct，弱于季节性水平，较近五年（不包括 2020 年和 2021 年两个异常年份，下同）均值水平 1.9%低 1.3pct；核心 CPI 同比增长 0.3%，较前值回落 0.1pct，较近五年均值水平 1.46%低 1.16pct，指向 CPI 同比增速延续上涨主要是来自食品和能源项。（2）从 CPI 环比增速来看，8 月 CPI 环比增长 0.4%，较前值回落 0.1pct，持平季节性表现；核心 CPI 环比增长 -0.2%，由正转负，较前值回落 0.5pct，较近五年均值水平 0.08%低 0.28pct。

CPI 同比翘尾因素影响转负，而新涨价因素影响边际回升，是主要支撑。7 月份因上年价格变动的翘尾影响为 -0.3%，较上月回落 0.3pct，而新涨价因素影响约为 0.9%，较上月回升 0.4pct。

图表1：CPI 和核心 CPI 同比增速



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：CPI 新涨价和同比翘尾因素

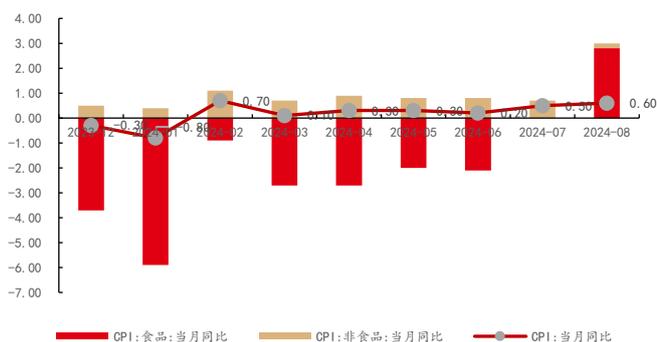


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

### 1.2 食品价格和非食品价格环比增速分化，食品价格显著上涨

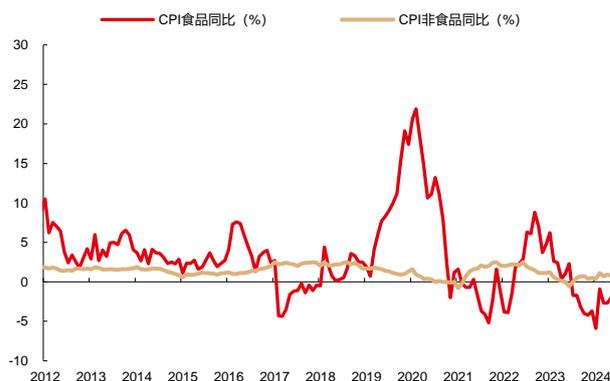
从 CPI 结构来看，食品价格连续改善，非食品价格转弱，且食品价格改善明显好于非食品价格转弱，CPI 同比增速延续回升，核心 CPI 同比增速转弱。

图表3：食品和非食品价格同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：食品和非食品价格环比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

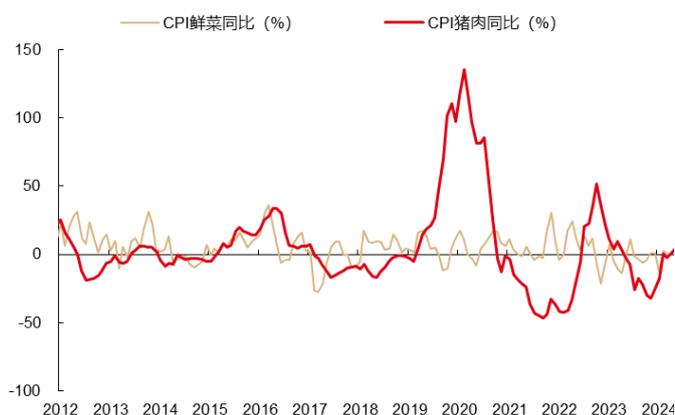
### 1.2.1 局部高温多雨等极端天气，叠加猪肉价格阶段性持续上涨，食品价格环比显著回升

