

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2022年9月9日

PPI 超预期回落推动剪刀差转正

—8月物价数据点评

内容提要:

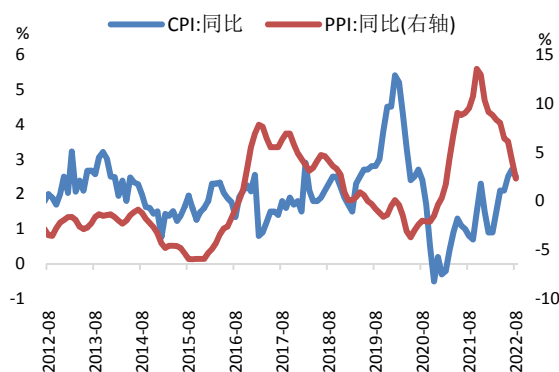
8月CPI同比2.5%，预期2.8%，前值2.7%；PPI同比2.3%，预期3.0%，前值4.2%。

食品与非食品价格环比表现均弱于季节性，从而拖累8月CPI再次低于市场预期。从食品项看，7月高基数拖累8月表现，合并7-8月则强于季节性，散发疫情以及猪肉价格上涨等影响是主要扰动因素。从非食品项看，无论是8月单月还是合并7-8月均弱于季节性，结合持续低位徘徊的核心CPI，凸显出终端需求复苏缓慢。展望未来，9月CPI或在低基数叠加假期效应的推动下再度冲3%，四季度国内需求在政策推动下逐步恢复，从而有利于CPI修复，但去年四季度基数环比走高或继续拖累今年四季度CPI下行至2-2.5%。

PPI弱于市场预期，其中生活资料价格保持韧性，生产资料价格快速回落。从行业看，原油、煤炭等价格下降，黑色、有色等有所改善。预计四季度PPI或步入通缩区间。一是基数效应影响，2021年四季度PPI同比上涨12.2%，较当年三季度抬升2.5个百分点。二是新增动力减弱，在美联储、欧央行等央行快节奏加息与海外通胀持续高位冲击下，四季度全球衰退或将加速。助推因素方面，一是能源供需缺口或在今年冬季加大，使得能源类价格具有韧性；二是国内基建投资正稳步向上，房地产投资在多重因素的提振下可能有所好转，对相关商品的需求提升或对工业品仍有一定的支撑。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

CPI与PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《复苏基础仍需夯实 政策注重落地见效》
2. 《复苏存在反复 信心仍需稳定—7月经济数据点评》

事件：国家统计局 9 月 9 日公布的数据显示，8 月 CPI 同比 2.5%，预期 2.8%，前值 2.7%；PPI 同比 2.3%，预期 3.0%，前值 4.2%。

点评：8 月通胀数据超预期回落，PPI 斜率更陡从而推动 CPI-PPI 剪刀差近 20 个月以来首度转正。从 CPI 看，食品与非食品价格环比表现均弱于季节性，从而拖累 8 月 CPI 再次低于市场预期，但合并 7-8 月表现看，食品强于季节性而非食品持续弱于季节性。尤其是再结合持续低位徘徊的核心 CPI，凸显出终端需求复苏缓慢。短期而言，9 月或将继续冲 3% 但四季度再度回落至 2-2.5% 的可能性较大。从 PPI 看，四季度或步入通缩区间，其中基数效应与全球需求下降拖累 PPI，但部分品种供给需求尚存叠加国内投资增速回暖对工业品仍有一定的支撑。总的来看，温和的 CPI 叠加可能步入通缩的 PPI 对货币政策环境较前期更为友好，但美欧等主要央行加快加息的压力在一段时间内仍将存在。

1、食品价格涨幅弱于季节性叠加非食品价格逆季节性回落拖累 CPI，核心 CPI 低位持平

8 月 CPI 同比上涨 2.5%，低于市场预期（2.8%）。从环比看，8 月 CPI 环比回落 0.1%，低于历史（2011-2019 年，下同）均值 0.5 个百分点。从同比看，食品价格上涨 6.1%，涨幅比 7 月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.09 个百分点。其中，猪肉价格上涨 22.4%，涨幅比 7 月扩大 2.2 个百分点；鲜果和鲜菜价格分别上涨 16.3% 和 6.0%，涨幅比 7 月均有回落；食用植物油和粮食价格分别上涨 7.9% 和 3.3%。非食品价格上涨 1.7%，涨幅比 7 月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.38 个百分点。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。

8 月食品价格弱于季节性特征，合并 7-8 月后则强于后者。8 月食品价格环比上涨 0.5%，弱于历史均值（1.4%），主因在于消费需求偏弱以及部分品种供应增加，同时 7 月涨幅过大拖累 8 月环比。从 7-8 月合计情况看，食品价格环比涨幅（3.5%）仍超出历史均值（1.7%）1.8 个百分点。

鲜菜价格涨幅大幅回落。8 月北方蔬菜上市量增加，但中下旬南方高温干旱天气影响蔬菜生产供应，全国鲜菜价格先降后涨，总体环比上涨 2.0%，弱于历史同期均值（6.5%）4.5 个百分点。不过，7-8 月合计口径看，环比涨幅（12.3%）超出历史均值（9.3%）3 个百分点。从菜篮子产品批发价格 200 指数走势看，8 月下旬至 9 月 8 日涨幅达到 8.4%。临近中秋假期，鲜菜价格或有小幅上涨，但从历史经验看，9 月平均涨幅（3.0%）

