

总量研究

CPI 和 PPI 均现回落

——2022 年 8 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点

要点

事件

国家统计局发布 2022 年 8 月 CPI 和 PPI 数据:2022 年 8 月 CPI 同比上涨 2.5% (前值为 2.7%), 核心 CPI 同比增长 0.8% (前值为 0.8%); PPI 同比上涨 2.3% (前值为 4.2%)。

点评

CPI 同比环比均有所下降, 结构上呈现“食品继续升, 能源高位加速回落, 核心通胀持续低迷”的特点。8 月 CPI 同比上涨 2.5%, 增速比 7 月下降 0.2 个百分点; 环比为-0.1% (前值为 0.5%), 同比、环比增速均较上期有所下降。从结构来看, 8 月 CPI 呈现“食品继续升, 能源高位加速回落, 核心通胀持续低迷”的特点。2021 年以来去杠杆不明显, 表明居民资产负债表的修复并不顺畅, 我们认为, 这都将制约居民消费的修复高度, 也使得消费品端物价难有太好的表现。

PPI 同比环比均快速回落, 加工业同比 2020 年 12 月以来再次转负。8 月 PPI 同比上升 2.3%, 较 7 月 (4.2%) 回落 1.9 个百分点, 涨幅连续 10 个月回落; 环比为-1.2% (前值为-1.3%), PPI 环比增速在 7 月创下年内新低, 8 月回落速度稍有减慢, 但仍然较快。生产资料的三大具体分项中, 8 月采掘业、原材料、加工业出厂价格同比增速均在回落, 加工业同比增速自 2020 年 12 月以来首次转负。目前国际原油、有色金属等大宗商品价格继续波动下降, 国内部分行业市场的需求偏弱, 后续 PPI 仍可能下行, 需警惕 PPI 同比过快转负。

债市观点

今年以来, 利率债二级市场大致可以分为两个不同的阶段, 而在不同的阶段, 10 年期国债收益率波动中枢不同。后续, 我们认为, 对债市要有均值回复的思维, 但也要意识到这种均值回复的曲折, 并非一蹴而就。

风险提示

近期疫情有所反复, 后续全球经济复苏的不确定因素仍存; 国内经济仍处于恢复进程中, 疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师: 张旭

执业证书编号: S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师: 危玮肖

执业证书编号: S0930519070001
010-56513081
weiwu@ebsecn.com

分析师: 李枢川

执业证书编号: S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人: 方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人: 毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

联系人: 董乃睿

010-56513032
dongnr@ebsecn.com

相关研报

CPI 结构分化明显, PPI 环比快速回落——2022 年 7 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点
(2022-08-10)

供给主导当前国内通胀演变——2022 年 6 月 CPI 和 PPI 数据点评兼债市观点
(2022-07-09)

从 3 种理论框架和 6 个特征事实看本轮全球通胀——通胀再研究系列之五 (2021-08-06)

1、事件

2022年9月9日，国家统计局发布2022年8月CPI和PPI数据：2022年8月CPI同比上涨2.5%（前值为2.7%），核心CPI同比增长0.8%（前值为0.8%）；PPI同比上涨2.3%（前值为4.2%）。

