

# 虽有短期支撑，下行压力仍存

## ——8月通胀数据点评

报告日期：2024年9月10日

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MALL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

证券分析师：万琦

电话：18702133638

E-MALL: wanq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190524070001

# Contents

1

天气因素扰动，CPI环比季节性上涨

2

弱内需叠加国际大宗价格下行，PPI环比、同比双降

3

价格承压打开政策加码空间

- 中国8月CPI同比增长0.6%，市场预期增长0.7%，前值增长0.5%。
- 中国8月PPI同比下降1.8%，市场预期下降1.4%，前值下降0.8%。

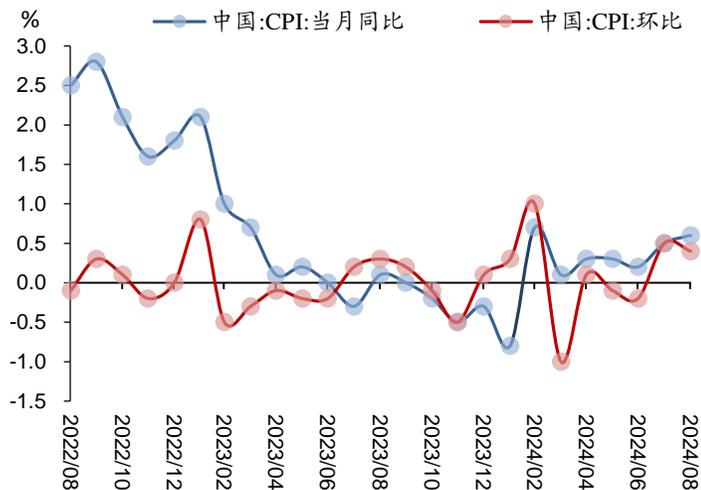
| (%)          | 2024-08 | 2024-07 | 2024-06 | 2024-05 | 2024-04 | 2024-03 | 2024-02 | 2024-01 | 2023-12 | 2023-11 | 2023-10 | 2023-09 | 2023-08 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>CPI同比</b> | 0.6     | 0.5     | 0.2     | 0.3     | 0.3     | 0.1     | 0.7     | -0.8    | -0.3    | -0.5    | -0.2    | 0.0     | 0.1     |
| 食品           | 2.8     | 0.0     | -2.1    | -2.0    | -2.7    | -2.7    | -0.9    | -5.9    | -3.7    | -4.2    | -4.0    | -3.2    | -1.7    |
| 非食品          | 0.2     | 0.7     | 0.8     | 0.8     | 0.9     | 0.7     | 1.1     | 0.4     | 0.5     | 0.4     | 0.7     | 0.7     | 0.5     |
| 核心           | 0.3     | 0.4     | 0.6     | 0.6     | 0.7     | 0.6     | 1.2     | 0.4     | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.8     | 0.8     |
| <b>CPI环比</b> | 0.4     | 0.5     | -0.2    | -0.1    | 0.1     | -1.0    | 1.0     | 0.3     | 0.1     | -0.5    | -0.1    | 0.2     | 0.3     |
| 食品           | 3.4     | 1.2     | -0.6    | 0.0     | -1.0    | -3.2    | 3.3     | 0.4     | 0.9     | -0.9    | -0.8    | 0.3     | 0.5     |
| 非食品          | -0.3    | 0.4     | -0.2    | -0.2    | 0.3     | -0.5    | 0.5     | 0.2     | -0.1    | -0.4    | 0.0     | 0.2     | 0.2     |
| 核心           | -0.2    | 0.3     | -0.1    | -0.2    | 0.2     | -0.6    | 0.5     | 0.3     | 0.1     | -0.3    | 0.0     | 0.1     | 0.0     |
| <b>PPI同比</b> | -1.8    | -0.8    | -0.8    | -1.4    | -2.5    | -2.8    | -2.7    | -2.5    | -2.7    | -3.0    | -2.6    | -2.5    | -3.0    |
| 生产资料         | -2.0    | -0.7    | -0.8    | -1.6    | -3.1    | -3.5    | -3.4    | -3.0    | -3.3    | -3.4    | -3.0    | -3.0    | -3.7    |
| 生活资料         | -1.1    | -1.0    | -0.8    | -0.8    | -0.9    | -1.0    | -0.9    | -1.1    | -1.2    | -1.2    | -0.9    | -0.3    | -0.2    |
| <b>PPI环比</b> | -0.7    | -0.2    | -0.2    | 0.2     | -0.2    | -0.1    | -0.2    | -0.2    | -0.3    | -0.3    | 0.0     | 0.4     | 0.2     |
| 生产资料         | -1.0    | -0.3    | -0.2    | 0.4     | -0.2    | -0.1    | -0.3    | -0.2    | -0.3    | -0.3    | 0.1     | 0.5     | 0.3     |
| 生活资料         | 0.0     | 0.0     | -0.1    | -0.1    | -0.1    | -0.1    | -0.1    | -0.2    | -0.1    | -0.2    | -0.1    | 0.1     | 0.1     |

