

### 核心观点

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

杨亚仙  
研究助理  
yangyaxian@sczq.com.cn  
电话: 86-10-56511883

#### 相关研究

- 8月贸易数据点评：出口有韧性，但下行趋势或不变
- 结构性行情还能继续吗？
- 8月PMI数据点评：疫情影响凸显

事件：9月9日，国家统计局公布8月份物价数据，数据显示：中国8月CPI同比0.8%，市场预期1.0%，前值1.0%；环比0.1%，前值0.3%。8月PPI同比9.5%，市场预期9.1%，前值9.0%；环比0.7%，前值0.5%。

#### 点评：

- 8月CPI同比录得0.8%，低于预期值及前值；CPI环比0.1%，低于历史同期水平。其中，食品项同比回落0.4个百分点，是CPI回落的主要拖累项。8月猪价环比-1.4%，跌幅收窄0.5个百分点。尽管猪肉价格仍处下行区间，但滞后10个月的能繁母猪同比已现拐点，猪价下行速度也已趋缓，随着双节临近，猪价或可迎来季节性反弹。
- 8月，核心CPI同比回落0.1个百分点，环比低于季节性。纵向看，8月份本土疫情的扩散抑制国内需求，但本轮疫情影响的广度和深度都较1月份更大，而核心CPI同比的回落幅度仅为0.1%，小于1月份的回落0.7%，从这个角度看，CPI的回落幅度并不大。横向看，国内核心CPI修复速度仍显缓慢，韩国、中国台湾等地区最早恢复，且当前已转入过热状态，欧美多国也于数月前恢复至疫情前，而国内核心CPI同比仍未完全恢复至疫情前，且前8个月核心CPI环比之和仍处于历史同期低位。国内核心CPI恢复较慢仍是当前最值得关注的问题。
- 8月PPI同比9.5%，高于预期9.1%，为2008年9月以来最高值。其中，黑色产业链上行速度最快，7月以来，炼焦煤国内产能以及进口量双重受限，供给紧张情况尚未缓解，煤价高企，煤炭开采及洗选业环比涨幅保持最大。今年以来PPI持续保持高增，A股周期板块盈利增速也十分亮眼，支撑周期板块股价居高不下。后续随着全球工业需求见顶回落，大宗商品价格上行速度必然变缓。目前PPI处于绝对高位，未来上行动力有限，上行持续性有待观察。
- 数据公布当天，周期板块延续强势，多数商品上涨，债市基本收平。以半年维度来看，国内经济有望维持低位平稳，股债大体维持震荡格局。然而，全球经济特别是工业经济走弱值得关注，监管政策有一定的不确定性，全球疫情仍存变数。建议多看少做，紧密跟踪，灵活应对。

