

### 核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执证编号：S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话：86-10-56511920

崔紫涵  
研究助理  
cuizihhan@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152670

#### 相关研究

- 宏观经济周报：短期继续乐观
- 宏观经济周报：政策超预期，短期可以乐观一些
- 二季度货币政策报告点评：稳地产，稳汇率

事件：9月9日，国家统计局公布8月份物价数据，数据显示：8月CPI同比录得0.1%，预期值0.2%，前值-0.3%，环比录得0.3%，前值0.2%。8月PPI同比录得-3.0%，预期值-2.9%，前值-4.4%，环比0.2%，前值-0.2%。

- 8月CPI同比录得0.1%，边际有所改善，环比0.3%，基本回归季节性均值，主要系猪肉、燃油和服务拉动。食品分项中，猪肉和蛋类是主要拉动项。蛋类价格环比高增，但基本符合季节性。受部分地区极端天气影响调运、养殖户压栏惜售及中央储备猪肉收储支撑市场信心等影响，猪价环比高增，录得11.40%，明显高于历史同期的5.96%。考虑到能繁母猪存栏同比短期内基本维持震荡，后续猪价跌幅可能相对有限。
- 非食品分项中，8月油价上涨带动燃料CPI同比明显提升，环比超季节性高增，其中交通工具用燃料环比录得4.8%，明显高于历史同期均值的-0.88%。受到沙特和俄罗斯减产影响，自6月底以来，本轮国际原油价格涨幅已经接近30%，油价已经接近90美元/桶，或许将对需求面产生一定压制，同时供给方面随着四季度的减产利好逐步被消化，美国、伊朗和其他国家的增产也有望进一步加速，预计油价将逐步进入高位震荡期。
- 核心CPI环比零增长，仍明显低于季节性。但从环比均值来看，2023年1-8月核心CPI环比已超过2022年同期水平，仍处于弱修复过程中。从分项来看，旅游依旧是主要拉动项。另外，剔除服务项的核心商品价格未能延续7月的反弹，同比再度走弱，通信工具、家电、交通工具等耐用消费品仍是主要拖累项。考虑到二季度居民未来收入信心指数再度回落，居民消费的内生动力可能仍相对有限。
- PPI同比连续两月回升，底部或已确认。8月PPI同比录得-3%，降幅较前值大幅缩窄1.4个百分点，主要由原油价格拉动，整体上游价格回暖程度高于下游。8月PPI环比录得0.2%，首度转正，较上月提升0.4个百分点。具体行业上看，上游受原油影响较大的石油天然气开采、燃料加工价格环比涨幅居前。黑色产业链有所分化，上游黑色采选环比居前，但在地产的拖累下，螺纹钢价格低迷，黑金冶炼价格环比较弱。另外，计算机电子、纺服等耐用品价格环比较上月降幅居前，与CPI可以相互印证。
- 往后看，目前来看CPI、PPI底部大概率均已确认，猪价短期可能将低位企稳，油价或许高位震荡，对通胀有一定支撑，但影响会逐渐减弱。核心CPI在2022年下半年低基数影响下，下半年同比数据可能有所改善，但环比修复整体依旧偏弱，需要进一步观察居民对未来收入和就业的预期情况。