数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

# 01 天气因素扰动，CPI环比季节性上涨

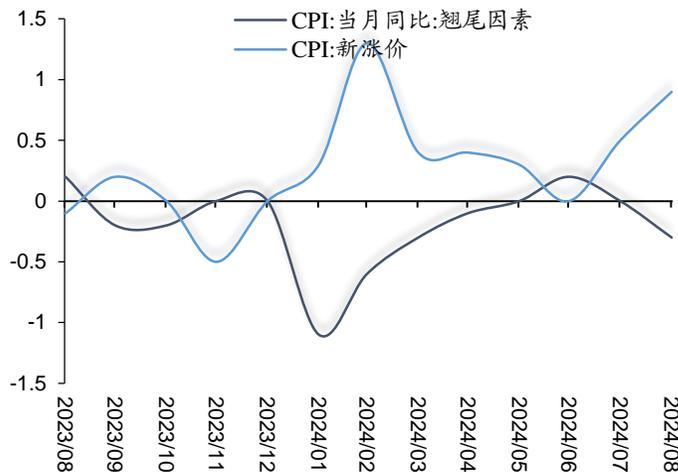
- **价格继续改善。一方面同比涨幅继续扩大。**中国8月CPI同比增长0.6%，较上月涨幅扩大0.1个百分点，小幅低于市场预期。根据国家统计局测算，0.6%的涨幅中，翘尾影响约为-0.3个百分点，上月为0；今年价格变动的新影响约为0.9个百分点，上月为0.5个百分点，尽管去年同期基数走高，但在食品项的拉动下，同比涨幅依旧小幅度上行。**另一方面环比持续上涨。**CPI环比继续正增长，上涨0.4%，这一涨幅略超季节性，近五年与近十年同期平均水平约为0.3个百分点。食品项为主要贡献，影响CPI环比上涨约0.60个百分点，非食品项本月则转为拖累。
- **价格上行支撑主要来自供给侧。**本月CPI价格边际持续上行的主要贡献来自食品分项，其中高温雨水天气及产能去化引起的紧供给又是支撑涨价的主因。而出行链及国际油价这两类因素的影响则有所转向，一是临近开学相关出游需求的释放不及上月强劲，二是国际油价的向下波动传导至国内能源分项带动其价格边际走低。

CPI 环比及同比



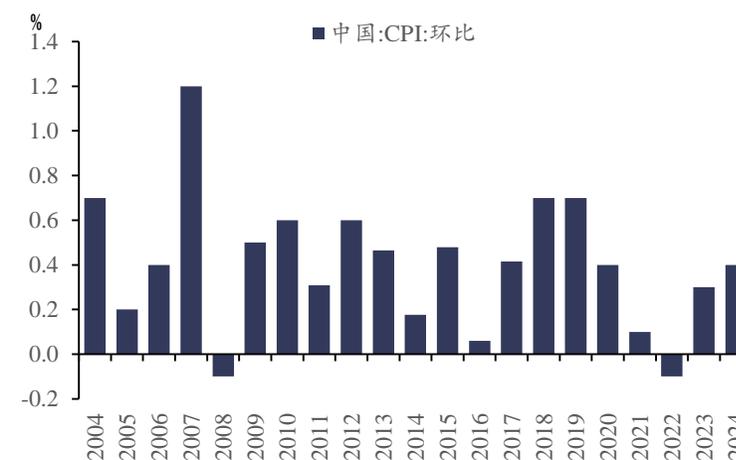
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

