

食品价格难改通胀大局

8月通胀数据点评

8月通胀与我们预期近似，核心通胀仍在下行趋势，尤其房租持续同比下降，消费修复偏慢背景下，食品价格上涨难改通胀大局。

- 在三分法的 CPI 分析框架中，核心 CPI 月率仍在下行趋势中。外贸出口尽管继续保持较高增速，但主要由外需价格拉动、数量增长有限，对于国内资源的挤占不显著，叠加内需修复偏慢，核心 CPI 短期难有趋势性反弹。
- 柴油价格涨幅反弹并未带动能源价格整体涨幅，或与煤炭价格涨幅回落有关，年内能源价格涨幅仍将易降难升。本月美欧在能源市场向俄罗斯“摊牌”，将可能抛出 44 美元/桶的原油“指导价”。据测算这大约是俄罗斯海上原油生产的成本价。此举的主要用意不在于抑制俄罗斯原油出口，而是打压俄罗斯向亚洲新兴市场出口原油的议价能力。迫使俄以更低油价进入亚洲市场，挤占对中东原油的需求，最终迫使中东原油对欧洲降价。“限价”措施提出的同时，沙特下调对亚欧出口原油的定价、印度暗示可能增加中东原油采购，都侧面反映原油市场的卖方价格联盟可能更难维系。
- 食品 CPI 涨幅仍在高位，但略有回落。食品 CPI 涨幅接近食用农产品价格涨幅，或反映成本端的涨价压力向消费端传导已较为充分，一般情况下，涨幅继续扩大的难度增加。而且在居民消费支出增长放缓的背景下，即使食品价格继续上涨，也可能更多起到挤出其他消费的作用，对 CPI 整体的影响力或将减弱。
- 当前非常值得关注的趋势是房租类 CPI 连续同比下降。5-8 月，房租类 CPI 已连续 4 个月同比下降，且降幅逐步扩大，这是有统计以来，除 2020 年疫情冲击期间外从未出现过的情况。房租可以比较直观地反映居民对住房居住功能的需求，这种需求更能决定楼市的长期走势。以环比月率来看，房租类 CPI 月度涨幅的中枢一般在 0.2% 以上。但从 2020 年以来，其波动中枢已逐步降至 0 附近。这显示，居民对住房的使用性需求并未转强。楼市景气如果有明确恢复，其先行信号应该是房租类 CPI 的弹性修复，比如月度涨幅先超过 0.2% 以弥补此前的低增长，然后围绕 0.2% 的月率中枢波动。
- 综合来看，我们维持前期观点，下半年 CPI 同比涨幅平均超过 3% 概率不高，对利率不构成约束；若持续不及市场一致预期，反而可能为利率下行创造条件。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

相关研究报告

《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》 20210617
 《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》 20210809
 《跨周期的“两阶段宽信用”》 20210825
 《单向度的宽信用并不容易》 20210908
 《跨周期的长债收益率分析》 20210930
 《如何看待“宽松预期落空”》 20211021
 《货币条件率先启动》 20211111
 《降息的宽信用作用——MLF 降息点评》 20220117
 《宽信用趋势进一步明确——LPR 降息点评》 20220120
 《通胀压力或被平缓消化——3 月通胀数据点评》 20220411
 《上游价格盘整、下游传导不畅——5 月通胀数据点评》 20220613
 《货币财政配合与长债利率》 20220627
 《三分法看 CPI 走势——7 月通胀数据点评》 20220811
 《大通胀的终结？——美国衰退与国内通胀前景》 20220817
 《如何看住房的使用性需求——高频数据扫描》 20220821