#### (1) 8月食品价格明显回升，成为CPI回升的主要支撑。

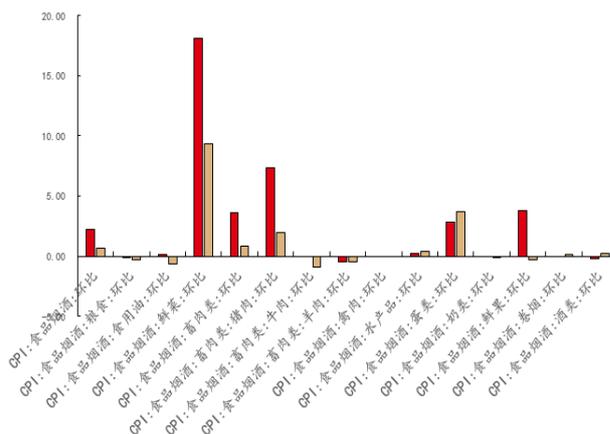
从同比增速来看，8月食品价格同比增长2.8%，较前值回升2.8pct，略弱于季节性，较近五年均值3.18%低0.38pct，明显高于整体CPI增速0.6%。从环比增速来看，8月食品价格环比增长3.4%，较前值回升2.2pct，好于季节性，较近五年均值1.56%高1.84pct，好于整体CPI环比增速0.4%。

(2) 从分项环比增速来看，鲜菜、鲜果、猪肉价格环比改善最为明显，是食品分项价格环比走高的主要支撑，指向食品价格走高主要是局部高温多雨等极端天气、猪价阶段性持续上涨影响。

第一，8月鲜菜、鲜果和猪肉价格环比增速分别是18.1%、3.8%和7.3%，显著高于食品环比增速3.4%，较前值变动分别为8.8pct、4.1pct、5.3pct。第二，从边际变化来看，蛋类价格环比上涨2.8%，对CPI环比增速产生正向影响，但环比下降0.9pct，显示增长动能或有所放缓。第三，粮食、羊肉、酒类价格环比增速分别为-0.1%、-0.5%和-0.2%，较前值变动分别为0.2pct、0pct和-0.4pct，是食品价格的主要拖累。

**图表5：鲜菜和猪肉价格同比增速**


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

**图表6：食品分项价格环比增速 (%)**


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

### 1.2.2 非食品价格走弱，核心 CPI 同比增速边际放缓

(1) 8月非食品价格走弱，成为 CPI 增速的拖累项，导致核心 CPI 环比增速转负。

8月非食品价格同比增速为0.2%，较前值回落0.5pct，低于季节性水平，较近五年均值1.62%低1.42pct，低于整体CPI涨幅，成为CPI同比增速的拖累项。非食品价格环比增速为-0.3%，较前值回落0.7pct，弱于季节性，较近五年均值0.08%低0.38pct。

(2) 从分项环比增速来看，原油价格环比明显下跌，带动交通工具用燃料价格环比走弱；耐用品价格环比增速仍弱，衣着服装非耐用品价格环比增速延续弱势；毕业季结束，租赁需求减弱，租赁房屋价格上涨趋缓；非住房服务价格分化，旅游价格和医疗服务价格回落，家庭服务价格环比回升。

第一，原油价格环比明显下跌，带动交通工具用燃料价格环比走弱。8月交通工具用燃料环比增长-2.9%，较前值回落4.4pct，应是原油价格回落的带动。8月布伦特原油期货结算价格环比增速下降-5.97%，是继5月份以来第二次明显下跌。5月原油价格环比明显走弱，亦带动了当月交通工具用燃料价格环比回落。

第二，耐用品价格环比增速仍弱，暑期出行返程、叠加开学季，带动交通工具使用和维修环比改善，房屋销售仍弱，家用器具价格环比增速转负；衣着服装非耐用品价格环比增速延续弱势。8月交通工具使用和维修环比增速-0.3%，较前值回升0.3pct，略弱于季节性表现，较近五年同期均值水平低0.16pct，主因或是暑期出行返程，以及开学季的影响，在非制造业PMI数据中已有所反应（详

见报告《不应将“连续”当做趋势，反转可以在短时间内实现——评8月PMI》）。家用器具环比增速-0.7%，较上期回落1.1pct，弱于季节性，较近五年同期均值-0.02%低0.68pct，或是7月和8月商品房销售转弱导致。衣着服装环比增速-0.2%，较前值回升0.1pct，略弱于季节性表现，较近五年同期均值水平-0.18%低0.02pct，或是进入换季打折季，需求有所回升，但价格仍相对较弱。