新涨价及翘尾因素



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

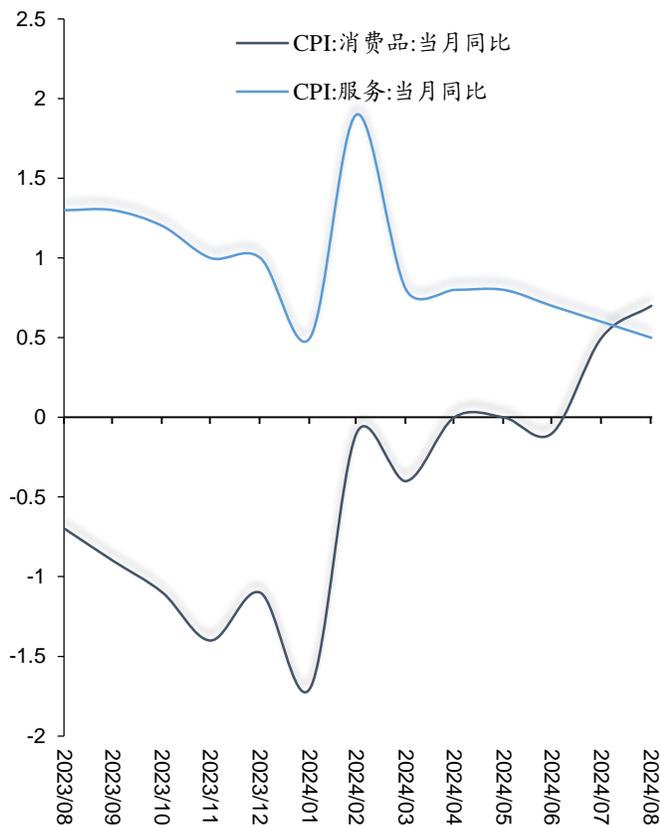
8月CPI环比



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

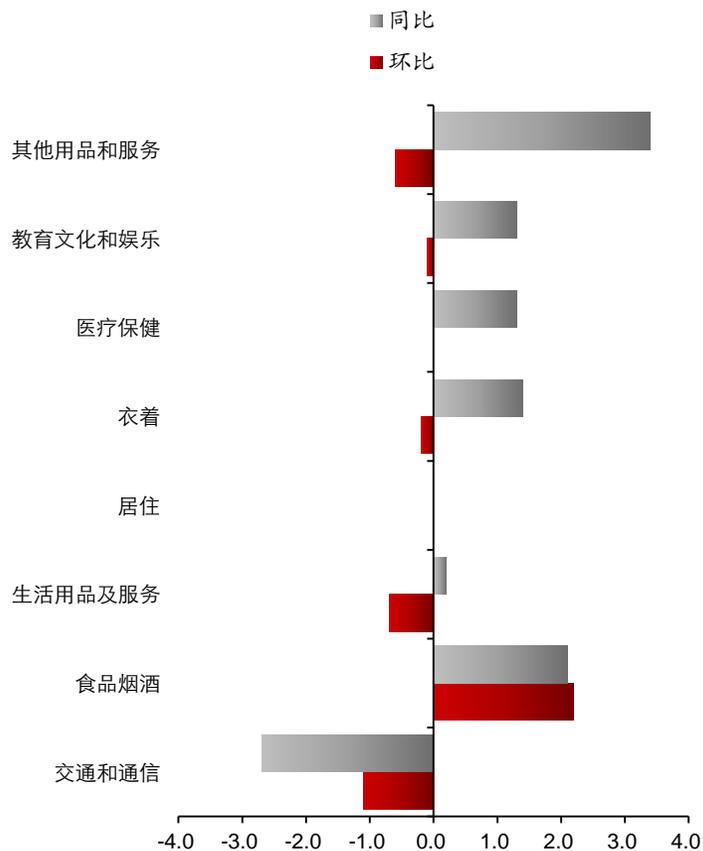
# 01 天气因素扰动，CPI环比季节性上涨

消费品及服务同比



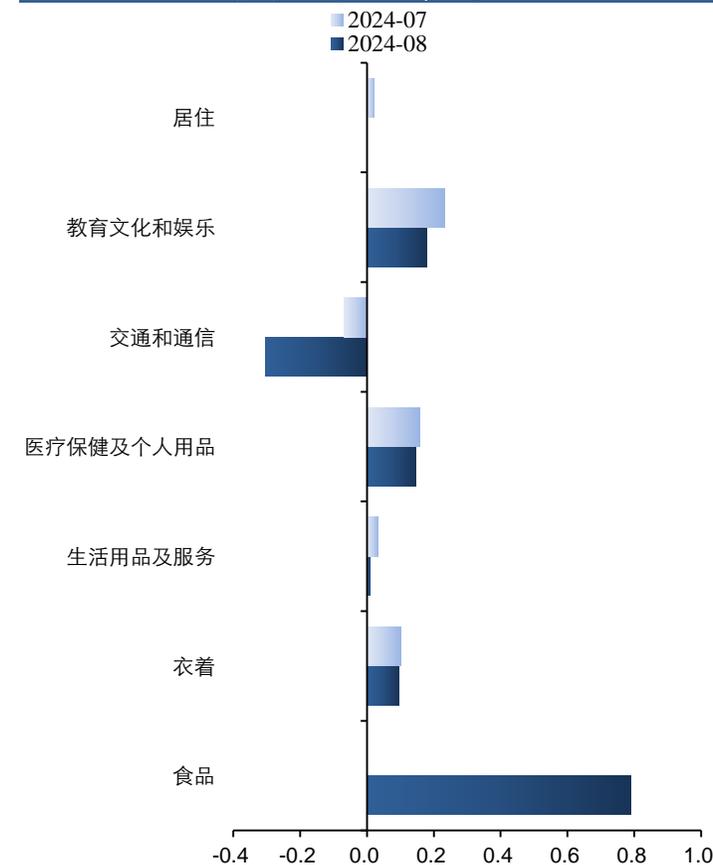
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