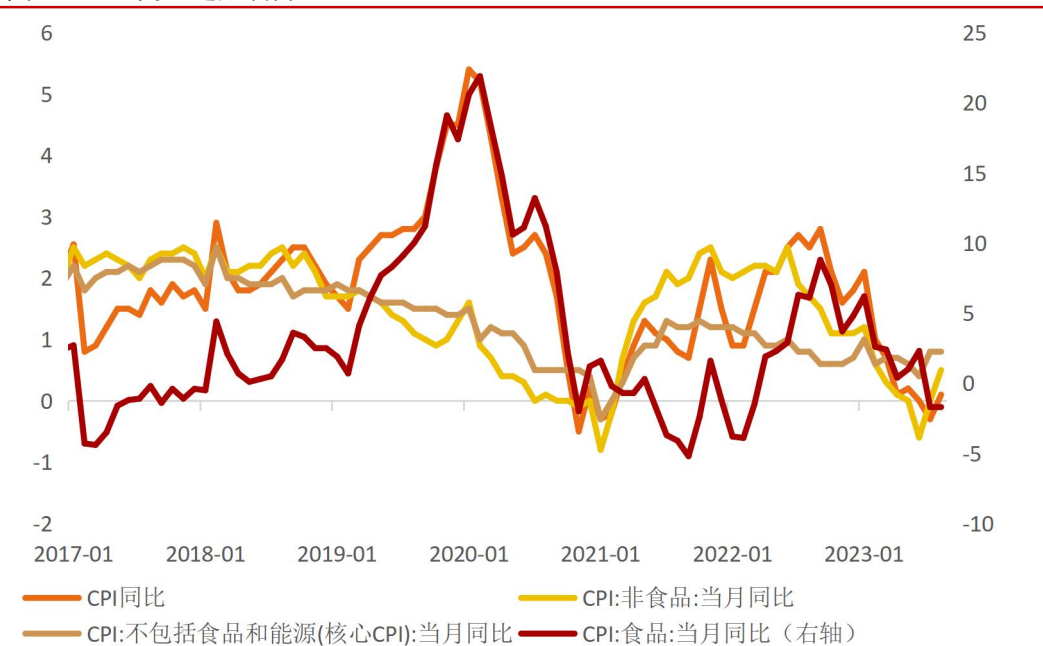
风险提示：1) 地缘政治风险超预期；2) 稳增长政策不及预期

## 1 CPI 边际改善，核心通胀依旧不振

8月CPI边际有所改善，同比录得0.1%，预期值0.2%，前值-0.3%，环比0.3%，前值0.2%，基本回归季节性均值，主要系猪肉、燃油和服务拉动。核心CPI同比录得0.8%，持平于前值，整体仍然不振。

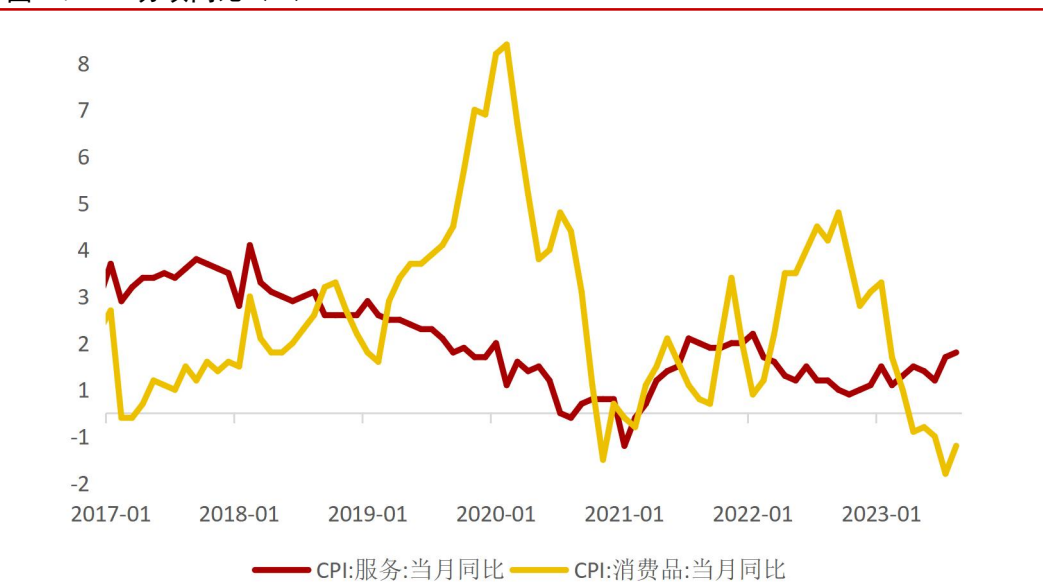
分项上看食品价格持平于前值，同比录得-1.7%，非食品CPI同比录得0.5%，较上月大幅提升0.5个百分点，其中服务和消费品同比均有所改善，分别录得1.3%和-0.7%，分别较上月提升0.1和0.6个百分点。