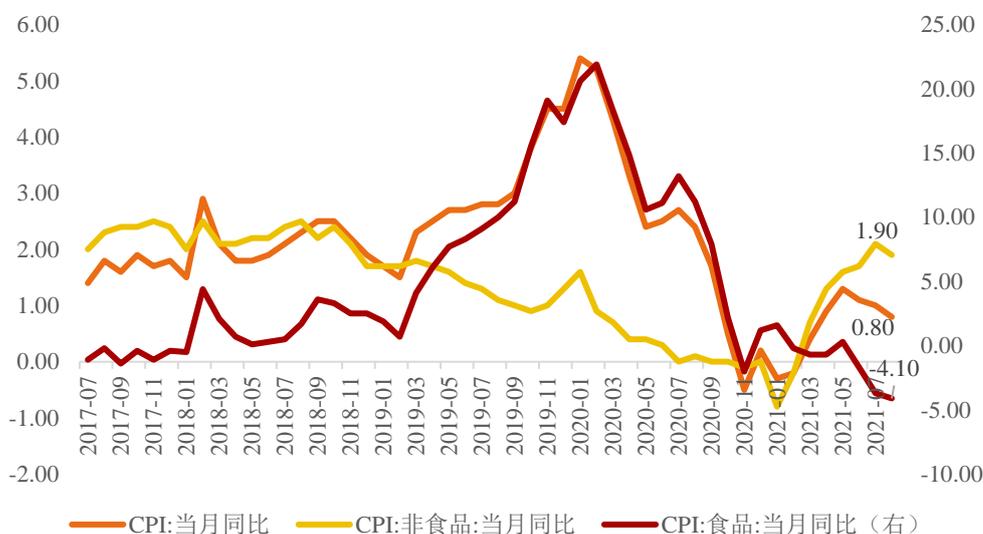
风险提示：海外经济修复不及预期，全球通胀上行速度过快

## 1 核心 CPI 修复缓慢

8 月 CPI 同比录得 0.8%，低于预期值及前值 1.0%；CPI 环比 0.1%，低于历史同期水平 0.4%。

其中，食品项同比回落 0.4 个百分点至 -4.1%，环比 0.8%，低于历史同期均值 1.4%，是 CPI 回落的主要拖累项。8 月猪价同比继续回落，环比录得 -1.4%，跌幅较上月收窄 0.5 个百分点，能繁母猪同比领先于猪肉价格 10 个月，可以看到，尽管猪肉价格仍处于下行区间，但滞后 10 个月的能繁母猪同比（逆序）已现拐点，猪价下行速度也已趋缓，猪价有逐渐企稳回升的迹象，随着双节临近，猪价或可迎来季节性反弹。

图 1: CPI 同比小幅回落



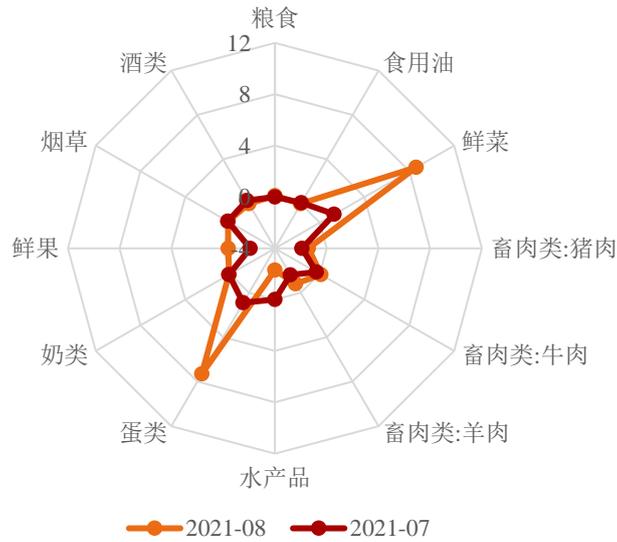
资料来源: Wind, 首创证券

图 2: 猪价下行速度变缓



资料来源: Wind, 首创证券

图 3: 猪肉、水产品是主要拖累项 (环比, %)