8月各分项价格环比及同比



数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

各分项对CPI同比拉动



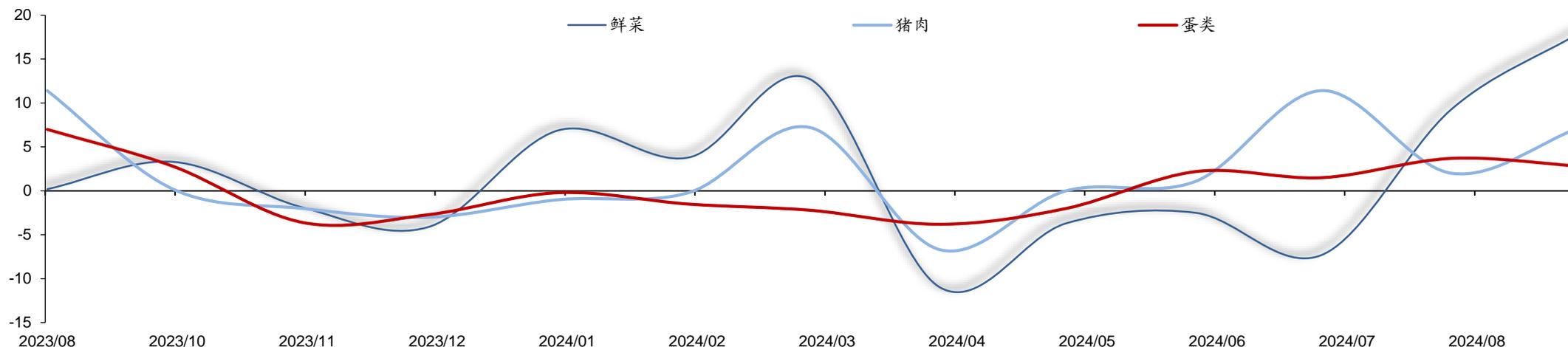
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

## 01 天气因素扰动，CPI环比季节性上涨

商品方面，

➤ 紧供给带动食品价格持续走高。8月食品价格环比继续上涨，且涨幅较上月扩大2.2个百分点至3.4%，同比则由上月持平转为上涨2.8%，主要驱动来自供给端的收缩。结构上来看，鲜菜价格上涨尤为明显，环比涨幅达到18.1%，此外鲜菌、鲜果和鸡蛋价格也都出现不同程度的环比上涨，分别上涨9.8%、3.8%和3.3%，上述四个品类合计影响CPI环比上涨近0.49个百分点。另外随着生猪产能去化影响显现，本月猪肉价格边际继续上行，环比上涨7.3%，拉动CPI环比上涨约0.1个百分点。

部分食品分项价格环比



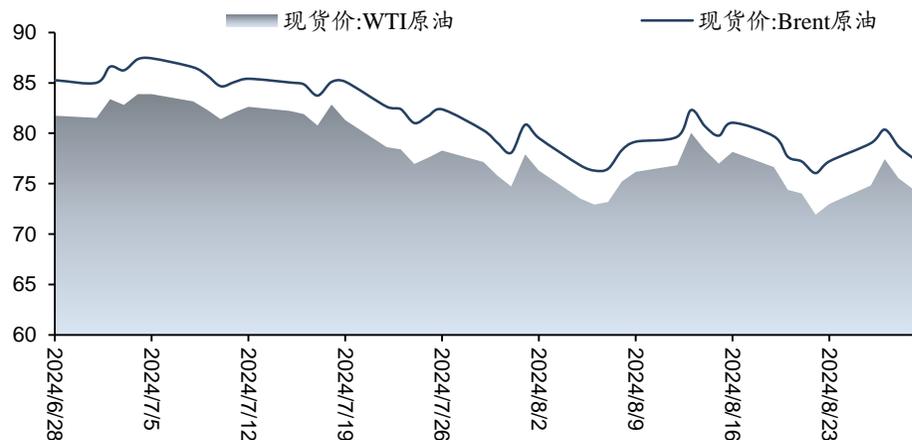
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

## 01 天气因素扰动，CPI环比季节性上涨

商品方面，

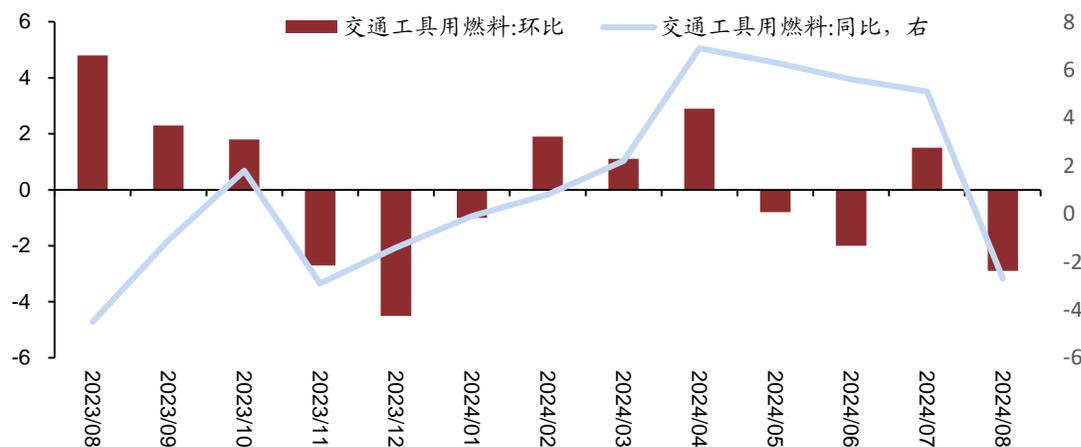
- **非食品价格边际走弱。**一方面，8月非食品价格环比由升转降，由上月上涨0.4%转为下降0.3%，影响CPI环比下降约0.24个百分点。另一方面同比涨幅回落，同比上涨0.2%，比上月回落0.5个百分点。其中工业消费品价格同比由涨转跌，家庭日用杂品、室内装饰品和中药材价格同比涨幅均出现不同程度的回落。
- **国际大宗商品输入性影响转向。**8月国际原油价格向下的波动带动国内汽油价格环比下降3.0个百分点，前值为上涨1.5个百分点。同比来看亦有走弱，本月汽油价格同比由上月上涨5.3%转为下降2.7%。