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 固定收益

证券分析师: 肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060005

证券分析师: 张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

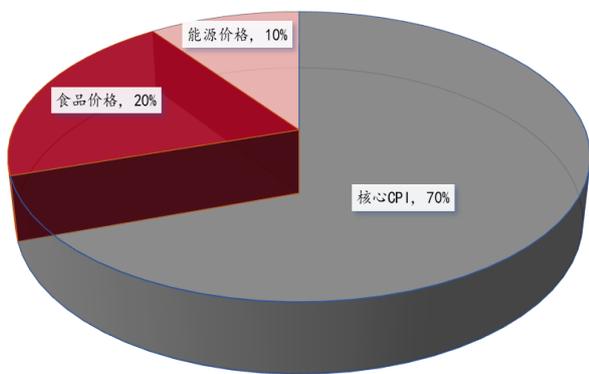
证券投资咨询业务证书编号: S1300520090001

事件：国家统计局9月9日发布2022年8月份通胀数据。全国居民消费价格CPI同比上涨2.5%。其中，食品价格上涨6.1%，非食品价格上涨1.7%；消费品价格上涨3.7%，服务价格上涨0.7%。CPI环比下降0.1%。其中，食品价格上涨0.5%，非食品价格下降0.3%；消费品价格下降0.2%，服务价格持平。全国工业生产者出厂价格PPI同比上涨2.3%，环比下降1.2%；工业生产者购进价格同比上涨4.2%，环比下降1.4%。

点评：在上个月的通胀数据点评《三分法看CPI走势》(20220811)中我们提出，当前在食品价格涨幅反弹、能源价格涨幅收窄的背景下，适合以“三分法”框架分析CPI走势，将CPI划分为核心CPI、食品类CPI和CPI能源成分三大类进行分析。经测算，核心CPI、食品类CPI和能源成分三者在CPI中所占的份额依次约为70%、20%和10%。当前CPI的整体走势是核心CPI和能源成分的涨幅均处于下行趋势、食品CPI则是拉动CPI涨幅上行的不确定因素。

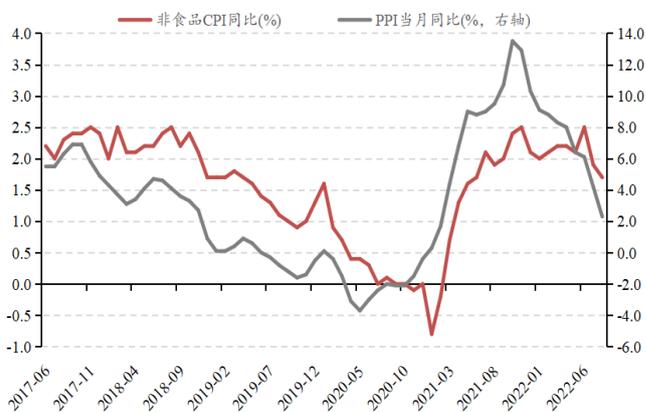
8月的通胀数据与我们预计的近似，PPI涨幅延续回落，带动整个非食品CPI涨幅继续下行，食品CPI涨幅尽管处于近年来较高水平，但较前月亦小幅回落。

图表 1. CPI 的三分法份额结构



资料来源：万得，中银证券。

图表 2. PPI 与非食品 CPI 涨幅

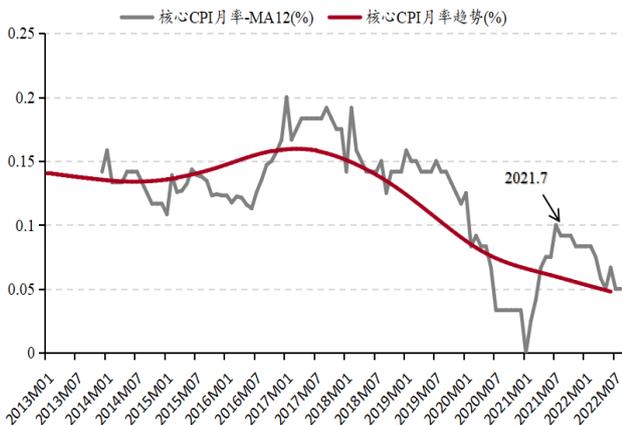


资料来源：万得，中银证券。

1、核心 CPI 涨幅仍处于下行趋势

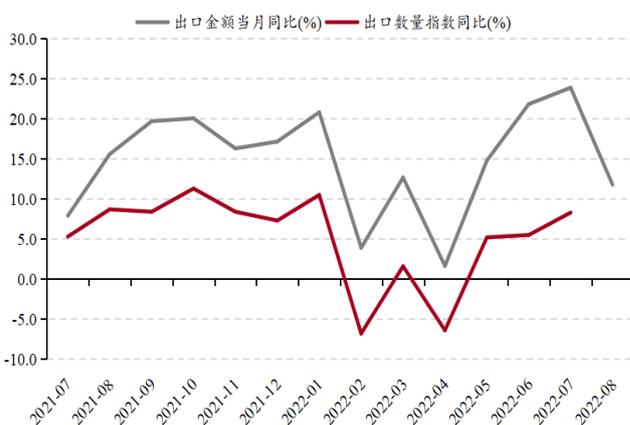
在三分法框架中，核心CPI所占的份额最大，但波动性较小、趋势性较强。如图3所示，核心CPI环比涨幅的中枢以及12个月移动均值仍处于下行趋势中。去年7月核心CPI同比涨幅达到1.3%，为疫情冲击以后核心CPI涨幅的高点，有可能也将是年内核心CPI涨幅所能达到的上限。