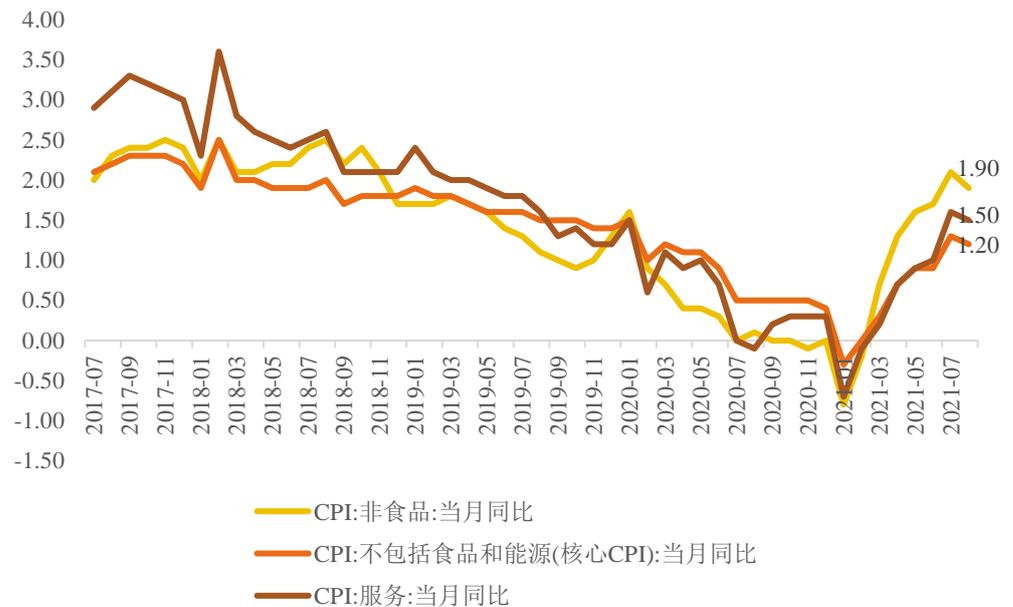


资料来源: Wind, 首创证券

8月, 核心CPI同比回落0.1个百分点至1.2%, 环比0%, 低于季节性, 历史同期平均为0.1%。

纵向来看, 8月份本土疫情的扩散抑制国内需求, 但相比于1月份疫情, 本轮疫情影响的广度和深度都较1月份更大, 但核心CPI同比的回落幅度仅为0.1%, 小于2021年1月份的回落0.7个百分点, 从这个角度看, CPI的回落幅度并不大。

图 4: 核心CPI修复缓慢



资料来源: Wind, 首创证券

图 5：核心 CPI 环比低于季节性



资料来源：Wind, 首创证券

横向来看，与欧美、韩国和中国台湾等经济体相比，国内核心 CPI 修复速度仍显缓慢，可以看到韩国、中国台湾等地区最早恢复，且当前已转入过热状态，欧美多国也于数月前恢复至疫情前水平，但国内核心 CPI 同比仍未完全恢复至疫情前，这与国内 GDP 增速遥遥领先差异明显。从环比来看，前 8 个月核心 CPI 的环比之和仍处于历史同期低位。因此，国内核心 CPI 恢复较慢仍是当前最值得关注的问题。