国际油价



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

交通燃料价格环比及同比



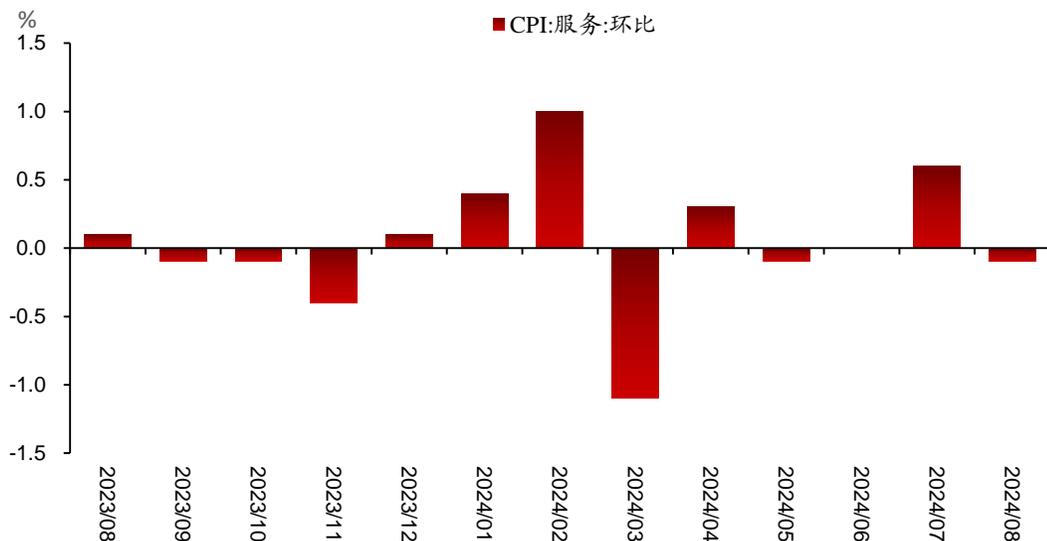
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

# 01 天气因素扰动，CPI环比季节性上涨

## 服务方面，

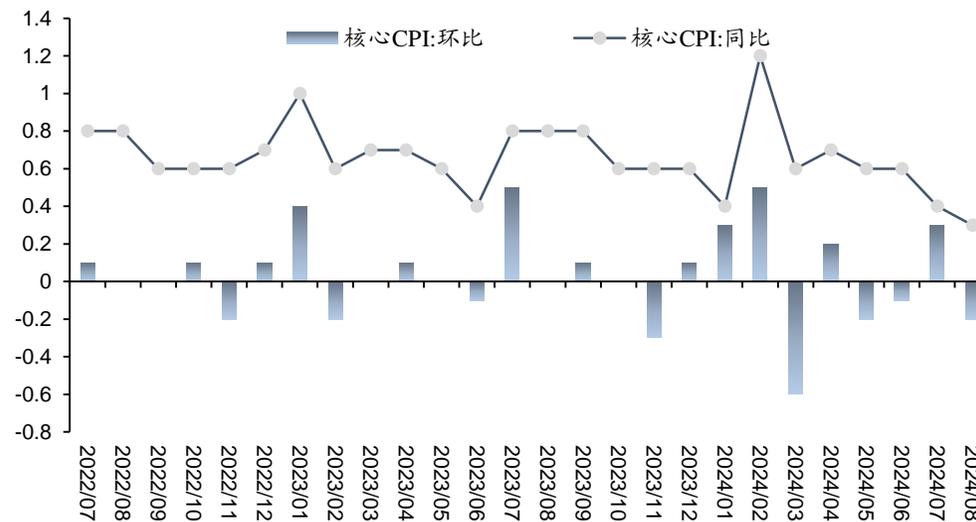
- 暑期出行热度下降，服务价格下行。本月服务价格环比下降0.1%，前值为上涨0.6%。具体分项来看，机票、旅游价格分别环比下降5.1%和0.7%，上述服务分项价格走低主要受季节性因素的影响，随着暑假接近尾声，此前受假期刺激而明显释放的出行消费有所降温，相关服务分项需求侧所受支撑减弱，价格因而向下调整。
- 核心CPI同比小幅回落。本月核心CPI边际呈走弱迹象，同比涨幅继续回落，较前值下降0.1个百分点至0.3%；环比则转为负增，环比下降0.2个百分点，前值为环比上涨0.3个百分点。考虑到核心CPI的统计剔除了波动较强的食品与能源分项，该指标与内需挂钩密切，本月偏弱的核心CPI与前文服务项价格的回落有关，也反映出目前国内需求偏弱，物价上涨缺乏坚实基础。

