

核心通胀稳服务常态化，商品消费需待“化学反应”

事件点评

CPI、PPI 点评（2023.8）

投资要点

- ◆ **8月总体CPI偏低主因食品拖累，核心CPI企稳凸显服务消费复苏至常态化水平，大宗可选消费仍偏弱，期待房地产预期企稳和个税减税小幅加码在年底年初形成积极的“化学反应”。**8月总体CPI同比0.1%，低于我们预期0.2个百分点，主要源于蔬果供给充足、食品涨幅偏低。油价近期上涨对燃料类拉动幅度扩大，但在地产持续探底、居民财富效应预期偏弱的阶段，难以传导至大宗可选消费品，后者跌幅再度有所扩大。暑期出行等服务消费的趋于常态化令服务价格涨幅接近疫情前正常水平。7月底以来房地产政策集中进行结构性放松，认房不认贷、首套存量利率下调等措施有助于对房价收入比相对健康的地区改善刚性和改善性需求居民的购房能力，可能在年底前有助于地产需求侧企稳，加之近期小幅加码三项个税专项附加扣除幅度至最高每月多3000元税前收入，期待财富效应和收入端的两项政策助力年底年初大宗可选消费需求筑底，明年趋势有望有所改善。
- ◆ **食品价格环比涨幅较小，主因鲜菜鲜果供应充足，而畜肉类逐渐走出供大于求阶段。**8月食品CPI环比上涨0.5%，低于季节性约0.8个百分点，差距较7月有所收窄；同比维持于-1.7%低位。8月价格的主要拖累在于受天气影响较为明显的鲜菜、鲜果两项，环比涨幅分别为0.2%、-4.4%，分别较季节性均值低6.0、1.9个百分点，显示前期极端高温逐步消退后蔬果供应充足。而畜肉类环涨4.7%，基本走出了此前一年的供大于求阶段，较季节性涨幅高1.9个百分点，为10个月以来扣除季节性最大涨幅。
- ◆ **油价连续上涨带动燃料涨幅较大，大宗可选商品价格再度下探，暑期旅游出行相关服务价格连续第二个月走强。**8月非食品CPI同比上行0.5个百分点至0.5%；核心CPI同比持平于0.8%，为2月以来高位。沙特等国主动减产带来的全球原油价格连续上行向燃料的传导幅度加大，交通工具用燃料、水电燃料同比分别较7月上行8.7、0.4个百分点，为去年7月和3月以来的最大反弹。但受限于居民大宗可选消费需求仍不旺盛，大宗能源价格向下游消费品传导受阻，8月交通工具、通信工具、家用器具同比跌幅分别扩大至-4.5%、-3.0%、-1.8%。扣除涨幅持续温和的房租，其他服务价格测算当月同比涨幅为1.7%，较7月再度上行0.1个百分点，接近2020年以来高位，显示暑期旅游出行需求复苏较好，服务消费已趋常态化。
- ◆ **煤价跌幅收窄油价大幅上涨，PPI环比时隔8个月重回上涨，低基数下同比跌幅大幅收窄。**我国PPI同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”。8月PPI环比上涨0.2%，时隔8个月再度转涨，同比跌幅低基数下收窄达1.4个百分点至-3.0%。煤炭、原油国内外两大价格传导链条均分别呈现跌幅收窄、涨幅扩大的态势，煤炭开采洗选（环比-0.8%，下同）、黑色金属（0.1%）、跌幅分别收窄1.2、0.2个百分点，石油天然气开采（5.6%）涨幅进一步扩大达1.4个百分点。总体上至3季度国内国外能源供给基本达到峰值水平，后续预计两大链条环比趋于企稳、但基数也趋于平稳，PPI同比跌幅至12月有望小幅收窄至-2.4%左右，同比转正或发生在2024年中前后。
- ◆ **风险提示：**内需恢复不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.com