**第三，毕业季已过，租赁住房价格上涨趋缓。**8月租赁住房房租环比增速0%，较前值回落0.1pct，仍弱于季节性，较近五年同期均值水平0.22%低0.22pct，这或是毕业季已过，住房需求减弱，租赁价格上涨趋缓。

**第四，非住房服务价格分化，暑期接近尾声导致旅游价格明显回落，医疗服务价格延续弱势，家庭服务价格环比回升。**8月，旅游环比增速-0.7%，较上期回落10.1pct，弱于季节性水平，较近五年同期均值水平0.26%低0.96pct，应是暑期接近尾声，旅游热度已过，出行人员开始返程。医疗服务环比增速0.0%，持平前值，西药环比增速-0.1%，较前值回升0.1pct。家庭服务价格0.1%，持平前值。

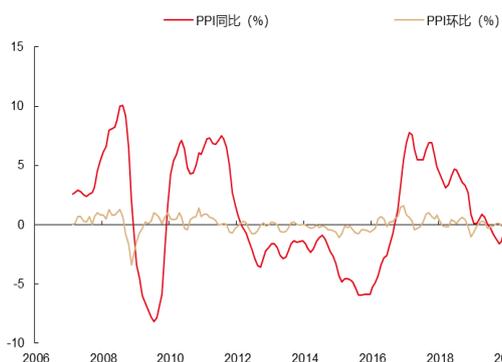
## 2 PPI 超预期走弱，主因是需求不足及部分大宗商品价格下行

### 2.1 PPI 超预期走弱，新涨价因素是主要拖累

**PPI 同比增速超预期走弱。**8月PPI同比增长-1.8%，弱于预期，较wind一致预期-1.4%低0.4pct，较前值回落1pct，亦弱于季节性表现，较近五年同期均值水平1.78%低3.58pct。PPI 环比增长-0.7%，较前值回落0.5pct。

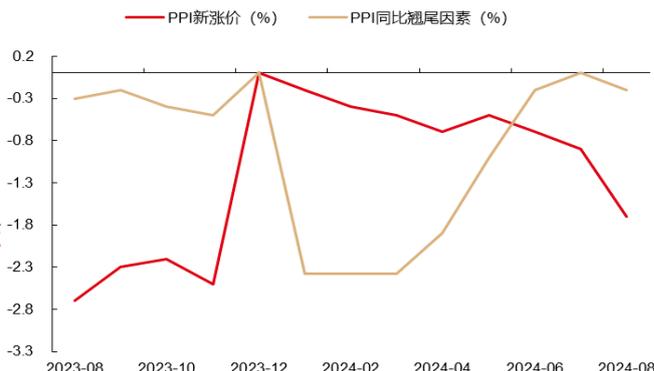
**新涨价因素和翘尾因素影响均转负，新涨价因素边际降幅更为显著，成为主要拖累，指向有效需求不足拖累持续显现，与PMI释放信号一致。**根据国家统计局测算，8月份因上年价格变动的翘尾影响约为-0.1%，较前值回落0.2pct；新涨价因素影响约-1.7%，较前值回落0.8pct。