图 1：CPI 同比边际改善（%）



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：CPI 分项同比（%）

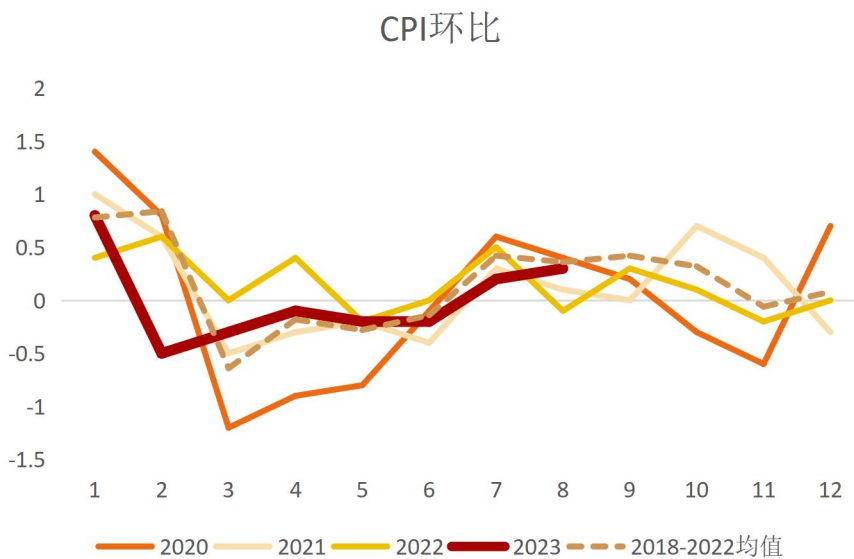


资料来源: Wind, 首创证券

从环比看, 8月CPI环比0.3%, 高于前值的0.2%, 基本符合季节性。食品分项中, 猪肉和蛋类是主要拉动项。蛋类价格环比高增, 但基本符合季节性, 主要原因系夏季蛋鸡产蛋率下降, 加之临近开学及中秋消费需求有所增加。

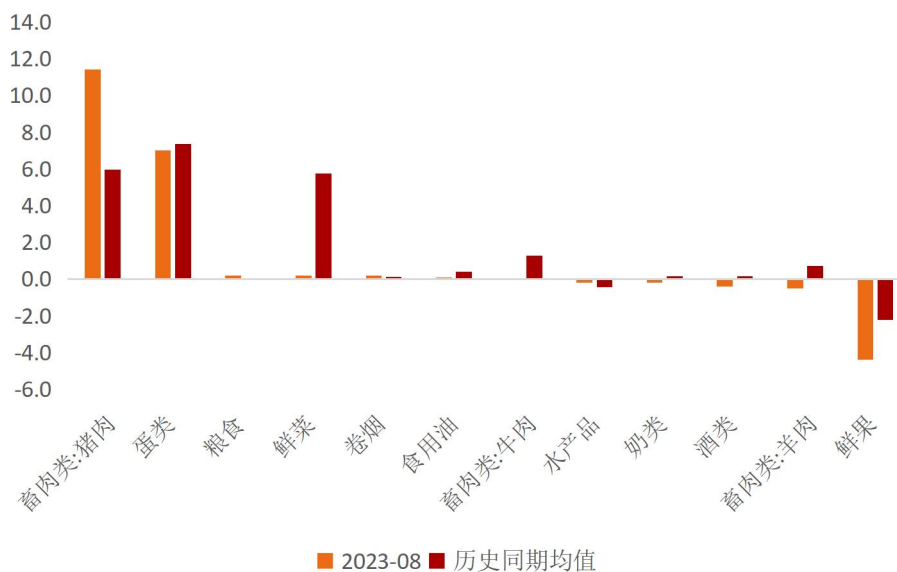
受部分地区极端天气影响调运、养殖户压栏惜售及中央储备猪肉收储支撑市场信心等因素影响, 猪价环比高增, 录得11.40%, 明显高于历史同期的5.96%。考虑到能繁母猪存栏同比短期内基本维持震荡, 后续猪价跌幅可能相对有限。

图 3: CPI 环比基本符合季节性 (%)