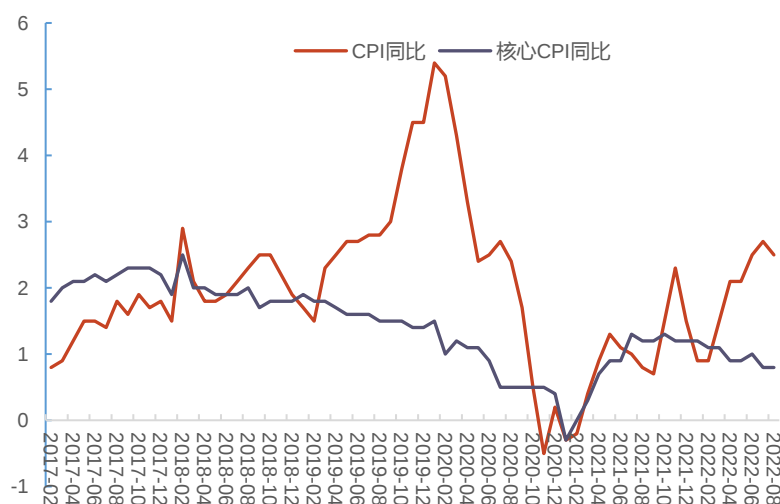
2、点评

2.1、CPI同比环比均有所下降，结构上呈现“食品继续升，能源高位加速回落，核心通胀持续低迷”的特点

2022年8月CPI同比上涨2.5%，增速比7月下降0.2个百分点；环比为-0.1%（前值为0.5%），同比、环比增速均较上期有所下降。另外，8月PPI和CPI同比增速差值为-0.2个百分点，此前4月、5月、6月、7月差值分别为5.9、4.3、3.6、1.5个百分点，剪刀差出现了反转，价格环境并不稳定。

根据国家统计局的测算，在8月份2.5%的CPI同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.8个百分点，新涨价影响约为1.7个百分点。而7月，翘尾影响和新涨价影响分别为0.9、1.8个百分点。从这点来看，8月CPI同比涨幅下降，即有新涨价因素的下降，也有翘尾因素的下降。

图表 1：8月CPI同比增速下降，核心CPI增速持平



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从结构来看，8月CPI呈现“食品继续升，能源高位加速回落，核心通胀持续低迷”的特点：

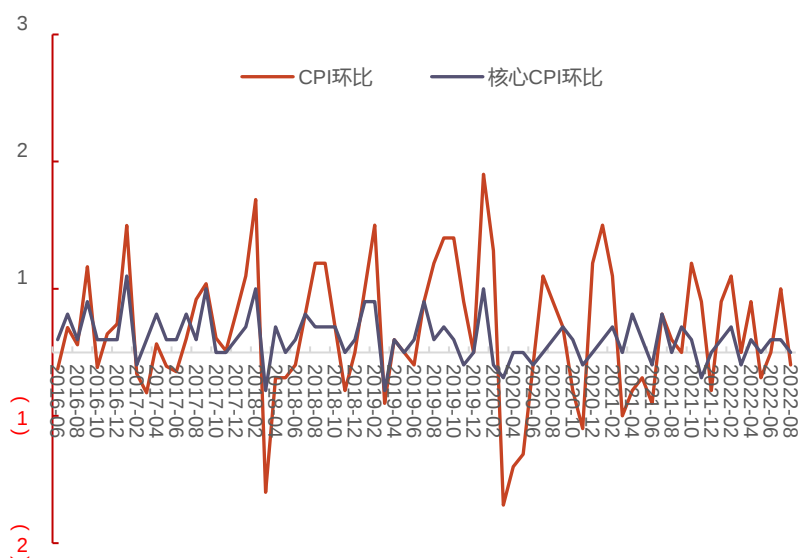
食品实际价格水平仍在上升。8月食品价格同比上涨6.1%，涨幅比7月下降0.2个百分点，但环比增速为0.5%，说明实际水平仍在上升。食品中，猪肉价格同

比上涨 22.4%，涨幅比 7 月扩大 2.2 个百分点；环比增速则为 0.4%，涨幅比上月回落 25.2 个百分点。

能源价格高位加速回落。8 月工业消费品价格上涨 3.0%，涨幅比 7 月回落 0.5 个百分点，其中汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 20.2%、21.9%和 19.8%，涨幅均有回落。8 月工业消费品价格环比下降 0.7%，降幅比 7 月扩大 0.2 个百分点。同比和环比增速均出现回落。