相关报告

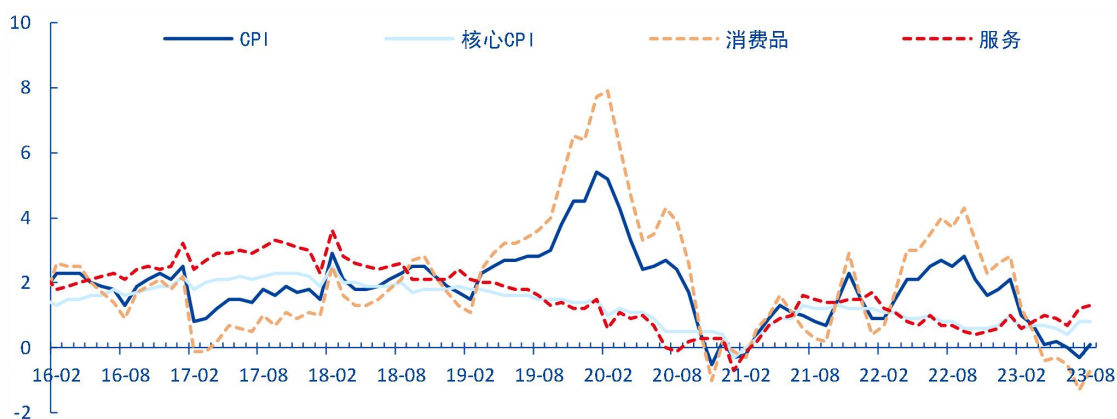
进出口数据点评（2023.8）-基数走低出口跌幅收窄，期待更多科技突破 2023.9.7
 专题报告·双循环周报（第24期）-本轮地产放松措施详解与影响展望 2023.9.3
 美联储货币政策与利率（中）：
 1985-1997-RENAISSANCE 2023.9.1
 PMI点评（2023.8）-内需边际企稳，PMI年内或围绕50窄幅波动 2023.8.31
 工业企业利润点评（2023.7）-利润跌幅缓慢收窄，去库存周期正式启动 2023.8.28



一、8月总体CPI偏低主因食品拖累，核心CPI企稳凸显服务消费复苏至常态化水平，大宗可选消费仍偏弱，期待房地产预期企稳和个税减税小幅加码在年底年初形成积极的“化学反应”。

8月总体CPI同比0.1%，低于我们预期0.2个百分点，主要源于蔬果供给充足、食品涨幅偏低。油价近期上涨对燃料类拉动幅度扩大，但在地产持续探底、居民财富效应预期偏弱的阶段，难以传导至大宗可选消费品，后者跌幅再度有所扩大。暑期出行等服务消费的趋于常态化令服务价格涨幅接近疫情前正常水平。7月底以来房地产政策集中进行结构性放松，认房不认贷、首套存量利率下调等措施有助于对房价收入比相对健康的地区改善刚性和改善性需求居民的购房能力，可能在年底前有助于地产需求侧企稳，加之近期小幅加码三项个税专项附加扣除幅度至最高每月多3000元税前收入，期待财富效应和收入端的两项政策助力年底年初大宗可选消费需求筑底，明年趋势有望有所改善。

图1: CPI、核心CPI、消费品与服务CPI同比(%)