图 6：国内核心 CPI 修复慢于发达经济体

时间	美国: 核心CPI: 当月同比	加拿大: 核心CPI: 同比	中国: CPI: 不包括食品和能源(核心CPI): 当月同比	日本: 核心CPI: 当月同比	英国: 核心CPI: 同比	泰国: 核心CPI: 同比	欧盟: 核心HICP(核心CPI): 当月同比	法国: 核心CPI: 同比	德国: 核心HICP(核心CPI): 同比	意大利: 核心HICP(核心CPI): 同比	西班牙: 核心HICP(核心CPI)(剔除能源、食品、酒精和烟草): 同比	韩国: 核心CPI: 同比	菲律宾: 核心CPI: 同比	中国台湾: 核心CPI: 同比
2021-08	#N/A	#N/A	1.20	#N/A	#N/A	0.07	#N/A	1.40	2.10	0.90	#N/A	1.76	3.30	1.22
2021-07	4.30	3.32	1.30	0.40	1.80	0.14	1.00	0.30	1.80	-0.90	0.50	1.65	2.90	1.18
2021-06	4.50	2.65	0.90	0.20	2.30	0.52	1.20	1.30	1.20	0.30	-0.10	1.46	3.00	1.29
2021-05	3.80	2.81	0.90	0.10	2.00	0.49	1.30	1.10	1.60	0.20	-0.10	1.47	3.30	1.69
2021-04	3.00	2.29	0.70	-0.10	1.30	0.30	1.20	1.10	1.10	0.30	-0.30	1.41	3.30	1.50
2021-03	1.60	1.40	0.30	-0.10	1.10	0.09	1.30	1.00	1.60	0.70	0.00	0.99	3.50	1.06
2021-02	1.30	1.18	0.00	-0.40	0.90	0.04	1.50	0.60	1.70	1.50	0.00	0.82	3.50	1.88
2021-01	1.40	1.56	-0.30	-0.60	1.40	0.21	1.70	1.10	2.00	1.30	0.40	0.86	3.40	-0.22
2020-12	1.60	1.49	0.40	-1.00	1.40	0.19	0.80	0.20	-0.10	0.40	-0.10	0.91	3.30	0.65
2020-11	1.60	1.49	0.50	-0.90	1.10	0.18	0.80	0.40	-0.10	0.30	0.00	1.01	3.20	0.74
2020-10	1.60	1.04	0.50	-0.70	1.50	0.19	0.90	0.30	0.10	-0.10	-0.10	0.14	3.00	0.42
2020-09	1.70	0.97	0.50	-0.30	1.30	0.25	0.90	0.40	0.30	-0.50	0.00	0.85	3.20	0.16
2020-08	1.70	0.82	0.50	-0.40	0.90	0.30	1.00	0.60	0.60	0.30	0.10	0.79	3.10	0.19
2020-07	1.60	0.74	0.50	0.00	1.80	0.39	1.70	1.40	0.70	2.10	0.20	0.71	3.30	-0.10
2020-06	1.20	1.12	0.90	0.00	1.40	-0.05	1.50	0.40	1.10	0.50	0.80	0.63	3.00	-0.03
2020-05	1.20	0.67	1.10	-0.20	1.20	0.01	1.40	0.70	1.10	0.60	0.90	0.47	2.90	-0.19
2020-04	1.40	1.20	1.10	-0.20	1.40	0.41	1.30	0.30	1.00	0.60	0.90	0.32	2.90	-0.22
2020-03	2.10	1.57	1.20	0.40	1.60	0.54	1.40	0.70	1.30	0.60	1.10	0.71	3.00	0.15
2020-02	2.40	1.80	1.00	0.60	1.70	0.58	1.50	1.20	1.40	0.50	1.30	0.65	3.20	-0.68
2020-01	2.30	1.82	1.50	0.80	1.60	0.47	1.40	0.90	1.30	0.50	1.10	0.95	3.30	1.52
2019-12	2.30	1.67	1.40	0.70	1.40	0.49	1.50	1.00	1.70	0.60	1.10	0.74	3.10	0.48
2019-11	2.30	1.89	1.40	0.50	1.70	0.47	1.50	0.80	1.80	0.70	1.10	0.63	2.60	0.49
2019-10	2.30	1.89	1.50	0.40	1.70	0.44	1.30	0.80	1.10	0.70	1.10	0.76	2.60	0.57
2019-09	2.40	1.90	1.50	0.30	1.70	0.44	1.30	0.80	1.00	0.50	1.20	0.60	2.70	0.37
2019-08	2.40	1.90	1.50	0.50	1.50	0.49	1.20	0.60	0.80	0.60	1.20	0.90	2.90	0.17