图表 3. 核心 CPI 环比月率趋势



资料来源：万得，中银证券。注：趋势项通过对核心CPI环比涨幅进行HP滤波得到。

图表 4. 出口金额和出口数量指数同比涨幅



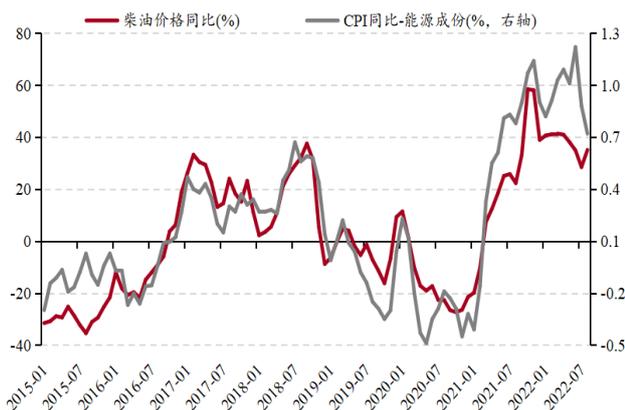
资料来源：万得，中银证券。

外贸出口尽管保持较高增速，但主要由外需价格拉动、数量增长有限，对国内资源的挤占不显著，叠加内需修复偏慢，核心 CPI 短期难有趋势性反弹。8 月以人民币计的外贸出口同比增速仍然达到 11.8%，但从最近一段时间的外贸增速来看，出口价格拉动名义增速的特征比较明显。今年上半年出口数量指数的同比增速均值只有 1.6%；7 月增速尽管反弹到 8.3%，但 8 月增速大概率较 7 月又有所回落。外贸影响国内核心通胀主要是通过占用国内资源（包括劳动力资源）发挥作用。出口量增长有限的条件下，尽管创造外贸收入的效果明显，但对国内实际资源的挤占不显著，不会对核心通胀产生明显影响。

2、CPI 能源成分涨幅易降难升

从能源价格来看，国内油价通常与 CPI 能源成分高度相关。我们从 CPI 同比涨幅中，剔除核心 CPI 涨幅和食品类 CPI 涨幅后，得到 CPI 同比涨幅的能源成分。可以发现，能源成分的同比涨幅，通常与油价高度相关，如图 5 所示。从 8 月数据看，柴油价格的涨幅由于低基数效应，其实出现了阶段性反弹，但 CPI 能源成分的同比涨幅仍然继续回落。这可能是由于其他主要燃料，比如煤炭的价格涨幅在本月继续回落。如图 6 所示，全月平均来看 1/3 焦煤市场价和环渤海动力煤价格指数（Q5500K）8 月的同比涨幅分别回落至 -21.8% 和 7.6%。

图表 5. CPI 能源成分和柴油价格同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

图表 6. 煤炭价格涨幅回落



资料来源：万得，中银证券。

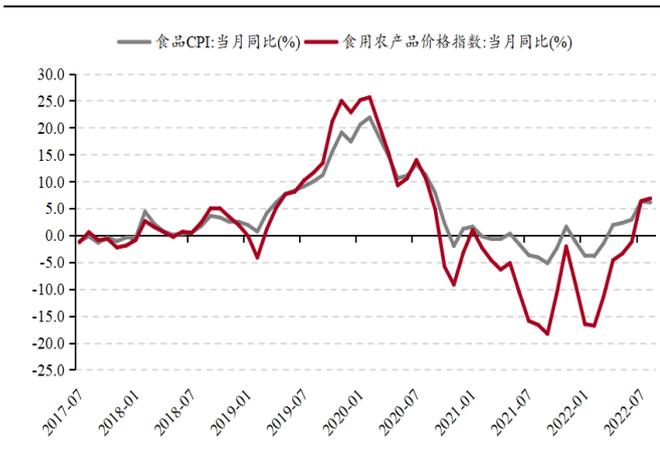
向后看，能源价格仍有随国际市场下行的空间，年内能源价格涨幅预计易降难升。本月，西方 7 国财长联合发表声明称，将设定对俄罗斯出口原油的价格上限(Price Cap)。9 月 6 日，美国副财长 Adeyemo 向媒体表示，美国初步设定对俄罗斯原油价格的上限为 44 美元/桶。根据研究机构 IHS Markit 在 2019 年的估计，俄罗斯陆上原油的生产成本约为 42 美元/桶，海上原油的生产成本约为 44 美元/桶。如果西方 7 国确实抛出 44 美元/桶的限价，无异于是向俄罗斯“摊牌”。