图表7: PPI 同比增速和环比增速



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表8: PPI 新涨价和同比翘尾因素

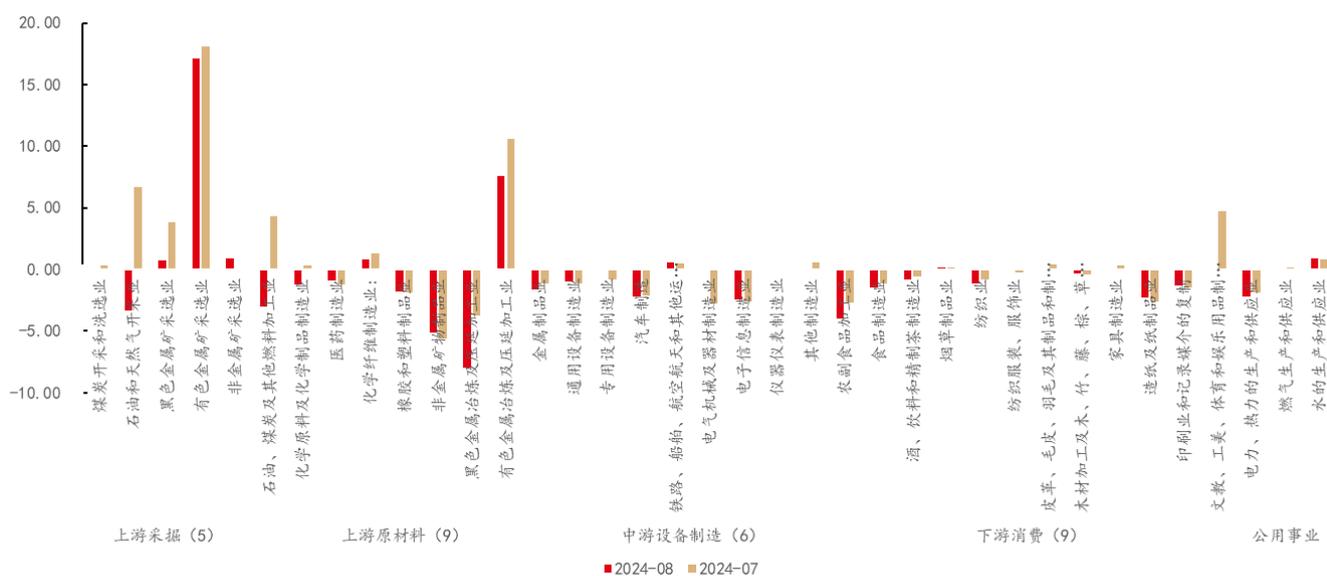


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

## 2.2 上游采掘和原材料价格粘性减弱, 下游消费价格延续弱势, 中游制造业价格保持相对稳定

从上中下游来看, 上游采掘和上游原材料价格粘性减弱, 价格同比回落的行业有所增加; 下游消费行业价格延续弱势, 多数行业同比负增长; 中游设备制造业价格保持相对稳定, 并未明显变化。

(1) 上游采掘业价格呈现回落迹象。在已公布数据的 5 个行业中, 3 个行业价格同比上涨, 较上月减少 2 个行业, 新增 2 个行业价格同比回落; (2) 上游原材料加工价格粘性减弱。在已公布数据的 9 个行业中, 2 个行业价格同比上涨, 较上月减少 2 个行业; 7 个行业价格同比回落, 较上月增加 2 个行业。(3) 中游设备制造业价格保持相对稳定。在已公布数据的 6 个行业中, 1 个行业价格环比上涨, 持平上月数据; 2 个行业价格环比不变; 3 个行业价格环比回落, 较上月减少 2 个行业。(4) 下游消费价格延续弱势。在已公布数据的 9 个行业中, 1 个行业价格同比上涨, 持平前值; 8 个行业价格同比回落。

**图表9：上中下游价格同比增速（%）**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

### 2.3 从重点行业来看，交通运输工具制造业价格韧性仍强，输入性通胀减弱，钢铁和非金属矿物质价格延续弱势

(1) 原油和有色金属价格环比下跌，输入性通胀减弱，国内石油和天然气价格同比增速转负，有色金属价格边际回落。8月国际市场原油价格明显下跌，输入性通胀减弱，国内石油和天然气开采业价格同比增速-3.3%，较前值回落10pct；有色金属价格亦有所回落，带动有色金属冶炼和压延加工业价格回落，同比增长17.10%，边际有所放缓，较前值回落1pct。

(2) 钢铁和非金属矿物质价格延续弱势。8月，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比增速-8%，较前值回落4.3pct；非金属矿物质产品价格同比增速-5.1%，较上月回落0.5pct。

(3) 出口拉动的行业价格增速出现分化，纺织业价格环比延续回落，或指向出口需求有所走弱，船舶价格环比延续上涨，指向未来出口韧性仍强；汽车制造业价格边际走弱。8月纺织业PPI同比增速为-1.1%，较前值回落0.3pct，价格延续回落态势，与出口有所放缓有关；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备业PPI同比增速0.6%，较前值回升0.1pct，指向当前需求较强，未来出口或仍有较强支撑；汽车制造业、橡胶和塑料制品业PPI同比增速分别为-2.2%、-1.8%，较前值变动分别为-0.1pct和0.1pct。