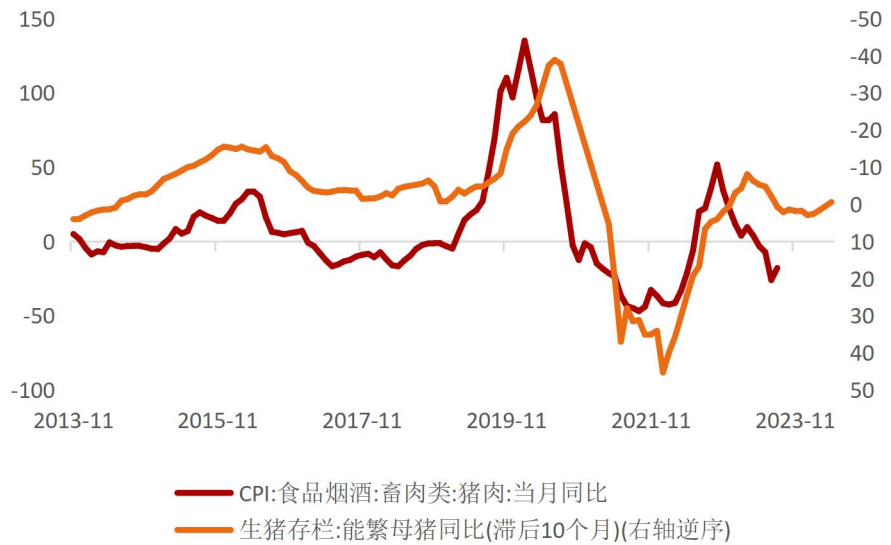
资料来源: Wind, 首创证券

图 4: 猪价环比高增 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

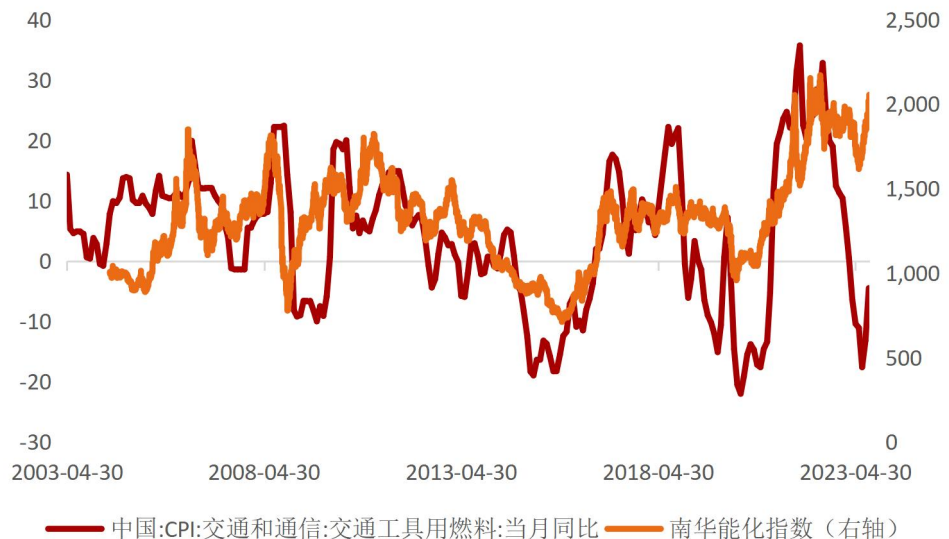
图 5：猪价后续跌幅可能有限（%）



资料来源：Wind, 首创证券

非食品分项中，8月油价上涨带动燃料CPI同比明显提升，环比超季节性高增，其中交通工具用燃料环比录得4.8%，明显高于历史同期均值的-0.88%。受到沙特和俄罗斯减产影响，自6月底以来，本轮国际原油价格涨幅已经接近30%，油价已经接近90美元/桶，或许将对需求面产生一定压制，同时供给方面随着四季度的减产利好逐步被消化，美国、伊朗和其他国家的增产也有望进一步加速，预计油价将逐步进入高位震荡期。