西方 7 国此举的主要用意不在于抑制俄罗斯原油出口，而是打压俄罗斯向亚洲新兴市场出口原油的议价能力。这种策略的核心假设是由于俄乌冲突限于僵持，俄罗斯原油供应的价格弹性更小。因此，美欧联合限价，意在迫使俄罗斯以更低价格向亚洲新兴市场销售原油，挤占亚洲市场对中东原油的需求，最终迫使中东原油对欧洲降价。“限价”措施提出的同时，沙特下调对亚欧出口原油的定价（中财网 9 月 7 日报道）。同时，印度石油部长近日则表示“在可预见的未来，我们的大部分原油供应将来自沙特阿拉伯、伊拉克、阿布扎比、科威特等”（中财网 9 月 7 日报道），隐含希望俄罗斯继续降价之意。这些信号从侧面反映出，当前原油市场的卖方价格联盟可能更难维系。

3、食品价格对 CPI 的带动效应可能减弱

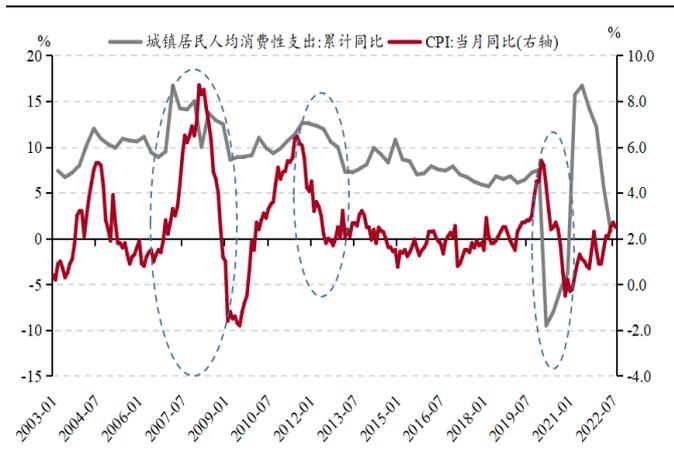
8月食品CPI同比涨幅仍处于6.1%的高位，但涨幅较前月回落0.2个百分点。如图表7所示，目前食用农产品价格指数的同比涨幅已基本与食品CPI的同比涨幅一致。这说明，食品的成本端涨价压力对消费端的传导已经较为充分。从近年来这两个指标的运行来看，除2019年“非洲猪瘟”造成猪肉供给的刚性缺口以外，在其他多数时间段，成本端涨价幅度与消费端涨价幅度出现倒挂的持续时间一般不长。食用农产品涨价幅度趋近或超过食品CPI涨价幅度，可能意味着食品CPI涨幅继续扩大的难度增加。

图表7. 食品CPI和食用农产品价格涨幅



资料来源：万得，中银证券。

图表8. 居民支出与CPI涨幅



资料来源：万得，中银证券。

而且在居民消费支出增长放缓的背景下，即使食品价格继续上涨，也可能更多起到挤出其他消费的作用，对CPI整体的影响力或将减弱。如图表8所示，近期城镇居民人均消费支出的增速出现比较明显的回落，此前消费支出增速出现类似明显回落一般伴随着CPI涨幅的回落。这说明，由于总的消费需求增长放缓，即使某一类消费（比如食品消费）具有刚性，可能由于供给端压力而出现涨价，但其结果更可能是挤出其他类型的消费，压缩其他类型消费价格的上涨空间。如果食品价格上涨的结果是导致其他类型消费被部分挤出，则其涨价对CPI的净影响也会随之减弱。

