

## 8月CPI、PPI涨幅超预期回落，稳物价基础进一步巩固

——2022年8月物价数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

**事件：**根据国家统计局公布的数据，2022年8月，CPI同比上涨2.5%，涨幅较上月回落0.2个百分点；PPI同比上涨2.3%，涨幅较上月回落1.9个百分点。

**基本观点：**主要受鲜菜价格涨幅回落、成品油价格下调等带动，8月CPI同比超预期放缓。当前正处于猪周期价格上行阶段，食品价格CPI同比涨幅较大，是支撑CPI的主要因素，而非食品价格涨幅持续处于偏低水平。整体上看，受消费修复较缓、绝大多数商品供应充足等因素影响，当前通胀形势比较稳定，为宏观政策在稳增长方向持续发力提供了较大空间。PPI方面，主要受原油、煤炭等能源价格走低，以及下游生活资料价格转跌影响，8月PPI环比延续较大幅度下跌态势，加之上年同期基数走高，当月PPI同比涨幅回落幅度超出预期。展望未来，在猪肉价格上涨等因素推动下，9月CPI涨幅或将再度扩大至2.9%左右，但核心CPI涨幅将处于明显低位，加之PPI同比有望延续下行势头，稳物价基础将进一步巩固。由此，年底前通胀大幅走高的风险不大，宏观政策将主要聚焦于稳增长。

**一、8月CPI同比超预期下行，鲜菜价格涨幅明显回落是一个重要原因，而成品油价格下调等也带动非食品价格涨幅收窄，核心CPI同比继续处于明显低位，显示当前物价形势整体稳定。**在上年同期基数走低的背景下，8月CPI同比涨幅回落0.2个百分点，主要源于当月CPI环比大幅降至-0.1%（上月为增长0.5%），明显低于历史平均水平。这意味着8月新涨价因素明显偏弱，对CPI同比形成了显著的抑制作用。

具体来看，8月CPI同比涨幅回落，一个主要原因是当月鲜菜价格同比涨幅显著下行，带动食品价格同比由上月的6.3%降至6.1%。8月北方蔬菜上市量增加，加之上年同期基数大幅抬高，导致当月鲜菜价格同比涨幅由上月的12.9%降至6.0%，成为带动食品价格涨幅回落的主要原因。另外，在生猪出栏逐步恢复正常、消费需求季节性走弱影响下，8月猪肉价格环比仅上涨0.4%，环比涨幅比上月大幅回落25.2个百分点；尽管受上年同期基数走低影响，8月猪肉价格同比小幅扩大至22.4%，但冲高势头明显回落，对食品CPI的推升作用减弱。当月粮食、食用植物油、水产品等其他食品价格变动不大。

非食品价格方面，在国际原油价格持续下行带动下，8月国内成品油价格连续下调，导致近期推高CPI的一个重要因素——交通和通讯价格——环比下降1.7%，同比涨幅则由上月的6.1%收窄至4.9%。这意味着大宗商品价格走弱正在向CPI传导，并成为抑制CPI上行的重要因素。我们判断，这将成为后期

CPI 走势难现大幅上行的一个重要原因。疫情影响下，8 月飞机票和交通工具租赁费价格环比分别下降 7.5% 和 1.0%，服务价格同比涨幅延续偏弱走势（当月值为 0.7%，与上月相同）。以上因素叠加，8 月非食品价格同比由上月的 1.9% 降至 1.7%。另外，8 月扣除波动较大的食品和能源价格、更能反映整体物价水平的核心 CPI 同比为 0.8%，与上月相同，继续处于明显低位。

我们认为，尽管受猪周期处于价格上行阶段影响，当前食品价格涨幅较高，但非食品价格、特别是核心 CPI 同比持续处于低位，表明当前国内物价水平整体稳定，与欧美高通胀形成鲜明对比。这一经济基本面差异为国内宏观政策保持独立性、自主性奠定了基础。我们判断，后期视经济修复走势而定，货币财政政策都具备在稳增长方向发力的空间。

展望 9 月，近期猪肉、鲜菜价格都有不同程度上涨，加之上年同期基数大幅下行，9 月食品 CPI 涨幅将有所扩大，这有可能推动 9 月 CPI 同比拐头向上。但在居民消费修复较为缓和，绝大多数商品和服务供应充分的市场格局下，9 月非食品价格涨幅仍将处于低位。这将对整体 CPI 上行幅度形成一定抑制作用。我们预计，9 月 CPI 同比将在 2.9% 左右，核心 CPI 同比将延续 1.0% 左右的低位。事实上，我们判断四季度 CPI 同比大幅突破 3.0% 的可能性也很小，这意味着年内物价形势有望持续处于稳定状态。这将为宏观政策灵活调整提供充分空间。