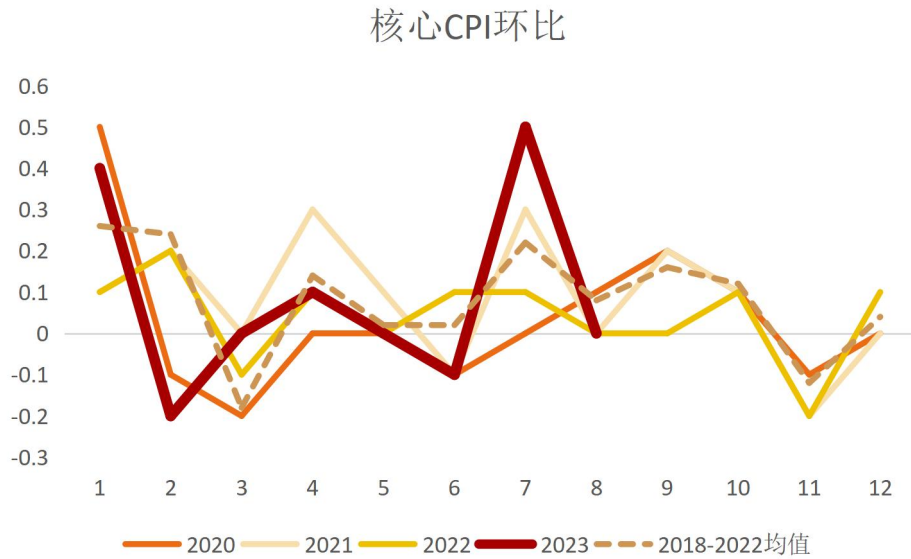
图 6：交通工具用燃料 CPI 同比明显提升（%）



资料来源：Wind, 首创证券

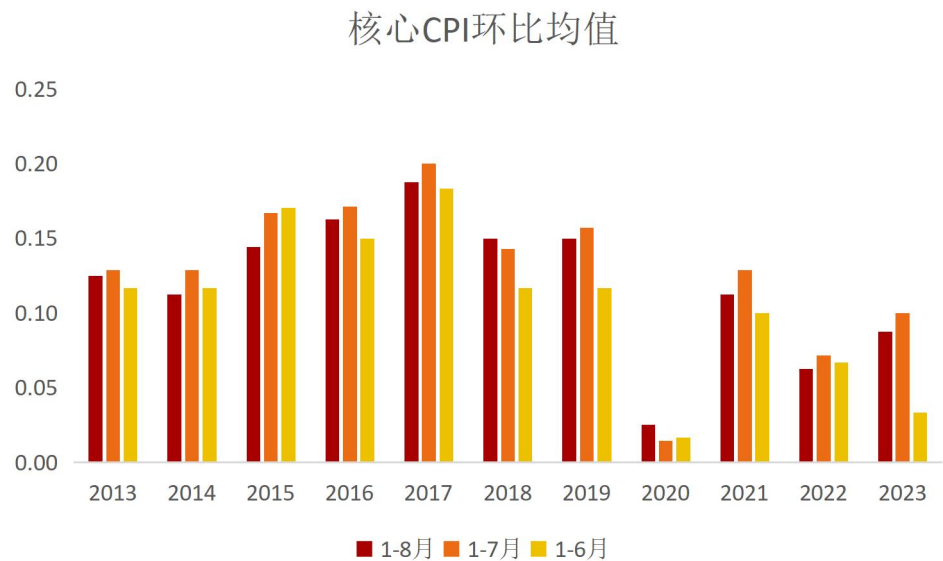
核心CPI环比零增长，仍明显低于季节性。但从环比均值来看，2023年1-8月核心CPI环比已超过2022年同期水平，仍处于弱修复过程中。