4、关注房租类CPI持续同比下降

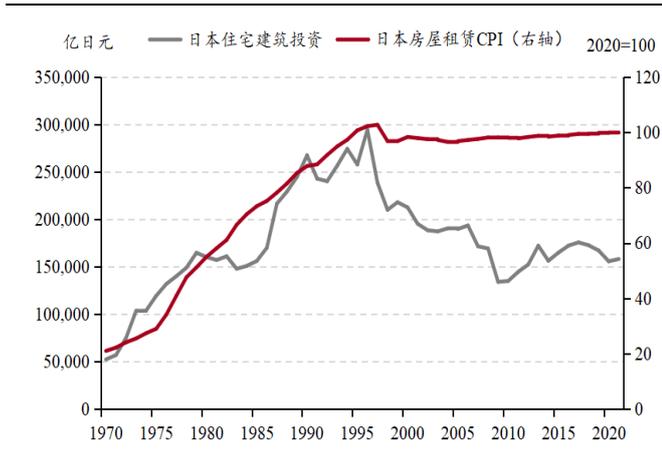
在8月通胀数据中，非常值得关注的是房租类CPI同比下降0.5%，已连续第4个月同比下降，且降幅有逐步扩大的势头。在前期的高频数据报告《如何看待住房的使用性需求》(20220821)中我们曾提出，可以将居民的住房需求划分为三类：使用性需求、投资性需求和预防性需求。其中，使用性需求是对住房居住功能的需求。房租可以比较直观地反映居民对住房居住功能的需求，也可以衡量住房使用价值的稀缺性特征。投资性需求是将住房视为一种投资品、居民为了追求资产升值收益而产生的购房需求。预防性需求是居民在预期房价将较快上涨条件下，提前购买住房的需求。

以上三种需求中，使用性需求是基础性需求，决定市场的长期走势。而投资性需求和预防性需求都具有某种“顺周期”特征，即在市场景气高涨时表现得较为明显，在市场景气低迷时则趋于消失，甚至基于投资性需求所购买的存量住房，还可能在市场景气低迷时转化为净供给。因此，在房地产市场弱势条件下，房租变动的重要性会相对上升。以日本上世纪90年代的房地产市场运行为例，虽然日本房价在90年代初已出现泡沫破裂的迹象，但如图表9所示，日本住宅投资的显著下滑实际上与日本房租在90年代中期见顶的关系更为密切，后者显示日本居民对住房的使用性需求停止增长。

在当前楼市景气偏冷、购房者对房价继续上涨也缺乏一致预期的背景下，投资性需求和预防性需求整体上趋弱，此时使用性需求对市场景气的影响就显得更重要。以环比月率看，有统计以来房租类CPI月度涨幅的中枢一般在0.2%以上。但从2020年以来，其波动中枢已逐步降至0附近。这显示，居民对住房的使用性需求并未转强。

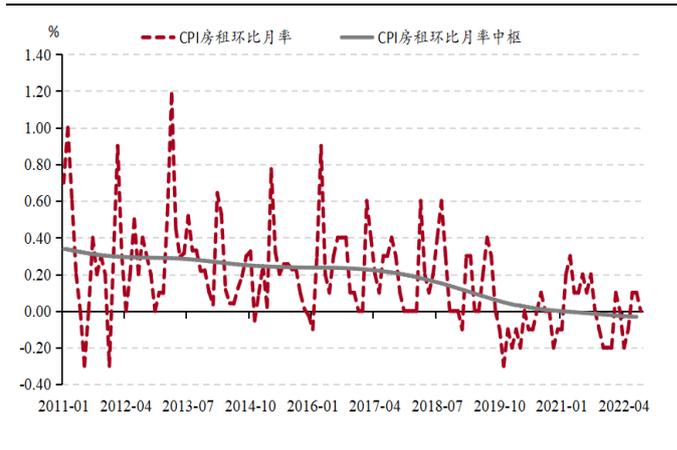
我们认为，楼市景气如果有明确恢复，其先行信号应该是房租类CPI的弹性修复，比如月度涨幅先超过0.2%以弥补此前的低增长，然后围绕0.2%的月率中枢波动。

图表 9. 日本房租滞涨同时住房投资大幅回落



资料来源：万得，中银证券。

图表 10. 国内房租 CPI 环比月率及其中枢



资料来源：万得，中银证券。注：中枢为HP滤波后的房租CPI环比涨幅的趋势项。

综上所述，我们维持前期观点，下半年CPI同比涨幅平均超过3%概率不高，对利率不构成约束；而且如果CPI涨幅持续不及市场一致预期，反而可能为利率下行创造条件。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371