资料来源：Wind, 首创证券

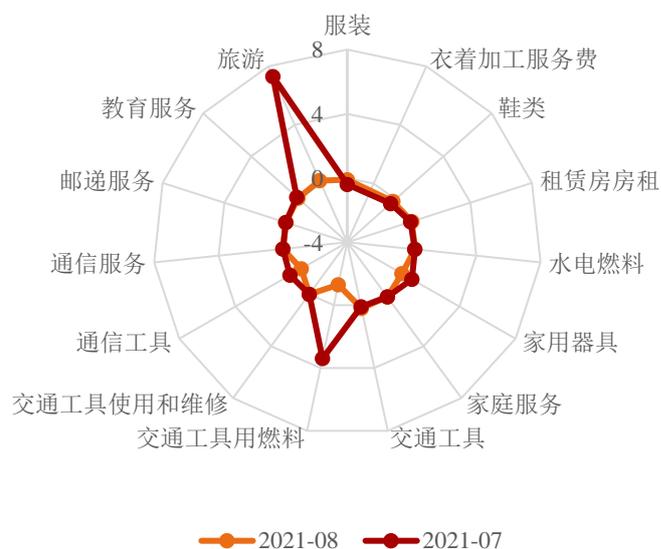
图 7：前 8 月核心 CPI 环比之和低于历史同期



资料来源：Wind, 首创证券

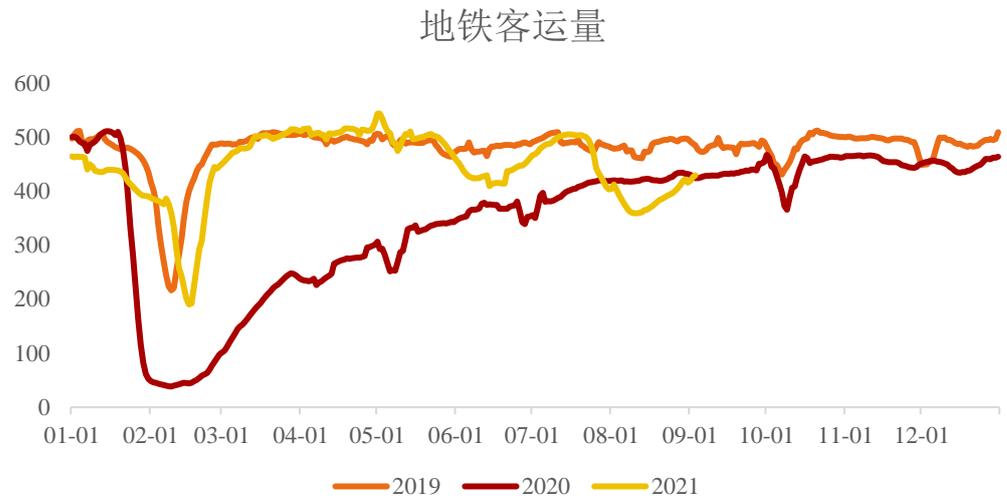
8月非食品项CPI同比回落0.2个百分点至1.9%。同样主要受疫情影响，8月国内出行受到限制，地铁客流量恢复较弱，交通和通信分项环比下降0.6%，其中交通工具用燃料项环比为-1.3%，下降幅度最大，服务CPI环比也因此低于季节性水平。从疫情以来的整体恢复情况看，医疗保健、衣着、其他用品和服务等离疫情前水平仍有较大差距，生活用品及服务、居住、教育文化和娱乐等项基本恢复至疫情前水平。