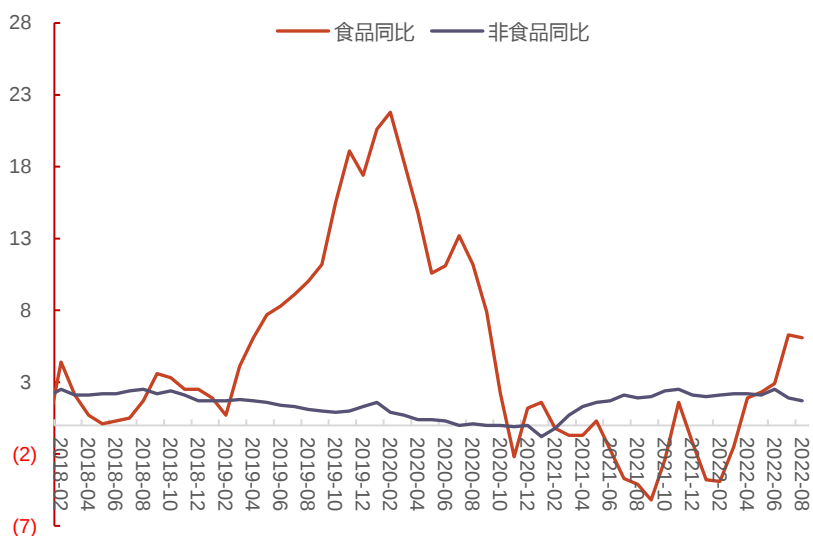
从核心 CPI 的角度来看，8 月核心 CPI 同比增速为 0.8%（7 月为 0.8%），较 6 月下降了 0.2 个百分点；核心 CPI 环比增速为 0%（7 月为 0.1%）。2017-2021 年这 5 年，8 月核心 CPI 同比增速分别为 2.2%、2.0%、1.5%、0.5%和 1.2%，均值为 1.5%，当前核心 CPI 表现持续偏弱。

图表 2：8 月 CPI、核心 CPI 环比增速均有所下降

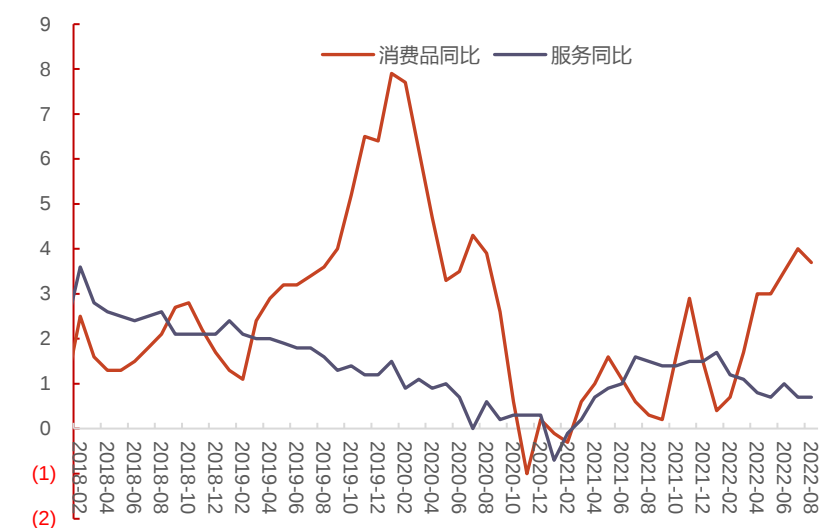


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：8 月 CPI 中食品和非食品项同比增速均有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