图 7：核心 CPI 环比延续下行，低于季节性（%）



资料来源：Wind, 首创证券

图 8：2023 年 1-8 月核心 CPI 环比已超过 2022 年同期水平（%）

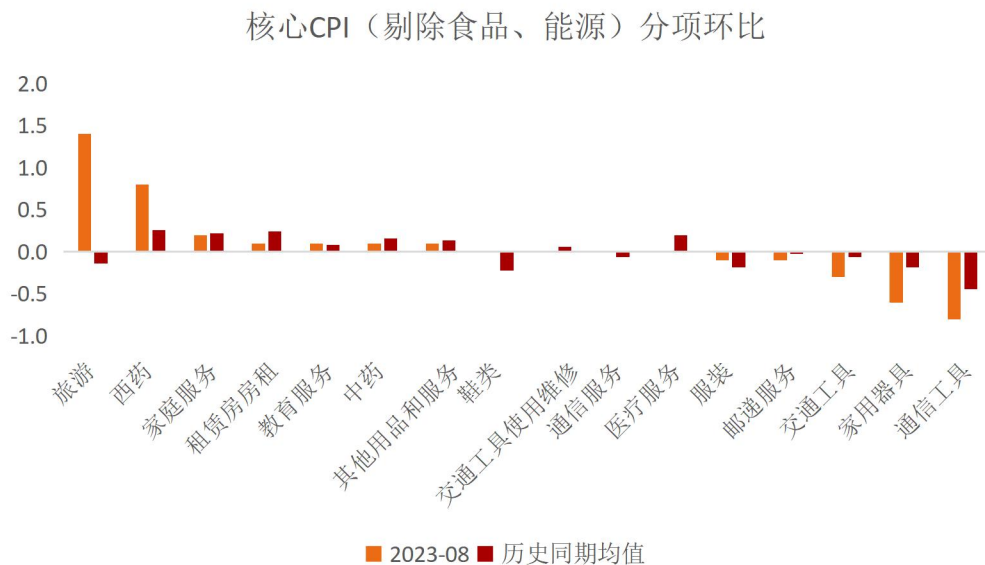


资料来源：Wind, 首创证券

从核心 CPI 分项来看，旅游依旧为主要拉动项，受暑期出行影响，宾馆住宿和旅游价格环比分别上涨 1.8%和 1.4%。另外，剔除服务项的核心商品价格未能延续 7 月的反弹，同比再度走弱，通信工具、家电、交通工具等耐用消费品仍是主要拖累项，环比超季节性走弱，分别录得-0.8%、-0.6%和-0.3%，可能是由于居民对未来收入和就业的信心不足。

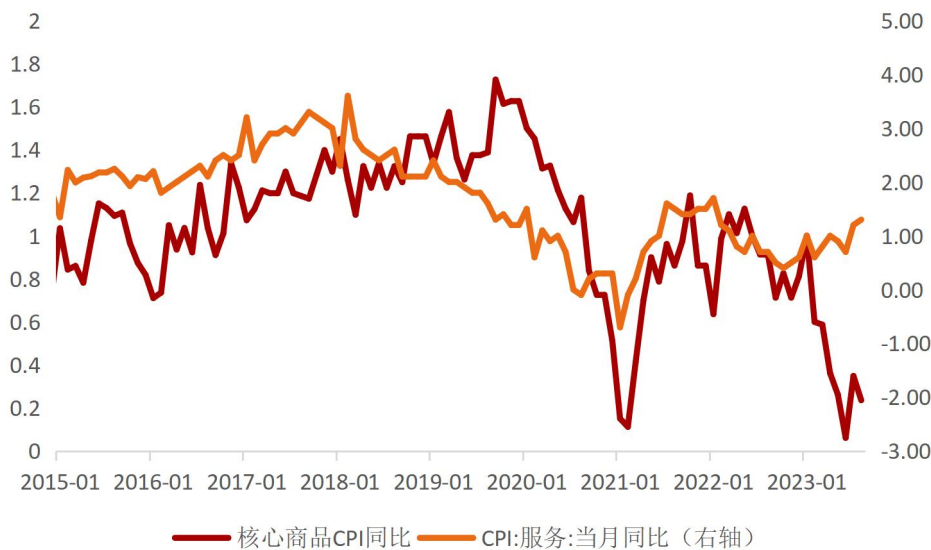


图 9：核心 CPI 分项价格（环比，%）



资料来源：Wind, 首创证券

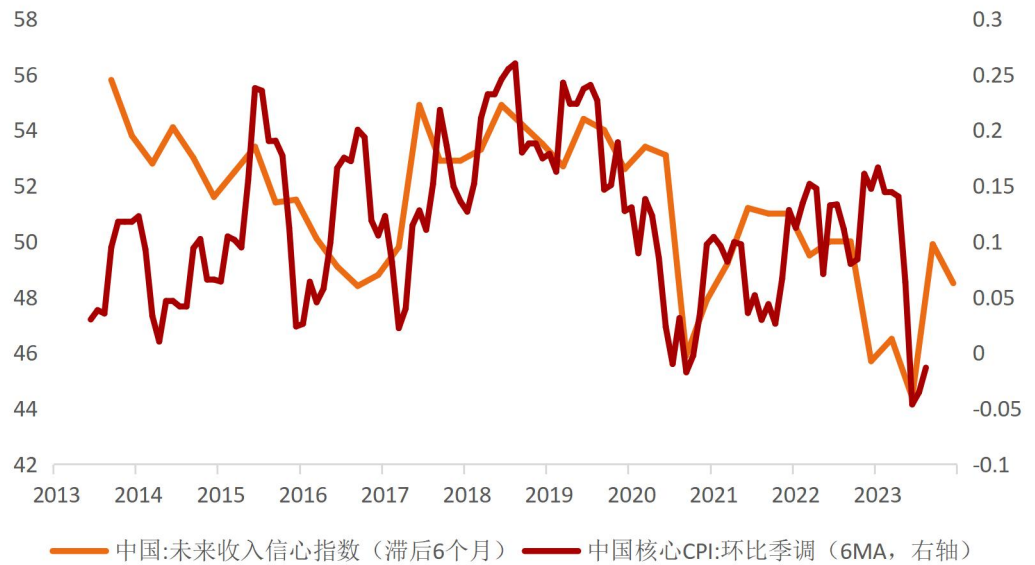
图 10：核心商品 CPI 同比再度走弱（%）



资料来源：Wind, 首创证券

我们发现，央行调查的居民未来收入信心指数对核心 CPI 环比具有约 6 个月的领先性，尽管核心 CPI 季调后有一定反弹，但整体力度较弱，考虑到二季度居民未来收入信心指数再度回落，居民消费的内生动力可能仍相对有限。