图 8：交通工具用燃料价格走低（环比，%）



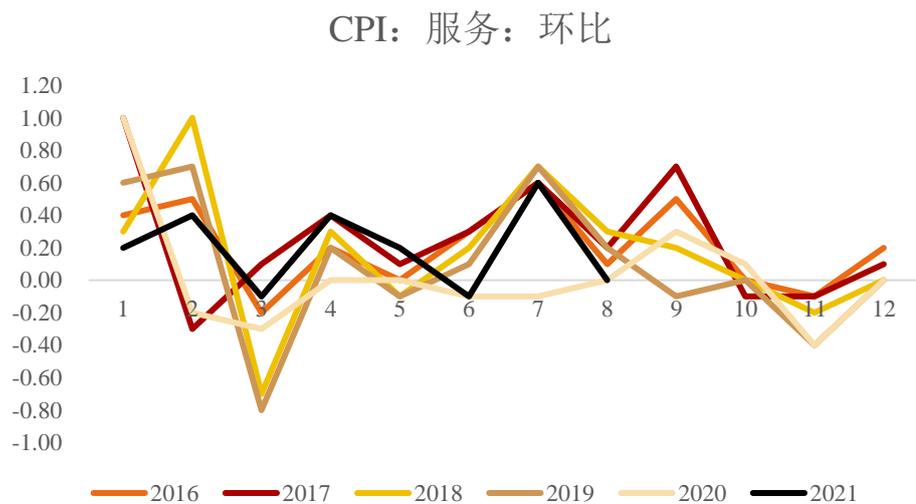
资料来源：Wind, 首创证券

图 9：7 大主要城市地铁的日平均客运量（单位：万人次）



资料来源：Wind, 首创证券

图 10：服务 CPI 环比低于季节性



资料来源：Wind, 首创证券

图 11: CPI 各分项恢复情况

指标名称	CPI: 食品烟酒: 当月同比	CPI: 衣着: 当月同比	CPI: 居住: 当月同比	CPI: 生活用品及服务: 当月同比	CPI: 交通和通信: 当月同比	CPI: 教育和娱乐: 当月同比	CPI: 医疗保健: 当月同比	CPI: 其他用品和服务: 当月同比
2021-08	-2.00	0.50	1.10	0.60	5.90	3.00	0.40	-3.90
2021-07	-1.80	0.40	1.10	0.30	6.90	2.70	0.40	-1.30
2021-06	-0.40	0.40	0.90	0.30	5.80	1.50	0.30	-0.90
2021-05	0.80	0.40	0.70	0.40	5.50	1.50	0.20	-0.90
2021-04	0.10	0.20	0.40	0.40	4.90	1.30	0.10	-1.30
2021-03	0.10	0.10	0.20	0.00	2.70	0.40	0.20	-1.50
2021-02	0.30	-0.50	-0.30	-0.20	-1.90	0.60	0.30	-0.80
2021-01	1.40	-0.20	-0.40	0.00	-4.60	0.00	0.40	-0.90
2020-12	1.40	-0.10	-0.60	0.00	-3.10	0.90	1.30	2.20
2020-11	-0.70	-0.30	-0.60	0.00	-3.90	1.00	1.50	2.50
2020-10	2.40	-0.30	-0.70	-0.10	-3.90	1.10	1.50	2.40
2020-09	6.40	-0.40	-0.78	-0.13	-3.63	0.65	1.48	4.25
2020-08	8.83	-0.45	-0.75	-0.09	-3.92	-0.03	1.52	6.10
2020-07	10.16	-0.53	-0.72	-0.06	-4.40	0.32	1.61	5.06
2020-06	8.77	-0.43	-0.59	0.04	-4.65	1.90	1.85	5.11
2020-05	8.50	-0.40	-0.50	0.10	-5.10	2.20	2.10	5.30
2020-04	11.30	-0.40	-0.30	0.10	-4.90	2.00	2.20	4.80
2020-03	13.60	-0.30	-0.10	0.30	-3.80	2.50	2.20	5.30
2020-02	16.00	0.50	0.30	0.10	-1.60	1.00	2.20	4.40
2020-01	15.20	0.60	0.50	0.20	0.90	2.20	2.30	4.80
2019-12	12.90	0.80	0.50	0.40	-0.70	1.80	2.10	4.40
2019-11	13.90	1.10	0.40	0.40	-2.80	1.70	2.00	4.50
2019-10	11.40	1.20	0.50	0.60	-3.50	1.90	2.10	5.50
2019-09	8.40	1.60	0.70	0.60	-2.90	1.70	2.20	5.80
2019-08	7.30	1.60	1.00	0.70	-2.30	2.10	2.30	4.70
2019-07	6.70	1.80	1.50	0.80	-2.10	2.30	2.60	3.40
2019-06	6.10	1.80	1.60	0.80	-1.90	2.40	2.50	2.70
2019-05	5.80	1.70	1.80	1.00	-0.90	2.60	2.50	2.10
2019-04	4.70	1.80	2.00	1.10	-0.50	2.50	2.60	1.90
2019-03	3.50	2.00	2.10	1.20	0.10	2.40	2.70	1.90
2019-02	1.20	2.00	2.20	1.30	-1.20	2.40	2.80	2.00
2019-01	2.00	1.60	2.10	1.50	-1.30	2.90	2.70	2.30

资料来源: Wind, 首创证券

## 2 PPI 未来上行动力有限

8月PPI同比录得9.5%，高于预期9.1%，为2008年9月以来最高值，环比增速为0.7%。生产资料同比增速继续冲高至12.7%，创历史新高。涨幅较高的行业均为采掘加工业，上下游涨价继续分化。其中，黑色产业链上行速度最快，7月以来，炼焦煤国内产能以及进口量双重受限，供给紧张情况尚未缓解，因此煤价高企，煤炭开采及洗选业环比仍显著高于50%。环比涨幅保持高位。今年以来DDI持续保持高位，A股固期托拉及

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_26432](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26432)