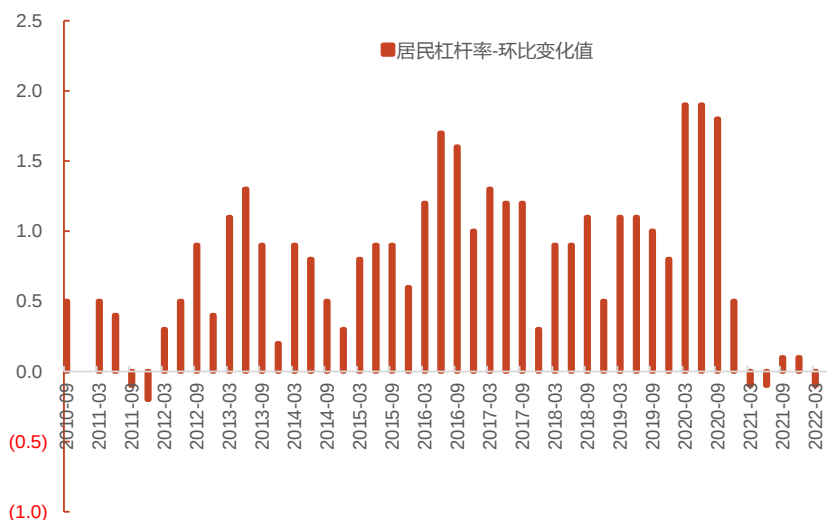
图表 4：8 月消费品价格同比增速有所回落，而服务项同比增速则持平上月


结合近几个月食品、非食品、核心 CPI 以及相关指标的表现，大致可以判断：

- 1) CPI 目前同比价格的波动主要来自供给端的推动，需求相对较弱。后续能源类价格从高位回落，食品方面，8 月下旬以来，猪肉、蔬菜价格止跌回升。
- 2) 在前期多篇报告中，我们均指出，疫情出现使得居民杠杆率持续上升，而收入增速放缓，以及房价的上涨均制约了居民资产负债表的修复。因此消费品端 CPI 尤其是核心 CPI 的疲弱，以及 2021 年以来消费修复程度持续不及预期，均是居民资产负债表修复不畅的侧面表现。2020 年居民杠杆率提升明显，2021 年以来去杠杆不明显，表明居民资产负债表的修复并不顺畅，我们认为，这都将制约居民消费的修复高度，也使得消费品端物价难有太好的表现。

图表 5：8 月下旬以来，猪肉和蔬菜价格均有所回升


图表 6：2020 年居民杠杆率提升明显，2021 年以来去杠杆不明显



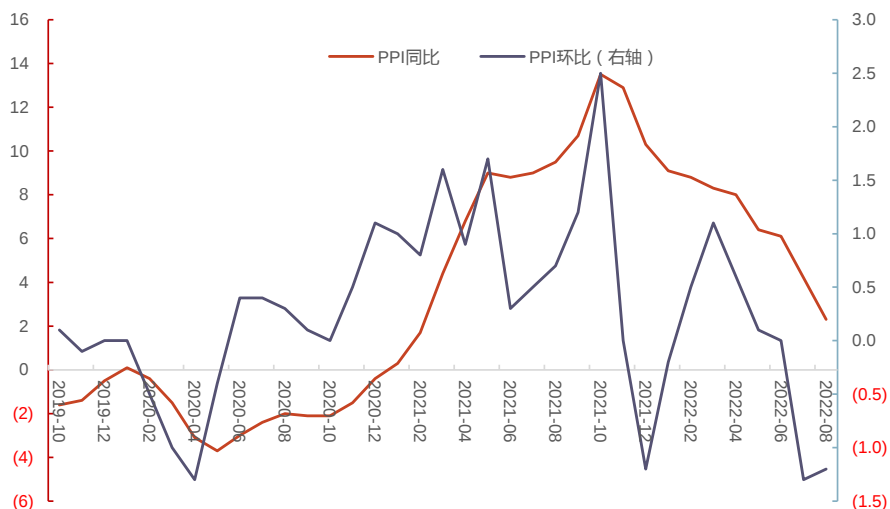
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：纵轴统计的是居民部门杠杆率季度之间变动值，单位为百分点；数据截至 2022 年 6 月