服务项价格环比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

核心CPI同比及环比



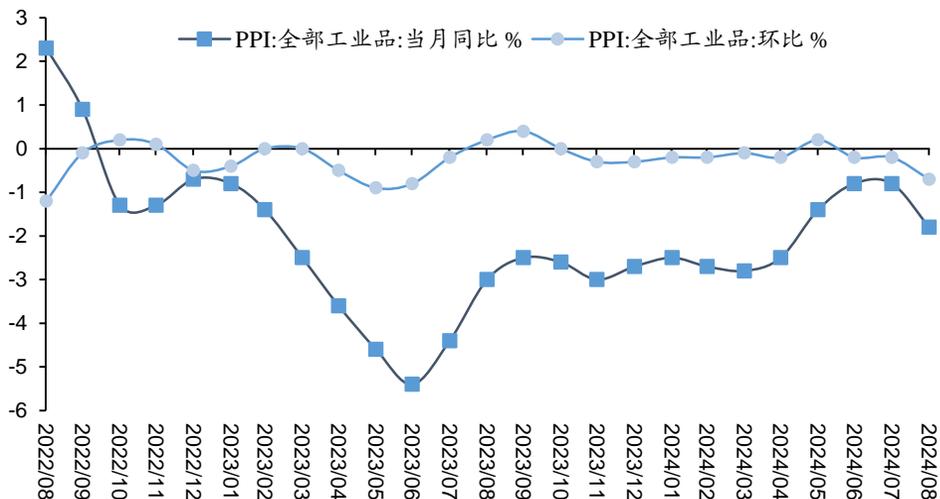
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

02

## 弱内需叠加国际大宗价格下行，PPI环比、同比双降

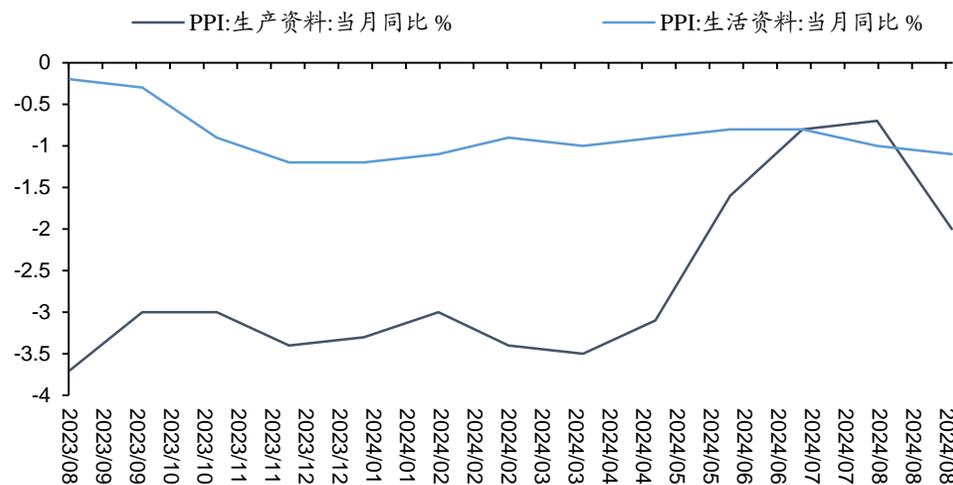
- 8月PPI同比下降1.8%，降幅较前值扩大1.0个百分点，表现低于市场预期。环比来看，本月PPI延续边际下行的走势并且降幅有所扩大，环比降幅录得0.7个百分点。
- 基数与当期因素均为拖累。据国家统计局的测算，本月-1.8%的PPI同比变动中，翘尾影响约为-0.1个百分点，上月为0.1个百分点；今年价格变动的新影响约为-1.7个百分点，上月为-0.9个百分点。PPI价格同比回落，基数走高与当期价格偏弱均存在下拉作用。
- 国际大宗商品价格下行与弱内需依旧是PPI边际走弱的驱动逻辑。与上月相比，本月PPI边际上的走弱仍可归因于内部与外部两方面的因素。内部来说，需求偏弱这一关键问题仍未得到有效缓解，对于生产也是持续形成压制，工业品价格缺乏上涨空间；外部而言，国际大宗商品价格下行传导至国内并在相关行业价格上有所体现。