**二、主要受原油、煤炭等能源价格走低，以及下游生活资料价格转跌影响，8 月 PPI 环比延续较大幅度下跌态势，加之上年同期基数走高，同比涨幅回落幅度超出预期。**8 月 PPI 环比下跌 1.2%，同比涨幅较上月收窄 1.9 个百分点至 2.3%，回落幅度超出普遍预期。从新涨价和翘尾因素来看，由于环比延续下跌，8 月 PPI 新涨价因素较上月下滑 1.2 个百分点至 -0.2%，而翘尾因素也较上月下滑了 0.7 个百分点。可见，8 月 PPI 同比涨幅较快收敛，既受新涨价动能削弱影响，也与基数抬高有关，其中前者为主要下拉力量。具体来看：

首先，受全球经济增长预期减弱以及美元指数上涨影响，8 月国际原油价格继续回落，布油现货价月均值降至 100 美元/桶附近，环比跌幅达 11.2%，同比涨幅从上月的 50.1% 大幅收敛至 41.2%。受此影响，8 月石油开采、加工以及化工等原油相关行业 PPI 均呈现环比较大程度下跌、同比涨幅明显回落的态势。这意味着此前支撑 PPI 较快上涨的一个主要动力正在显著弱化。

其次，尽管 8 月中下旬煤炭价格有所回升，但月均价与 7 月相比仍整体回落，导致当月煤炭开采业 PPI 同比涨幅由上月的 20.7% 降至 8.6%。此前，原油和煤炭价格上涨是推高 PPI 的主要动力；近期这两类商品价格掉头向下，正在成为压低 PPI 同比的重要因素。此外，尽管基建稳增长加码发力，但主要由于地产投资羸弱，需求端对工业品价格的支撑作用仍难言强劲，8 月国内螺纹钢、水泥等工业品价格有所反弹，

但幅度有限，混凝土等部分建材价格仍继续走低。

第三，在经历此前的较快下行后，8月部分国际大宗商品价格有所反弹——这也反映于尽管油价大跌，但当月RJ-CRB商品价格指数月均值环比上涨5.7%，同时，国内铜、铝等有色金属价格也跟随国际市场价格回升。不过，由于PPI为出厂价格，其变动滞后于市场价格、尤其是国际市场价格，因此8月国内PPI新涨价动能或一定程度上仍在反映此前大宗商品和工业品价格的较快下挫。可以看到，尽管8月螺纹钢、铜、铝等市场价格均有所上涨，但黑色金属和有色金属冶炼业PPI环比仍下跌，同比继续走弱。

在上述三点因素综合影响下，8月生产资料PPI环比下跌1.6%，跌幅与上月的1.7%基本持平，同比涨幅较上月回落2.6个百分点至2.4%。其中，采掘工业PPI环比跌幅扩大，原材料工业和加工工业PPI跌幅小幅收敛，三项同比涨势则均有所放缓。

最后，由于终端消费需求恢复缓慢，下游商品价格涨势持续偏弱。8月耐用消费品PPI环比从上月的上涨0.2%大幅走弱至下跌0.4%，同比跌幅扩大至0.6%。同时，由于食用农产品价格涨势放缓，食品类PPI环比涨幅从上月的0.6%放缓至0.0%。主要受这两项影响，8月生活资料PPI环比从上月的上涨0.2%转为下跌0.1%，同比涨势小幅回落0.1个百分点至1.6%。

整体上看，近期伴随生产资料PPI涨势快速回落，生产资料和生活资料PPI之间的剪刀差已显著收敛，中下游企业面临的原材料成本上涨压力得到明显缓解。不过，当前生活资料PPI涨势仍然低迷，表明此前原材料价格的快速上涨始终未能顺畅地向下传导，折射出终端消费持续偏弱。这也意味着，当前中下游企业经营压力已经从成本端转向需求端，保市场主体的政策重心也正在从留抵退税、财政补贴等转向加大力度刺激总需求。

展望未来，PPI同比将持续回落。一方面，全球各主要经济体央行通过大幅加息来抑制高通胀，给经济增长带来下行压力，全球经济衰退预期渐强，大宗商品需求预期承压。另一方面，国内稳增长政策持续发力，基建投资提速将给国内工业品价格带来回升动力，但考虑到短期内地产投资难见明显回暖，叠加保供稳价政策持续发力，工业品价格料难现快速上涨。更为重要的是，随去年同期基数上扬，未来几个月PPI翘尾因素将不断回落，到四季度翘尾因素对PPI同比的贡献将为负值。由此，9月PPI同比涨幅将继续收窄，不排除四季度个别月份出现同比负增长的可能。我们认为，这不仅将持续缓解企业成本压力，增强经济修复动力，而且也将成为年内稳定物价大局的一个积极因素。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。