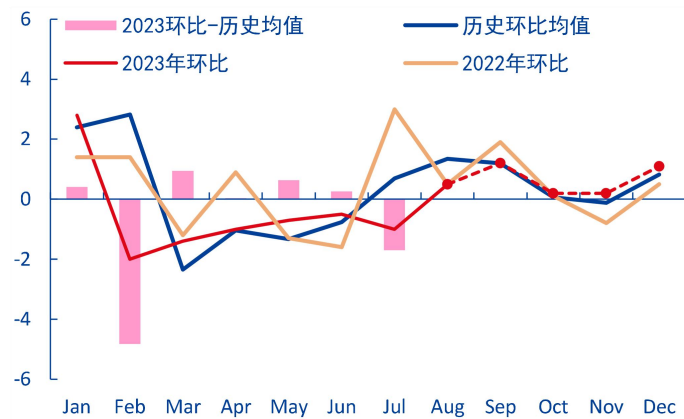


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

二、食品价格环比涨幅较小，主因鲜菜鲜果供应充足，而畜肉类逐渐走出供大于求阶段。

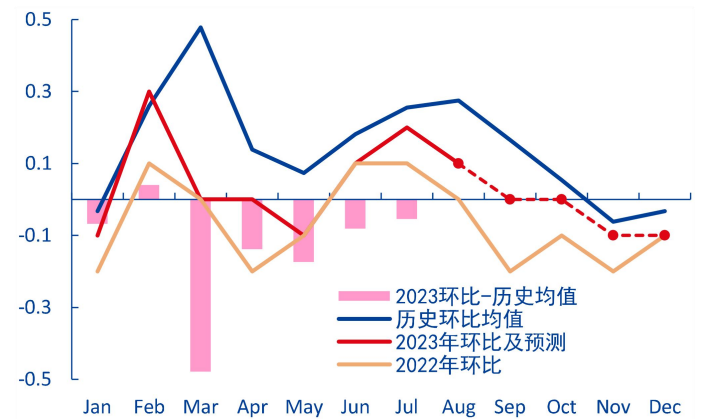
8月食品CPI环比上涨0.5%，涨幅低于季节性约0.8个百分点，差距较7月有所收窄；同比维持于-1.7%低位。作为必需品主要类别的食品，今年以来保持了需求侧的稳定增长态势。8月价格的主要拖累在于受天气影响较为明显的鲜菜、鲜果两项，环比涨幅分别为0.2%、-4.4%，分别较季节性均值低6.0、1.9个百分点，显示前期极端高温逐步消退后蔬果供应充足。而畜肉类环涨4.7%，基本走出了此前一年的供大于求阶段，较季节性涨幅高1.9个百分点，为10个月以来扣除季节性最大涨幅。

图 2：食品 CPI 月度环比与季节性对比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：房租 CPI 月度环比与季节性对比（%）

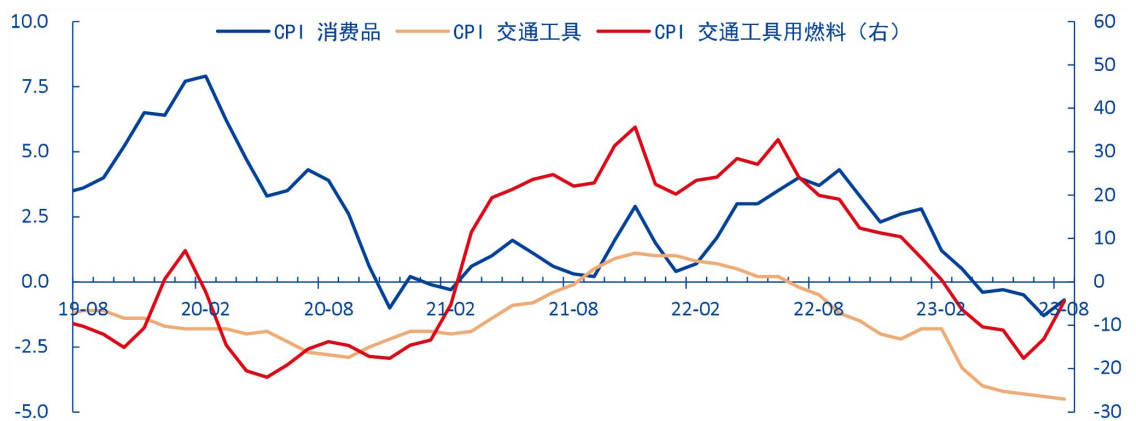


资料来源：CEIC，华金证券研究所

三、油价连续上涨带动燃料涨幅较大，大宗可选商品价格再度下探，暑期旅游出行相关服务价格连续第二个月走强。

8 月非食品 CPI 同比上行 0.5 个百分点至 0.5%；核心 CPI 同比持平于 0.8%，为 2 月以来高位。沙特等国主动减产带来的全球原油价格连续上行向燃料的传导幅度加大，交通工具用燃料、水电燃料同比增速分别较 7 月上行 8.7、0.4 个百分点，分别为去年 7 月和 3 月以来的最大反弹。但受限于居民大宗可选消费需求仍不旺盛，大宗能源价格向下游消费品传导受阻，8 月交通工具、通信工具、家用器具同比跌幅分别扩大至 -4.5%、-3.0%、-1.8%。扣除涨幅持续温和的房租，其他服务价格测算当月同比涨幅为 1.7%，较 7 月再度上行 0.1 个百分点，接近 2020 年以来高位，显示暑期旅游出行需求复苏较好，服务消费已趋常态化。