PPI同比及环比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

生产资料及生活资料同比

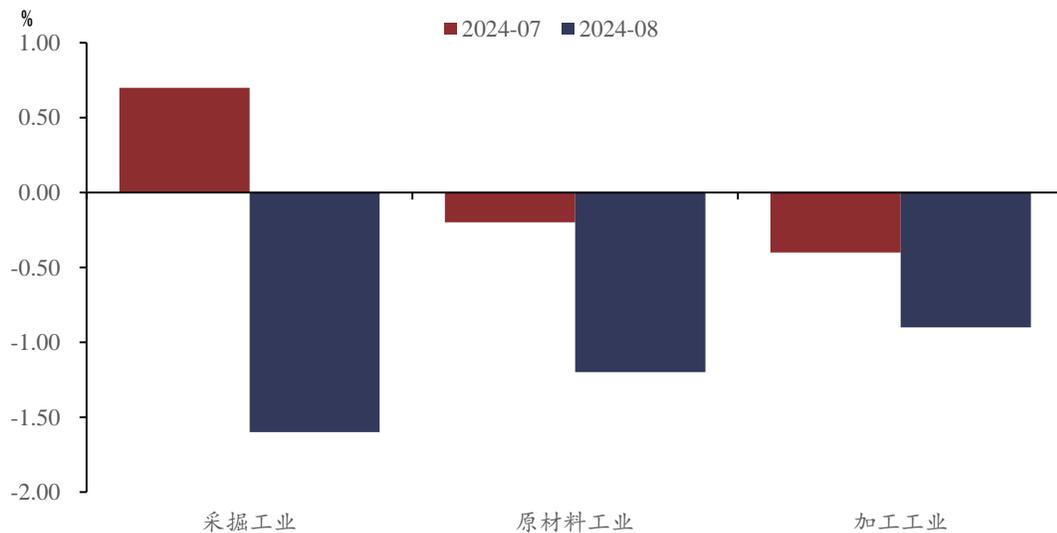


数据来源：Wind，太平洋证券研究院

## 02 弱内需叠加国际大宗价格下行，PPI环比、同比双降

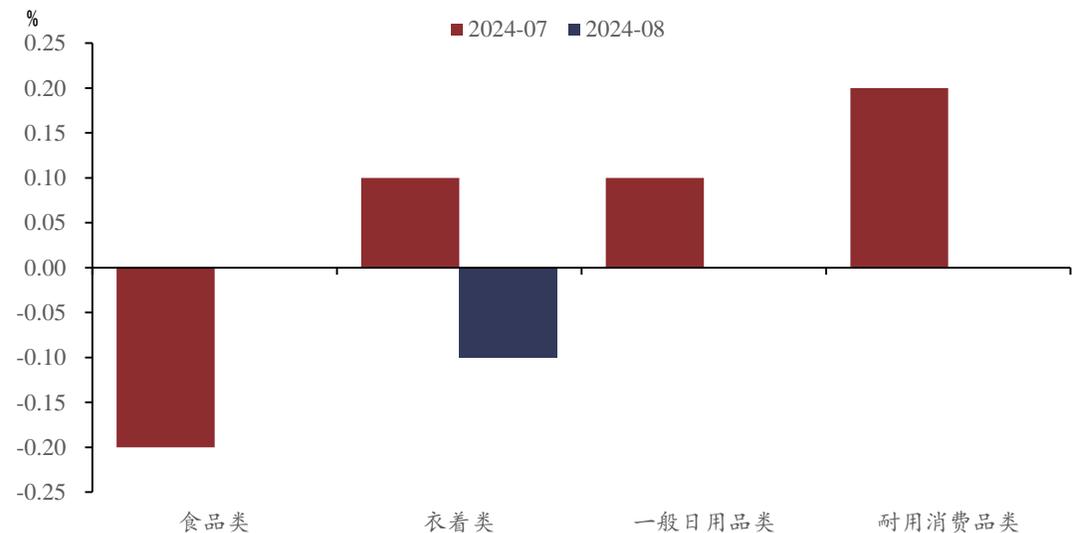
- 生产资料价格拖累加重。生产资料是本月PPI的主要拖累。本月PPI 0.7% 的环比降幅中，生产资料的影响约0.74个百分点；本月PPI同比下降1.8%，其中生产资料影响下降约1.46个百分点。上中下游生产环节来看，中上游工业生产者价格的边际调整更为明显，采掘工业、原材料工业及加工工业价格分别环比下降1.6%、1.2%、0.9%。