图 11: 二季度未来收入信心指数回落 (右轴单位%)



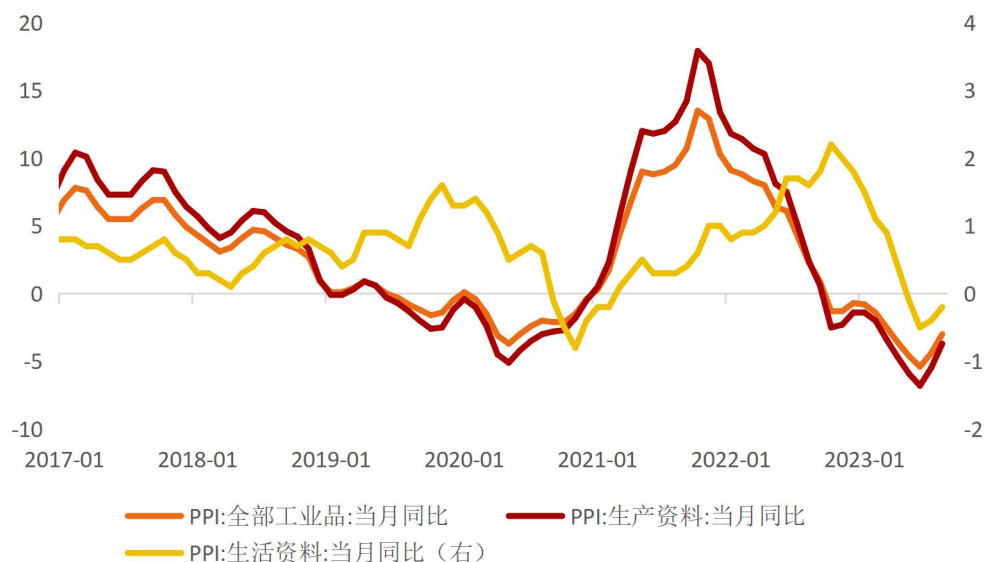
资料来源: Wind, 首创证券

## 2 PPI 增速延续回升, 底部或已确认

PPI 同比连续两月回升, 底部或已确认。8 月 PPI 同比录得-3%, 降幅较前值大幅缩窄 1.4 个百分点, 主要由原油价格拉动。

分项上看, 上下游价格差有一定缩窄, 8 月生产资料和生活资料价格同比均延续上行, 同比分别录得-3.7% (前值-5.5%) 和-0.2% (前值-0.4%), 上游行业价格增速回升幅度更大。

图 12: PPI 同比延续回升, 上下游价格差缩窄 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

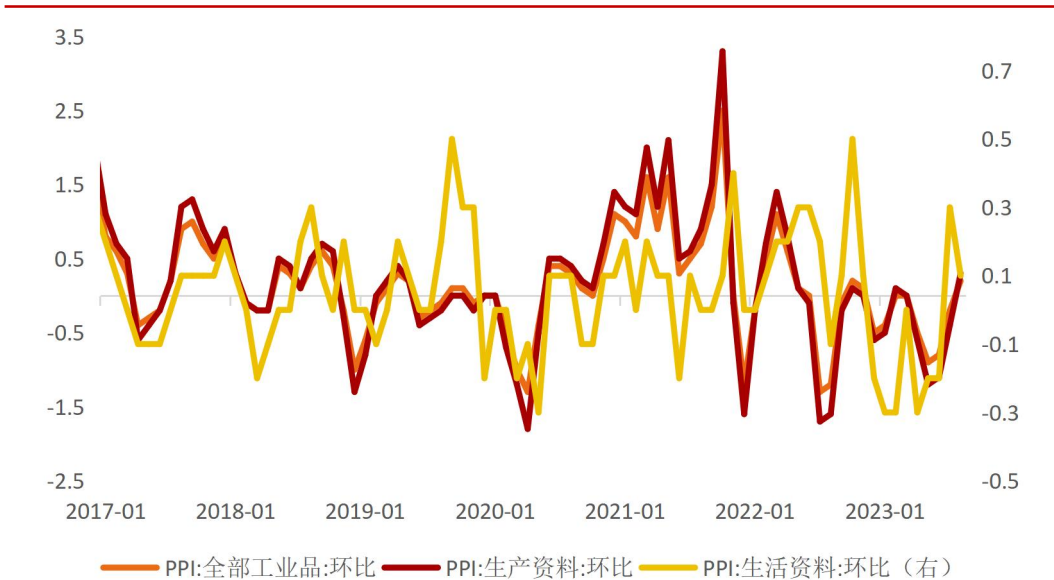
图 13: PPI 底部或已确认 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