2.2、PPI 同比环比均快速回落，加工业同比自 2020 年 12 月以来再次转负

8 月 PPI 同比上升 2.3%，较 7 月（4.2%）回落 1.9 个百分点，涨幅连续 10 个月回落；环比为-1.2%（前值为-1.3%），PPI 环比增速在 7 月创下年内新低，8 月回落速度稍有减慢，但仍然较快。从同比和环比的组合来看，PPI 同比增速回落与去年基数相对较高相关，另外新涨价因素也是重要推力。根据统计局测算，在 8 月份 2.3% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 2.5 个百分点，新涨价影响约为-0.2 个百分点，而在 7 月翘尾影响为 3.2 个百分点，新涨价影响约为 1.0 个百分点。8 月新涨价因素已经转负。

图表 7：8 月 PPI 同比和环比增速均继续快速回落



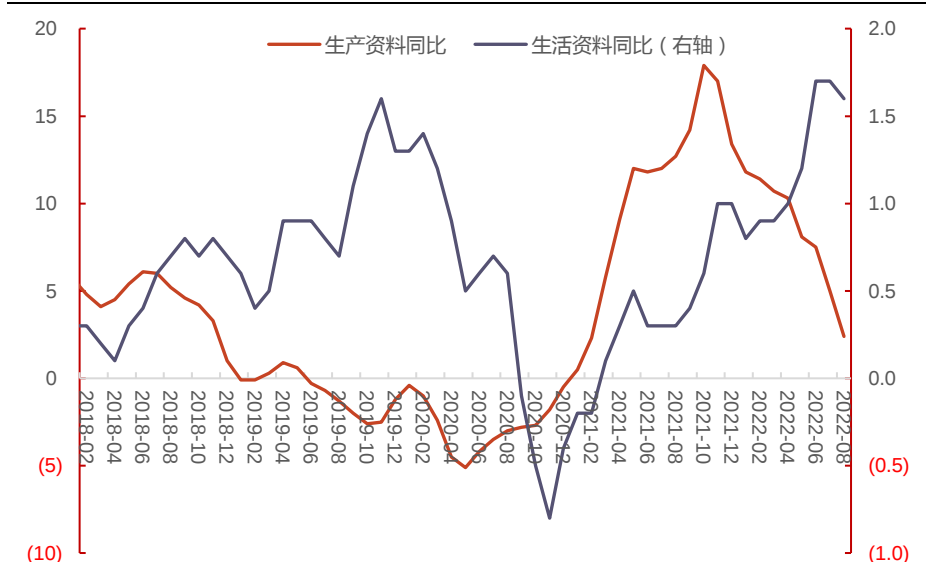
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从结构来看，8月生产资料价格同比增速为2.4%，增速连续10个月回落（前值为5%）；生活资料价格同比增速为1.6%（前值为1.7%）。8月生产资料和生活资料价格环比增速则分别为-1.6%和-0.1%（前值分别为-1.7%和0.2%），环比增速均降为负值。

生产资料的三大具体分项中，8月采掘业、原材料、加工业出厂价格同比增速分别为10.1%、7.8%和-0.7%（7月分别为18.8%、11.4%和0.9%），增速均在回落，尤其是加工业，同比增速自2020年12月以来首次转负。从环比来看，生产资料的三大具体分项中，采掘业、原材料、加工业价格8月环比增速分别为-4.5%、-2.4%和-0.9%（7月环比增速分别为-1.9%、-2.5%和-1.3%），环比下降的速度仍然较快。在此前我们于2022年7月9日发布的报告《供给主导当前国内通胀演变——2022年6月CPI和PPI数据点评兼债市观点》中，我们指出，综合同比和环比两个角度，6月生产资料价格整体向下拐点正在形成。目前7月、8月生产资料价格走势情况符合这一判断。

目前国际原油、有色金属等大宗商品价格继续波动下降，国内部分行业市场需求偏弱，后续PPI仍可能下行，需警惕PPI同比过快转负。

图表 8：8月生产和生活资料同比增速均有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

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_45881