### 3 展望：9 月 CPI 同比增速 0.4%，PPI 同比增速-1.5%

8 月，因局部高温多雨等极端天气影响，食品分项价格显著走高，推升 CPI 同比增速继续走高，而受市场需求不足和部分国际大宗商品价格下行等因素影响，核心 CPI 同比增速走弱，PPI 同比增速亦明显下降。向后看，一是，专项债发行已明显提速，或将对内需产生一定支撑。8 月新增专项债发行额为 7964.89 亿元，创年内阶段性新高。考虑年内新增专项债剩余额度为 1.33 万亿元，预计 9 月和 10 月仍将是发行密集期，对扩内需形成有效支撑。二是，继国家发展和改革委员会、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》后，近期上海、湖南、广东等省份均出台相关配套办法，“两新”活动将逐步落地见效，亦会对内需产生有效支撑。三是，近期央行明确表示，继续坚持支持性的货币政策，未来降准空间仍在，预计仍将对经济产生有效支持（详见报告《存量房贷利率调整的思考》）。四是 7 月政治局会议强调，及时推出一批条件成熟、可感可及的改革举措，促消费扩内需。增量政策或可期，政策或落脚于增发消费券、培育文旅体育消费、健康养老托育消费、餐饮消费新场景等（详见报告《中央政治局会议精神学习》）。综上，我国经济中稳物价的积极因素不断增多，但亦要注意到局部高温多雨的极端天气影响逐步放缓，短期通胀或出现波动的风险，预计 9 月 CPI 同比增速在 0.4% 左右，PPI 同比增速在 -1.5% 左右。

(1) 9 月翘尾因素影响拖累加大，而食品项价格环比增速或延续回升，非食品价格或有所减弱，预计 9 月 CPI 同比增速在 0.4% 左右。

一是翘尾因素影响拖累作用有所增大。9 月翘尾因素影响约为 -0.5%，较 8 月回落 0.2pct。

二是从高频数据看，猪肉价格、28 种重点监测蔬菜平均批发价格和 7 种重点监测水果平均批发价格均环比延续上涨，涨幅有所放缓，预计 9 月食品价格环比增速或延续上涨。

9 月 1 日-9 月 6 日猪肉平均批发价格为 27.27 元/公斤，较 8 月平均批发价格 26.91 元/公斤上涨 1.32%。猪肉价格持续上涨，或带动相关替代品价格回升，

9 月 1 日-9 月 6 日 28 种重点监测蔬菜平均批发价格为 6.04 元/公斤，较 8 月平均批发价格 5.83 元/公斤上涨 3.56%，涨幅边际有所放缓。

9月1日-9月8日7种重点监测水果平均批发价格为7.35元/公斤,较8月平均批发价格7.34元/公斤回升0.18%。

**三是非食品价格环比增速较8月或有望减弱。**从高频数据来看,输入性通胀压力减弱。截至9月6日,9月布伦特原油期货结算价格环比延续走弱,平均结算价格73.54美元/桶,较8月平均价格回落6.76%,降幅较为明显。同时短期亦无增量信息支撑原油价格持续走高;LME铜现货结算价环比下跌0.38%。此外,考虑中秋假期介于暑期与国庆小长假之间,时间相对紧凑,中秋假期出行带动作用或相对较弱。

**(2) 9月翘尾因素影响的拖累作用有所增大,输入性通胀或有所减弱,全球经济景气度放缓,或对前期出口高增行业的价格支撑减弱,但专项债发行明显提速,或对扩内需产生一定支撑。整体来看,预计9月PPI同比增速-1.5%。**

**一是翘尾因素影响拖累作用边际增大。**9月PPI同比翘尾因素影响约为-0.6%,较前值回落0.4pct。

**二是8月专项债发行明显提速,扩内需发力或对原材料价格产生支撑。**考虑近期新增专项债发行额有所提速,或将对9月基建投资形成一定支撑。从高频数据来看,9月1日-9月6日,水泥价格平均指数较8月上漲0.06%。

**三是输入性通胀压力或有所减弱。**从高频数据来看,截至9月6日,铜、锌、铝价格有所分化,环比增速分别为-0.38%、1.73%和0.85%。同时,原油价格延续下跌。

**四是全球经济景气度放缓,或带动出口增速边际放缓,对前期出口高增行业的价格支撑回落。**8月全球制造业PMI回落0.2pp至49.5,已连续2个月低于荣枯线,人民币汇率小幅升值,降低我国出口商品出口竞争力,或带动出口增速边际放缓。从高频数据来看,截至9月6日,上海出口集装箱运价指数2726.58,延续回落态势,较8月30日2963.38回落7.99%,降幅较为明显,在一定程度上反应了出口需求热度回落,外需对价格支撑作用或存在边际回落风险。

## 风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧;政策效果不及预期;海外地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048