

通胀超预期回落告诉我们什么？

——8 月 CPI、PPI 数据点评

宏观事件：

8月CPI同比上涨2.5%，PPI同比上涨2.3%，均低于市场预期。CPI超预期回落，既与国内总需求疲软有关，还受到猪肉价格环比上涨不及预期、国际油价下滑的拖累。而国际大宗商品价格的回落以及国内需求不振、供应改善等因素也共同导致PPI超预期回落。从目前的情况来看，通胀对于政策选择的制约明显弱化。

事件点评：

➤ CPI超预期回落传递了国内总需求仍然疲软的信号

8月CPI同比上涨2.5%，低于市场普遍预期2.8%，环比下降-0.1%，打破了市场对下半年通胀抬升的预期。具体而言，8月核心CPI环比零增长，弱于季节性或说明国内总需求依然疲软；此外，8月猪肉价格上涨明显不及预期，供给改善影响了8月猪肉价格的涨幅；而国际原油供给增加导致国际原油价格下调，也对CPI不及预期有明显贡献。

➤ PPI超预期回落与国内外因素都有关

8月PPI同比上涨2.3%，低于市场预期的3%，环比下降1.2%，回落超市场预期。我们认为，国外方面，受美联储加息、美国持续释放原油储备以及全球经济增长可能继续放缓的影响，国际原油、大宗商品价格下跌导致相关工业品价格回落；同时受到地产投资疲软等因素的影响，煤炭、钢铁等国内定价的工业品价格也出现下跌。当然，煤炭保供等供给方面的冲击对PPI环比下行也有贡献。

➤ 通胀压力对政策选择的制约进一步削弱

从目前的情况来看，年内CPI突破3%的概率有所下降。货币政策受到通胀因素的制约程度明显弱化。此外，稳定的CPI也有助于稳定通胀预期，并增强人民币汇率弹性——必要时可以接受人民币汇率进一步贬值稳定经济增长。如果保交楼的进展有限且抗疫政策没有出现明显调整，我们认为货币政策可能进一步宽松。

风险提示：猪肉、原油价格上涨超预期，国内经济与预期不一致，地产与预期不一致

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 电话：15221881900
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

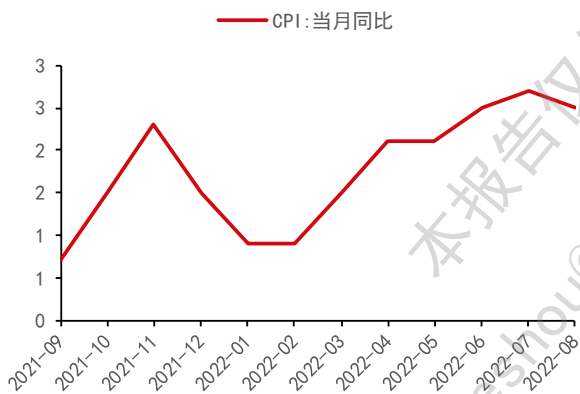
相关报告

- 1、《出口拐点如期显现如何看待 8 月出口数据低于预期？》2022.09.07
- 2、《弱势反弹或难持续 8 月 PMI 数据点评》2022.09.01
- 3、《LPR 下降着眼于地产 8 月 22 日 1 年期、5 年期 LPR 下降点评》2022.08.23

1 CPI超预期回落的背后

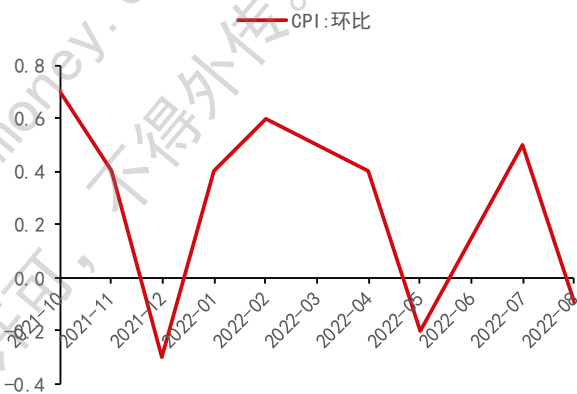
8月CPI同比上涨2.5%，低于市场普遍预期2.8%，环比下降-0.1%，打破了市场对下半年通胀抬升的预期。我们认为CPI增速不及预期有三方面原因：