较 8 月会有所回落。

肉类价格连续 5 个月环比上涨,但 8 月涨幅降至这一阶段的低位。其中,生猪出栏逐步恢复正常,加之消费需求季节性走弱,8 月猪肉价格环比上涨 0.4%,涨幅比 7 月回落 25.2 个百分点;但 7-8 月合计涨幅(26%)大幅超过历史均值(8.6%)17.4 个百分点。发改委官方微信公众号 8 月 29 日消息显示,为保障节假日期间猪肉市场供应,国家发展改革委将会同有关部门自 9 月份开始分批次投放政府猪肉储备,并指导地方联动投放储备。今年 2 月底以来,国家共展开了多批次的冻猪肉收储工作,但通过投放猪肉储备以稳定猪价在年内则尚属首次。从供给端看,2021 年 7 月-2022 年 4 月的 10 个月中,能繁母猪存栏量有 9 个月环比下降,但 2022 年 6-7 月连续回升,目前仍处于近 8 年的高位水平。虽然本轮猪周期或已启动,但由于能繁母猪产能去化程度不及此前几轮,对应猪肉价格涨幅或相对有限。

其他食品价格涨跌互现。其中,鲜果(环比变化为-1%,下同)、水产品(持平)、油脂(0.7%)分别强于季节性 2.6、0.6、0.4 个百分点;粮食(持平)、鲜奶(持平)、蛋类(3.1%)分别弱于季节性 0.2、0.2、4.7 个百分点。若合计 7-8 月看,主要食品中仅粮食(0.1%)、奶制品(0.1%)、蛋类(3.4%)弱于季节性。对比国际食品,8 月 FAO 食品价格指数同比涨幅(8.3%)近 20 个月以来首次回落至个位数,谷物价格涨幅(11.9%)为近 2 年最低,油和油脂价格涨幅(-1.4%)为近 27 个月以来首度转负。

非食品价格连续第 2 个月逆季节性回落。8 月非食品价格环比回落 0.3%,逆季节性回落(历史均值为上涨 0.1%);合并 7-8 月看,环比变化(-0.4%)仍然低于历史均值(0.3%)。分项数据 3 涨 2 平 2 降。其中,其他用品及服务、教育文化娱乐、医疗保健价格分别环比上涨 0.3%、0.1%和 0.1%;居住、生活用品及服务价格均持平;交通通信、衣着价格分别下降 1.7%和 0.2%。非食品中,工业消费品价格下降 0.7%,降幅比 7 月扩大 0.2 个百分点,其中受国际油价下行影响,国内汽油和柴油价格分别下降 4.8%和 5.2%,合计影响 CPI 下降约 0.20 个百分点;服务价格由 7 月上涨 0.3%转为持平,其中受疫情影响,飞机票和交通工具租赁费价格分别下降 7.5%和 1.0%。非食品价格持续走弱,一方面近期 PPI 快速回落对 CPI 非食品价格的推动效应减弱,但更重要的是当前终端需求复苏仍然偏弱。

核心 CPI 低位持平。8 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.8%,与 7 月持平;环比持平,较 7 月回落 0.1 个百分点。从同比看,2021 年 9 月至 2022 年 3 月核心 CPI 基数始终在疫情后的高位(1.2%左右)徘徊,

若未来需求复苏不强，则核心 CPI 将继续低位徘徊。

综合而言，食品与非食品价格环比表现均弱于季节性，从而拖累 8 月 CPI 再次低于市场预期（7 月同比 2.7%，低于预期 0.2 个百分点）。从食品项看，7 月高基数拖累 8 月表现，合并 7-8 月则强于季节性，散发疫情以及猪肉价格上涨等影响是主要扰动因素。从非食品项看，无论是 8 月单月还是合并 7-8 月均弱于季节性，结合持续低位徘徊的核心 CPI，凸显出终端需求复苏缓慢。展望未来，9 月 CPI 或在低基数叠加假期效应的推动下再度冲 3%，四季度国内需求在政策推动下逐步恢复，从而有利于 CPI 修复，但去年四季度基数环比走高 0.9 个百分点或继续拖累今年四季度 CPI 下行至 2-2.5%。此外，考虑到四季度全球加速衰退可能性上升，国际油价再次大幅冲高的可能性较小，而且本轮能繁母猪产能去化程度不及此前几轮从而猪肉价格涨幅或相对较弱，短期“猪油共振”大幅推高 CPI 的风险可控。

2、PPI 加速回落

PPI 弱于市场预期。8 月 PPI 环比回落 1.2%，同比上涨 2.3%，弱于市场预期（3.0%），较 7 月大幅回落 1.9 个百分点。PPIRM 环比回落 1.4%；同比涨幅（4.2%）较 7 月回落 2.3 个百分点。在 8 月 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。

生活资料价格保持韧性，生产资料价格快速回落。从环比看，8 月生活资料价格回落 0.1%，近 14 个月以来首度转负；生产资料价格回落 1.6%，连续 3 个月负增长。从同比看，8 月生活资料价格上涨 1.6%，近 3 个月保持稳定增长，一定程度上和疫情因素相关，此外分项的衣着类价格连涨 4 个月或与成本上涨相关；生产资料价格上涨 2.4%，较 7 月大幅回落 2.6 个百分点，近 4 个月累计下降 7.9 个百分点。

从行业看 原油 煤炭等价格下降 铝价 有色金属有所改善 其他 云

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_46019