8月PPI环比录得0.2%，首度转正，较上月提升0.4个百分点。具体行业上看，上游受原油影响较大的石油天然气开采、燃料加工价格环比涨幅居前。黑色产业链有所分化，上游黑色采选环比居前，但在地产的拖累下，螺纹钢价格低迷，黑金冶炼价格环比较弱。另外，计算机电子、纺服等耐用品价格环比较上月降幅居前，与CPI可以相互印证。

图 14: PPI 环比转正 (%)



资料来源: Wind, 首创证券

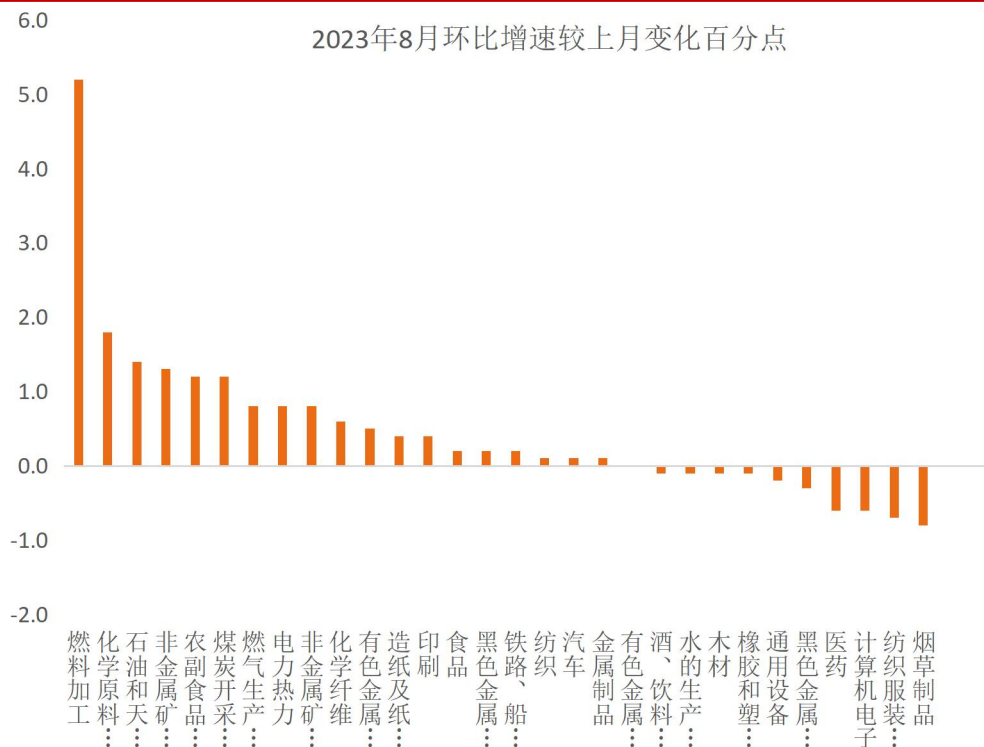


图 15: 石油天然气开采、燃料加工价格环比涨幅居前 (环比, %)



资料来源: Wind, 首创证券

图 16: PPI 分项环比增速较上月变化百分点（环比变化，%）



资料来源: Wind, 首创证券

### 3 后市展望

往后看，目前来看 CPI、PPI 底部大概率均已确认，猪价短期可能将低位企稳，油价或许高位震荡，对通胀有一定支撑，但影响会逐渐减弱。核心 CPI 在 2022 年下半年低基数影响下，下半年同比数据可能有所改善，但环比修复整体依旧偏弱，需要进一步观察居民对未来收入和就业的预期情况。

### 4 风险提示

- 1) 地缘政治风险超预期；
- 2) 稳增长政策不及预期

## 分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022年7月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现