图表1：CPI 当月同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

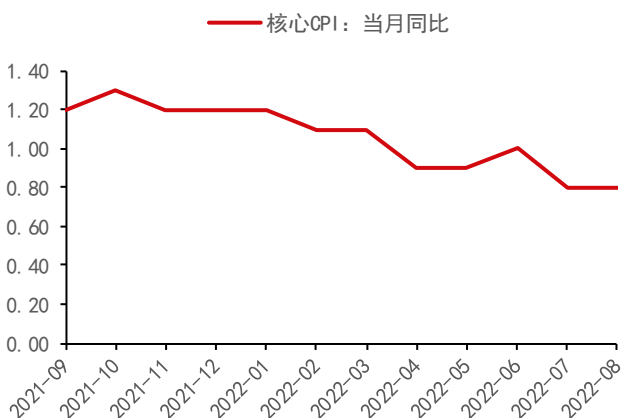
图表2：CPI 环比



资料来源：Wind，国联证券研究所

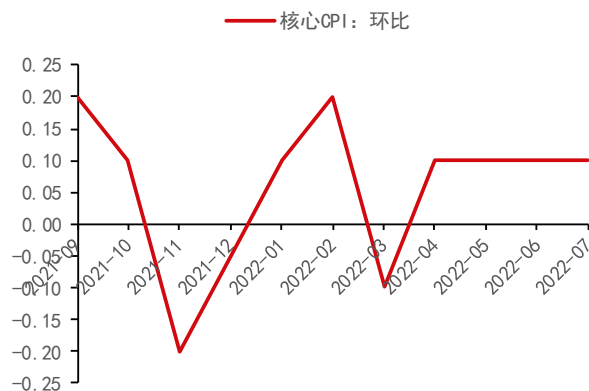
首先，从核心CPI看，8月核心CPI同比上涨0.8%，与上月持平；环比零增长，考虑季节性因素在历史上处于弱水平。核心CPI环比弱于季节性或说明国内总需求依然疲软。

图表3：核心CPI 当月同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：核心CPI 环比



资料来源：Wind，国联证券研究所

其次，从CPI食品分项看，猪肉价格同比上涨22.4%，比上月增加2.2%，环比

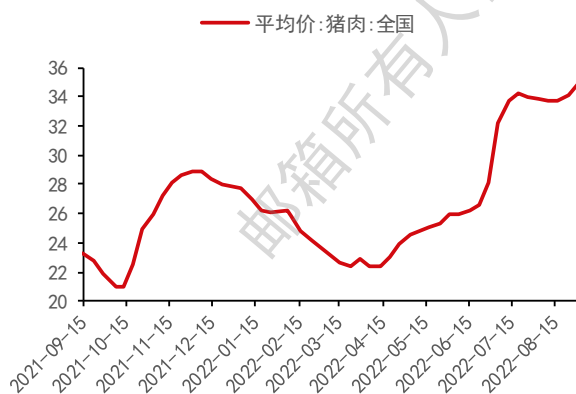
涨幅仅为 0.4%，鲜菜价格同比上涨 6%，比上月减少 6.9%，上涨均不及预期。

其中，8 月猪肉价格上涨幅度偏小。本来市场预期 8 月猪肉价格会持续上个月的势头明显回升——供需两端因素可能共同支撑 8 月猪肉价格。在需求端，随着南方高温天气持续时间缩短，又临近 9 月学校开学，猪肉消费需求有所改善；在供给端，养殖户看涨意愿较强，“压栏惜售”现象仍然阻碍了肉猪的市场供应。但实际上，根据公开报道，8 月的出猪量处于高位，后备母猪补栏接近尾声，二次育肥生猪陆续出栏，生猪产能处于过剩状态。供给过剩的因素阻碍了猪肉价格在 8 月的明显上行。

再次，原油价格的下跌引发成品油及石油制品价格下行，对 CPI 的相关科目有直接影响。CPI 交通工具燃料分项同比增速从前一个月的 24.2% 回落到 8 月的 19.9%，其环比跌幅 -4.7%，所有项中降幅最为明显。CPI 居住分项中水电燃料的价格同比也有所下滑。上述一些科目是导致 8 月 CPI 同比下滑的重要因素。

实际上，受国际原油供给增加的影响，8 月国际原油价格下调。美国持续释放石油储备，阿拉伯国家同意加大石油产量，不仅客观上增加了原油供给，而且缓解了市场对油价的焦虑情绪，国际原油价格 8 月持续震荡下滑。与国际油价下行保持联动，国家发改委分别于 8 月 9 日、8 月 23 日两次下调国内成品油价格，8 月 9 日国内汽、柴油价格每吨分别降低 130 元和 125 元，8 月 23 日每吨分别降低 205 元和 200 元。

图表 5：全国猪肉平均价格（元/公斤）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：布伦特原油现货价格（美元/桶）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2 PPI 超预期回落与国内外因素都有关系

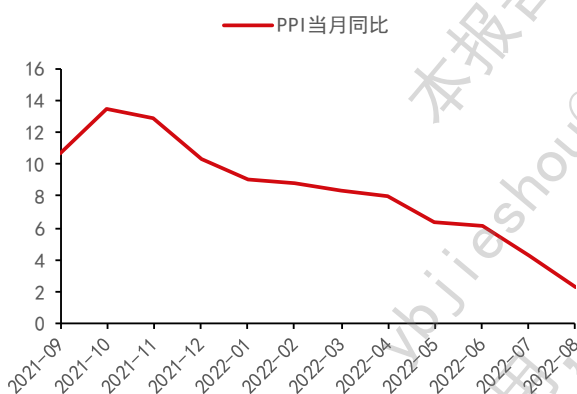
8 月 PPI 同比上涨 2.3%，低于市场预期的 3%，其环比下降 1.2%，跌幅也超出了市场预期。我们认为，8 月 PPI 超预期回落既受原油、有色金属等国际大宗商品价格下行的影响，也与国内需求偏弱引发国内定价的一些工业品价格下行有关。

从数据来看，煤炭开采和洗选业同比上涨 20.7%，较前一个月回落 10.7%；石油和天然气开采业同比上涨 43.9%，回落 10.5%；有色金属冶炼和压延加工业上涨

1.9%，回落 6.3%；石油煤炭及其他燃料加工业上涨 28.6%，回落 6.1%；化学原料和化学制品制造业上涨 10.6%，回落 3.2%。

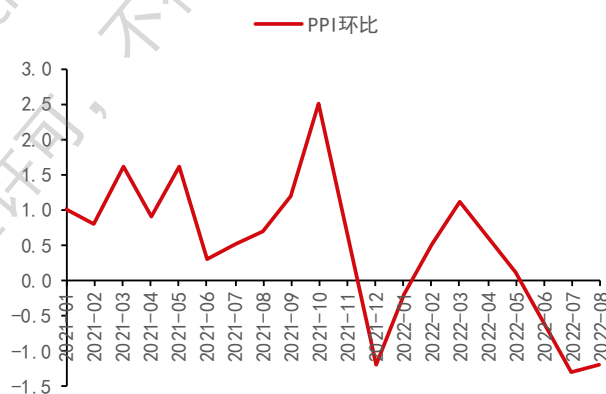
国外方面，受美联储加息及美国持续释放原油储备影响，8 月国际原油、大宗商品价格下跌；当然，大宗商品价格下跌也一定程度反映了全球需求可能走弱的预期。国内方面，受到地产投资低迷、疫情继续对经济构成扰动的影响以及煤炭保供等供给侧因素的冲击，煤炭、钢铁等国内定价的工业品价格环比也有所下滑。叠加基数效应，PPI 同比加速下行。

图表 7：PPI 当月同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：PPI 环比



资料来源：Wind，国联证券研究所

3 通胀对政策选择的制约明显削弱

虽然今年以来受到多方面因素影响，我国经济面临下行压力持续超预期。但是，俄乌冲突爆发国际能源和粮食价格加剧我国输入型通胀的压力，叠加猪周期推升猪肉价格，货币政策的选择此前在一定程度上受到通胀压力的制约。例如，今年 4 月易纲行长在博鳌亚洲论坛发表演讲时指出：“中国货币政策的首要任务是维护物价稳定。”

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_45960