生产资料分项PPI环比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

生活资料分项PPI环比



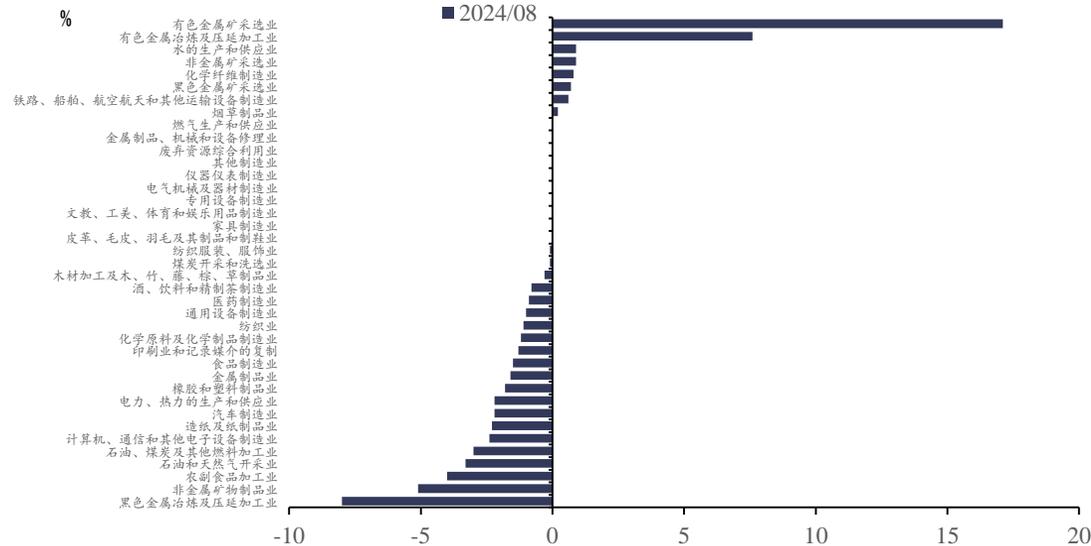
数据来源：Wind，太平洋证券研究院

## 02 弱内需叠加国际大宗价格下行，PPI环比、同比双降

细分工业品价格来看，

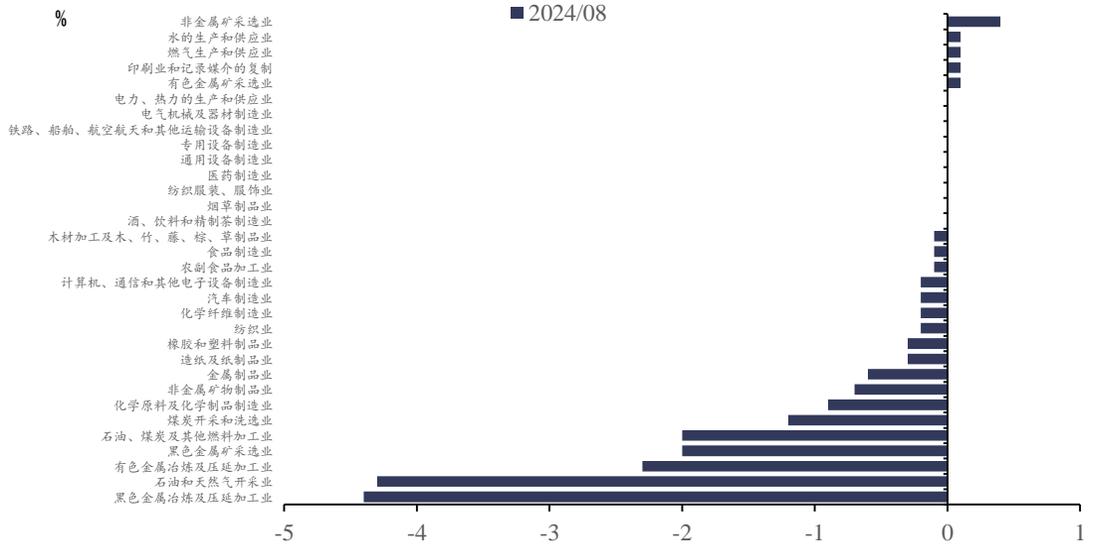
- **高耗能行业价格走弱相对明显。**环比角度看本月多数工业行业出厂价格环比均为负增，其中价格向下波动较为明显的集中于高耗能行业。黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降4.4%，石油和天然气开采业价格下降4.3%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降2.3%。一方面国内地产弱势运行叠加基建项目落地较慢导致水泥、煤炭及钢铁等内需定价工业品价格承压；另一方面全球经济下行风险增加，外需定价工业品价格亦面临向下调整的压力。
- **技术密集型行业价格具有韧性。**尽管本月整体PPI继续走弱，部分行业价格仍出现了逆势上涨，主要分布在技术密集型工业。据国家统计局，本月飞机制造、工业机器人制造及计算机整机制造价格分别上涨2.1%、0.8%、0.4%，相比而言，技术密集型工业价格韧性较强。

主要行业PPI同比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

主要行业PPI环比



数据来源：Wind，太平洋证券研究院

03

## 价格承压打开政策加码空间

- **8月份价格承压，释放出更强的弱需求信号。**本月无论是CPI还是PPI，同比表现均低于市场预期。尽管CPI延续了边际改善的走势，但价格的上行更多是极端天气因素的短期驱动，中长期来看可能并不具备持续性，更需关注的是本月数据中反映出的服务及非食品商品的价格压力，相比上月，这体现出更强的弱需求信号。
- **向后看，预计CPI将运行在低位，PPI或难摆脱负增区间。**CPI方面，目前主要支撑逻辑仍在于供给侧，未来走势的关键一是看紧供给的逻辑能否持续，二是看需求侧是否有积极因素出现。从以上两个角度来看，**后续CPI可能在温和偏低的区间运行。**一方面随着天气因素对食品供给侧的扰动减弱，CPI向下调整的压力加大。另外这一轮猪周期的演绎呈现出缓且长的特点，猪肉价格上行对整体CPI较难形成强势拉动。另一方面居民整体消费较为谨慎，需求端因素对价格的上拉作用有限。**PPI年内或将持续处于同比负增区间。**PPI走弱主要是需求端的驱动，既受海外衰退预期的下拉影响，也受国内偏弱内需的压制。这两方面的压力在年内可能难现明显缓和，对应PPI同比摆脱负增区间的难度较大。
- **政策存在加码空间。**持续偏弱的价格数据反映出目前国内经济回升基础有待巩固，也打开了政策加码的空间。8月地方专项债发行创下年内单月新高，需关注后续项目落地及增量政策的出台情况。

## 风险提示：

- 海外需求回落超预期。
- 国内需求修复不及预期。



### 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。