图 4：CPI 消费品、交通工具、交通工具用燃料同比（%）



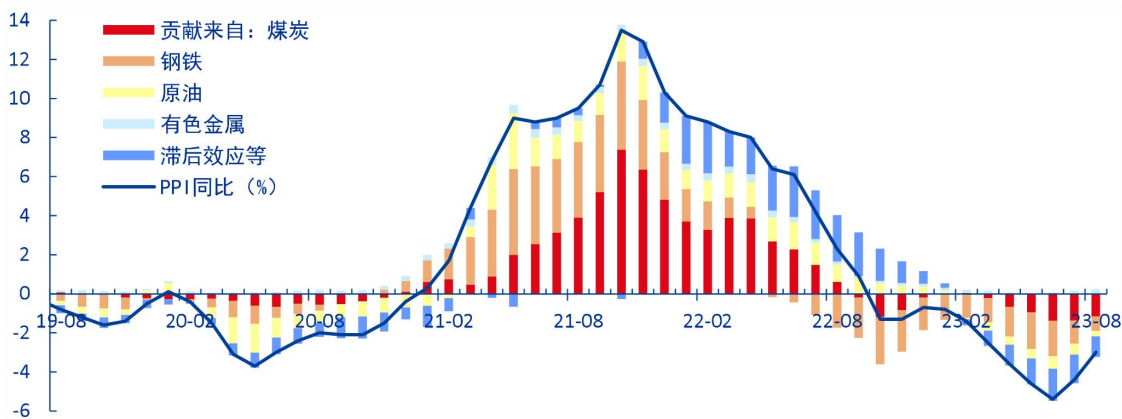
资料来源：CEIC，华金证券研究所

四、煤价跌幅收窄油价大幅上涨，PPI 环比时隔 8 个月重回上涨，低基数下同比跌幅大幅收窄。

我国 PPI 同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，其中后者基本可形成国内供需闭环，对 PPI 影响程度更深，也构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。8 月 PPI 环比上涨 0.2%，时隔 8 个月再度转涨，同比跌幅低基数下收窄达 1.4 个百分点至 -3.0%。煤炭、原油国内外两大价格传导链条均分别呈现跌幅收窄、涨幅扩大的态势，煤炭开采洗选（环

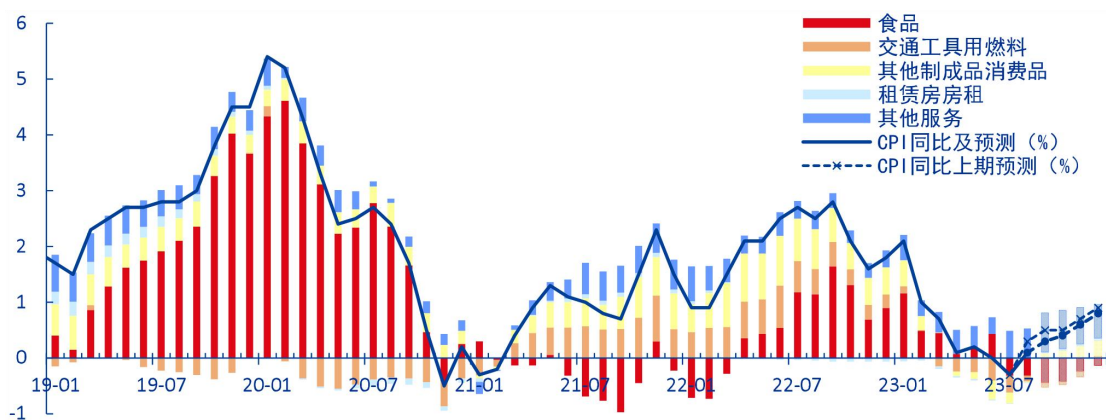
比-0.8%，下同)、黑色金属(0.1%)、跌幅分别收窄 1.2、0.2 个百分点，石油天然气开采(5.6%)涨幅进一步扩大达 1.4 个百分点。总体上至 3 季度国内国外能源供给基本达到峰值水平，后续预计两大链条环比趋于企稳、但基数也趋于平稳，PPI 同比跌幅至 12 月有望小幅收窄至-2.4%左右，同比转正或发生在 2024 年中前后。

图 5: PPI 同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 6: CPI 同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

风险提示: 内需恢复不及预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn