

2022 年 09 月 09 日

CPI、PPI 双双超预期回落，债市或延续震荡——8 月通胀数据解读

■8 月通胀数据公布，CPI 同比自前值 2.7% 回落至 2.5%，低于市场预期 2.7%；PPI 同比自前值 4.2% 下行至 2.3%，低于市场预期 3.0%。

■8 月 CPI 同比超预期回落，环比由正转负，其中食品和非食品项环比均有所下行。8 月 CPI 同比自前值 2.7% 回落 0.2 个百分点至 2.5%，CPI 环比由上涨 0.5% 转为下降 0.1%。从环比看，食品项从前值 3.0% 大幅回落至 0.5%，主要是受到猪肉涨幅大幅回落的拖累。具体来看，近期生猪出栏逐步恢复正常，加之消费需求季节性走弱等因素影响，猪肉价格环比涨幅大幅回落，录得 0.4%，较上月回落 25.2 个百分点；南方高温干旱天气影响蔬菜生产供应，鲜菜价格环比上行 2.0%；鲜果价格则呈季节性变动，小幅下降 1.0%。非食品项环比降幅从 0.1% 扩大至 0.3%，一方面受疫情影响，服务价格由上月上涨 0.3% 转为持平，另一方面由于 8 月油价持续下行，交通通信项环比大幅回落，也是 CPI 超预期回落的主要拉动项。

■PPI 同比下行幅度超预期，环比降幅仍较大，主要受大宗商品价格回落和需求偏弱影响。8 月 PPI 环比降幅自前值 1.3% 小幅收窄至 1.2%，结合翘尾因素回落 0.7 个百分点至 2.5%，PPI 同比自前值 4.2% 下行 1.9 个百分点至 2.3%。从环比看，生产资料价格下降 1.6%，企业成本压力进一步缓解。其中，8 月国际原油价格延续回落，带动国内石油开采加工等相关行业价格下降，环比降幅靠前；煤炭等行业增产保供效果持续显现，煤炭开采、黑色金属等相关行业价格环比延续回落；最后，8 月 PMI 虽有所回升，但仍处于荣枯线以下，供需继续偏弱，市场需求不足导致工业品价格普遍有所回落，总的来说，国际油价回落叠加国内需求偏弱共同导致 PPI 下行超预期。生活资料价格环比较前值回落 0.1 个百分点至 0.1%。从结构上看，8 月上、中、下游 PPI 同比均延续回落，且上游回落幅度较大，中下游利润空间持续有所改善。

■后续 CPI 同比上行势头或有放缓。食品方面，随着高温干旱天气的结束，蔬菜水果逐步进入采收旺季，短期内价格或有一定回落；猪肉价格仍处于回升周期，且随着天气转凉和中秋、国庆、元旦、春节等多个重要节日的到来，猪肉消费需求料有所增加，但考虑到当前生猪存栏还处在较高水平，且政府加大对猪肉市场的调控，发改委自 9 月份开始将分批投放政府猪肉储备，预计猪价后续料温和上行。非食品方面，近期多地疫情出现反复，服务消费短期内或难见明显修复；且 6 月下旬以来，国际油价开始持续震荡下行，往后来看，随着海外经济体景气度延续回落，在经济衰退的预期下，原油需求或继续承压，后续国际油价料处于震荡下行通道。综合以上因素，后续 CPI 同比后续上行势头或有放缓。

■PPI 同比后续料持续回落，四季度有负增长的可能。往后看，需求承压下国际油价料处于震荡下行通道，同时考虑到当前需求不足仍是国内经济的主要矛盾，或将对钢材等大宗商品价格产生持续拖累。另一方面欧美经济景气度延续回落，全球主要经济体 8 月 PMI 普遍下行，全球 PMI 新订单处于历史较低水平，8 月出口增速也大幅回落，海外需求明显趋弱，结合下半年 PPI 翘尾因素加速回落的影响，预计后续 PPI 同比料持续下行，四季度有负增长的可能。

■整体来看，8 月 CPI 和 PPI 双双超预期回落，市场对于通胀的担忧减弱，往后来看，考虑到猪肉价格料温和上涨，服务项短期内或难见明显修复，后续 CPI 同比上涨势头或有所放缓；PPI 方面，需求承压下国际油价料处于震荡下行通道，同时考虑到当前市场需求不足，或将对钢材等大宗商品价格产生持续拖累，且欧美经济景气度延续回落，全球主要经济体 8 月 PMI 普遍下行，8 月出口增速也大幅回落，海外需求明显趋弱，结合下半年翘尾因素加速回落的影响，PPI 同比料持续下行。后续 CPI 上行势头或有所放缓，PPI 料持续下行，通胀压力整体不大，

固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003
chigs@essence.com.cn

高文君

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521080001
gaowj@essence.com.cn

相关报告

转债条款博弈解析——聚焦
可转债系列一 2022-09-08钢企 2022H1 中报总结：信
用资质弱化，但特钢表现相
对好于普钢 2022-09-078 月城投整合跟踪：区县城
投整合加速——城投整合系
列五 2022-09-0622 城土拍零距离：二拍热度
一般，国企仍是拿地主力 2022-09-05消费板块转债梳理（下）——
产业链看转债系列六 2022-09-04

同时考虑到当前经济修复尚需稳固、需求不足仍是经济的主要矛盾，“稳增长”仍有待发力，短期内通胀对货币宽松难以构成明显约束。8月中旬央行超预期降息激发了市场做多热情，但预计降息更可能是低频事件，资金短期内料将难以明显下行，再加上“稳增长&防风险”政策吹风和经济弱势恢复的方向尚未彻底逆转，利率债大概率将在更低的中枢震荡，我们当前继续坚持“票息为主+交易增厚”的策略观点。未来，不论是经济见顶回落还是房地产“负反馈”发酵都将有利于债市重回牛途。因此，我们建议一边“守正票息”，一边在交易中“得陇望蜀”。

■ 风险提示：油价超预期，疫情超预期等。

内容目录

1. 8月通胀数据解读：CPI、PPI 双双回落，通胀不及市场预期	4
1.1. CPI 环比下降 0.1%，同比回落至 2.5%	4
1.2. PPI 环比下降 1.2%，同比大幅回落至 2.3%	5
2. 后续 CPI 同比上行势头放缓，PPI 同比料继续下行	6

图表目录

图 1：CPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比高于上月，标绿色的为环比高于过去五年同期均值）	4
图 2：8 月猪肉价格涨幅大幅回落	5
图 3：8 月国际油价延续回落	5
图 4：PPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比/环比高于上月）	5
图 5：8 月 PPI 同比上、中、下游均延续回落（%）	5
图 6：8 月 PMI 多数需求分项基本位于 2021 年以来低位，需求不足仍是经济面临的主要矛盾	5
图 7：8 月黑色金属和有色金属降幅明显缩窄，石油开采、煤炭采选业相关行业环比持续大幅回落（%）	6
图 8：生猪存栏和母猪存栏量仍处在较高水平（万头）	6
图 9：CPI 服务同比与历史同期对比（%）	6
图 10：2022 年 CPI 同比预测（%）	7
图 11：8 月制造业 PMI 仍在荣枯线以下（%）	7
图 12：8 月全球 PMI 新订单延续回落（%）	7
图 13：2022 年 PPI 同比预测（%）	7

1.8 月通胀数据解读：CPI、PPI 双双回落，通胀不及市场预期

8 月通胀数据公布，CPI 同比较前值 2.7% 回落至 2.5%，低高于市场预期 2.7%，其中翘尾因素约为 0.8 个百分点，新涨价影响约为 1.7 个百分点。8 月 CPI 环比由上涨 0.5% 转为下降 0.1%，其中，食品项从前值 3.0% 大幅回落至 0.5%，非食品环比降幅从 0.1% 扩大至 0.3%。

PPI 同比自前值 4.2% 下行至 2.3%，不及市场预期 3.0%，其中翘尾影响约为 2.5 个百分点，新涨价影响约为 -0.2 个百分点。8 月 PPI 环比降幅自前值 1.3% 小幅收窄至 1.2%，其中，生产资料价格下降 1.6%，降幅收窄 0.1 个百分点；生活资料价格环比较前值回落 0.1 个百分点至 0.1%。

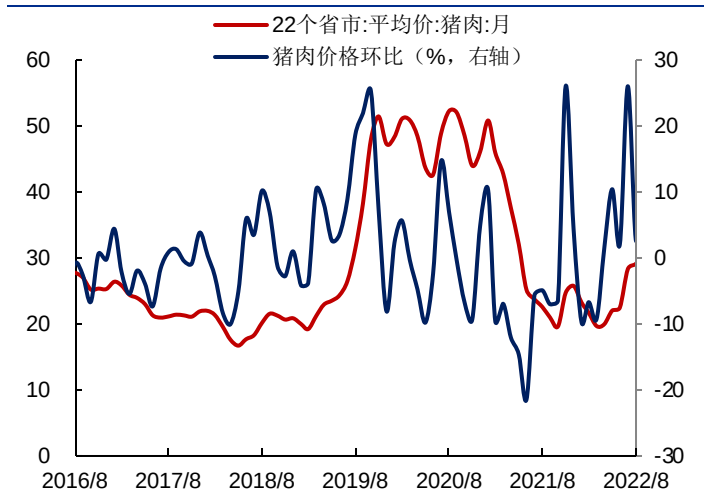
1.1. CPI 环比下降 0.1%，同比回落至 2.5%

图 1：CPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比高于上月，标绿色的为环比高于过去五年同期均值）

CPI	时间			2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
	当月同比	总体	总体	2.5	2.7	2.5	2.1
			食品	6.1	6.3	2.9	2.3
			非食品	1.7	1.9	2.5	2.1
			核心	0.8	0.8	1.0	0.9
			消费品	3.7	4.0	3.5	3.0
			服务	0.7	0.7	1.0	0.7
			时间			2022-08	2022-07
	月度环比	总体	总体	-0.1	0.5	0.0	-0.2
			食品	0.5	3.0	-1.6	-1.3
			非食品	-0.3	-0.1	0.4	0.1
			核心	0.0	0.1	0.1	0.0
			消费品	-0.2	0.6	-0.1	-0.3
			服务	0.0	0.3	0.2	0.0
八大项			食品烟酒	0.4	1.9	-1.0	-0.9
		衣着	-0.2	-0.4	-0.1	0.4	
		居住	0.0	0.0	0.0	-0.1	
		生活用品及服务	0.0	0.3	-0.2	0.2	
		交通和通信	-1.7	-0.7	2.2	0.1	
		教育文化和娱乐	0.1	0.5	0.1	0.1	
		医疗保健	0.1	0.0	0.0	0.1	
		其他用品和服务	0.3	-0.7	0.1	0.6	
		食品烟酒分项	鲜菜	2.0	10.3	-9.2	-15.0
鲜果			-1.0	-3.8	-4.5	1.5	
畜肉类			0.6	11.8	1.0	1.9	
粮食			0.0	0.1	0.0	0.5	
食用油			0.7	1.8	1.4	0.7	
水产品			0.0	0.5	-1.6	-1.0	
蛋类			3.1	0.3	-4.3	1.4	
奶类	0.0		0.1	0.2	0.4		

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：8 月猪肉价格涨幅大幅回落



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：8 月国际油价延续回落



资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. PPI 环比下降 1.2%，同比大幅回落至 2.3%

图 4：PPI 同比环比一览（%，标粉色的为同比/环比高于上月）

	时间		2022-08	2022-07
	当月同比	总体	2.3	4.2
PPI	总体	生产资料	2.4	5.0
		生活资料	1.6	1.7
		总体	-1.2	-1.3
	月度环比	生产资料	-1.6	-1.7
		生活资料	-0.1	0.2
		采掘工业	-4.5	-1.9
		原材料工业	-2.4	-2.5
		加工工业	-0.9	-1.3
		食品类	0.0	0.6
		衣着类	0.3	0.1
		一般日用品类	0.0	-0.3
		耐用消费品类	-0.4	0.2

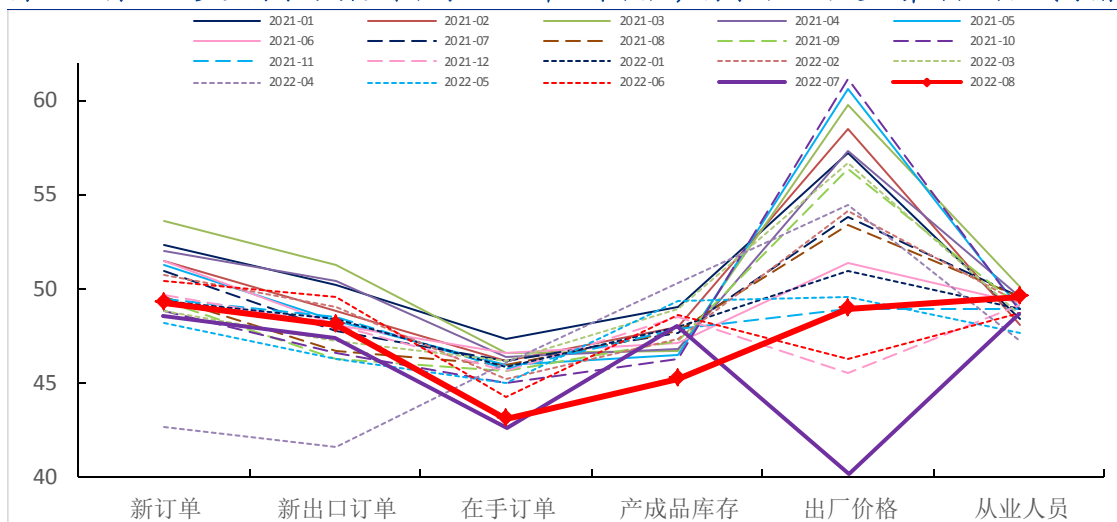
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：8 月 PPI 同比上、中、下游均延续回落（%）



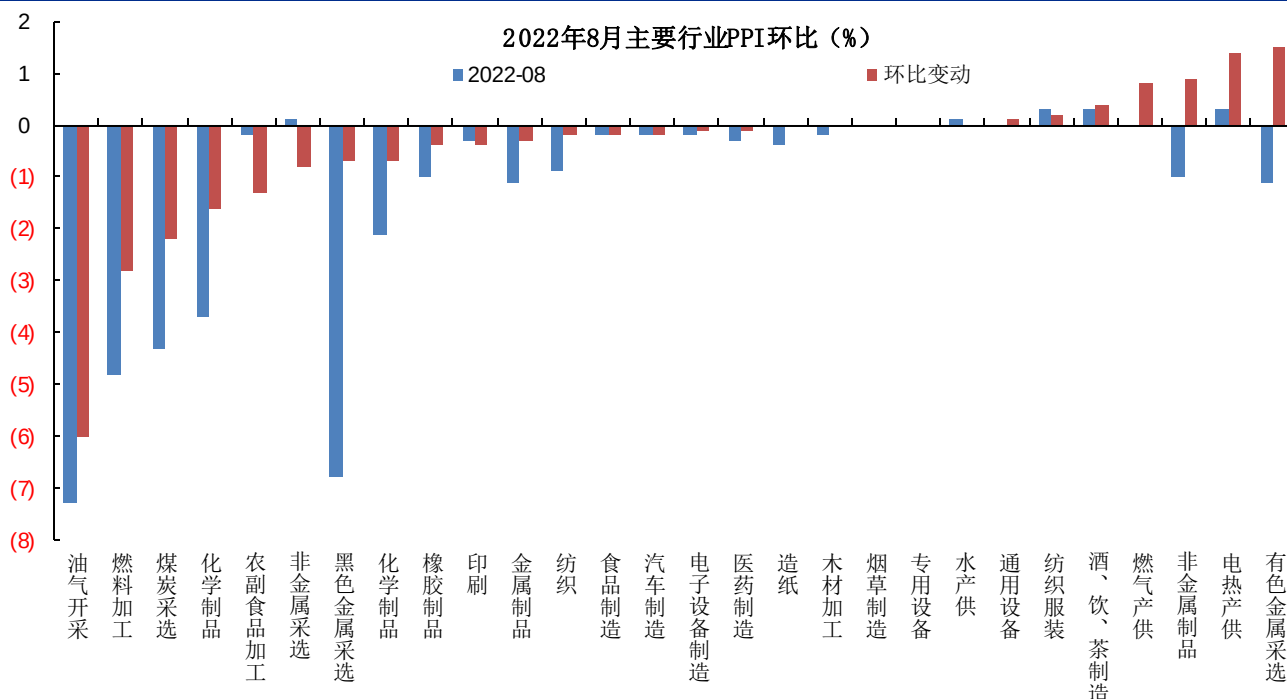
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：8 月 PMI 多数需求分项基本位于 2021 年以来低位，需求不足仍是经济面临的主要矛盾



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：8 月黑色金属和有色金属降幅明显缩窄，石油开采、煤炭采选业相关行业环比持续大幅回落（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 后续 CPI 同比上行势头料放缓，PPI 同比或继续下行

图 8：生猪存栏和母猪存栏量仍处在较高水平（万头）

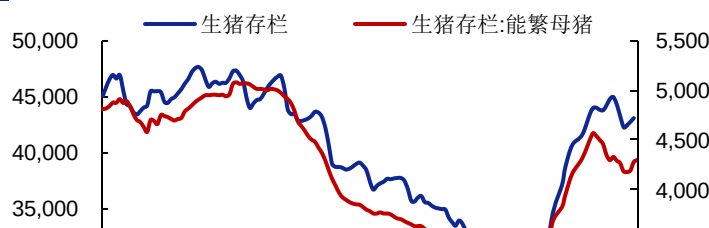
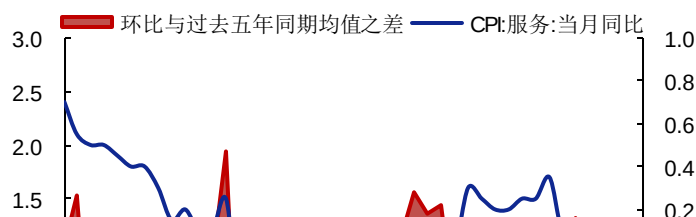


图 9：CPI 服务同比与历史同期对比（%）



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_46015

