

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

国内通胀上行空间或再受防控政策的压制

2022年9月10日

- **8月CPI同比涨幅不及7月，更多是非食品项的影响。**8月CPI同比涨幅不及7月可能更多是非食品项的影响。首先，核心CPI同比上涨幅度与上月持平表明8月CPI回落压力在于食品和能源有关联的分项。其次，非食品项对CPI上涨的影响比食品项要高。因此，8月CPI同比涨幅不及7月可能更多是受到非食品项的影响，尤其是与能源价格有关联的分项。第一，猪肉价格维持高位水平，猪肉CPI同比涨幅继续上升对整体CPI还有支撑作用。第二，鲜果鲜菜涨幅均有回落，天气对鲜菜价格的短期影响变小，但二者涨幅回落的影响主要体现在食品项上。第三，在CPI的八大分项中，交通和通信分项环比下挫很深，其表现远远弱于季节性。背后主要是交通工具用燃料CPI的走弱。
- **中下游企业的成本压力或得到部分缓解。**PPI同比涨幅回落有部分原因在于上年同期基数走高，除此以外，还主要受三个方面因素影响：1) 国际大宗商品价格波动下行，价格压力有所减轻；2) 煤炭等行业增产保供效果持续显现；3) 钢材等行业需求偏弱。分行业看，8月份工业生产者的出厂价格环比降幅略有分化：1) 石油类价格的环比降幅均有所扩大，2) 金属类价格的环比降幅均有所收窄，可能是受基建投资拉动影响，导致部分行业需求略有改善。3) 受高温天气影响，电力需求增加，电力热力生产和供应业的价格环比变化由涨转降。上游主要行业的出厂价格同比涨幅回落较大，这可能会部分缓解中下游企业的成本压力。
- **国内通胀上行空间或再受防控政策的压制。**往后看，我们认为尽管国内的通胀水平短期内还面临两大上行风险，但严格的防控措施可能会压制国内通胀的上行空间。年内CPI变动面临的两大通胀风险：1) 猪周期。自进入猪周期以来，猪肉价格维持在高位水平，后续中秋、国庆等节假日可能会导致猪肉消费需求增加，影响猪肉价格。2) 国际油价变化。当前布伦特原油价格已降至近三个月以来的较低水平，随着后续冬季供暖需求增加，油价可能有上升风险。但是，中国核心CPI一直比较疲弱，反映我国的消费需求仍受压制，这可能和国内严格的防疫措施有关。在发生聚集性疫情的地区，中国会对部分地区进行封闭式管控。严格的防疫政策可能会影响国内整体需求的表现，进一步压制国内的通胀上行空间。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，油价反弹超预期等。

目录

一、8月CPI同比涨幅不及7月，更多是非食品项的影响	3
二、中下游企业的成本压力或得到部分缓解	6
三、国内通胀上行空间或再受防控政策的压制	8
风险因素	9

图目录

图 1: 8月食品和非食品项CPI的涨幅均较7月有所回落	3
图 2: 8月核心CPI同比涨幅与上月持平	4
图 3: 8月猪肉价格维持高位	4
图 4: 8月消费品同比涨幅较7月下降	5
图 5: 8月CPI涨幅回落主要受食品烟酒和交通通信项影响	5
图 6: 交通和通信项CPI环比下降明显超季节性	6
图 7: PPI同比延续下行态势，回落幅度扩大	7
图 8: 中上游PPI环比涨幅比中下游环比涨幅要大	7
图 9: 8月农副产品类购进价格同比涨幅	8
图 10: 国内通胀上行空间或再受压制	9

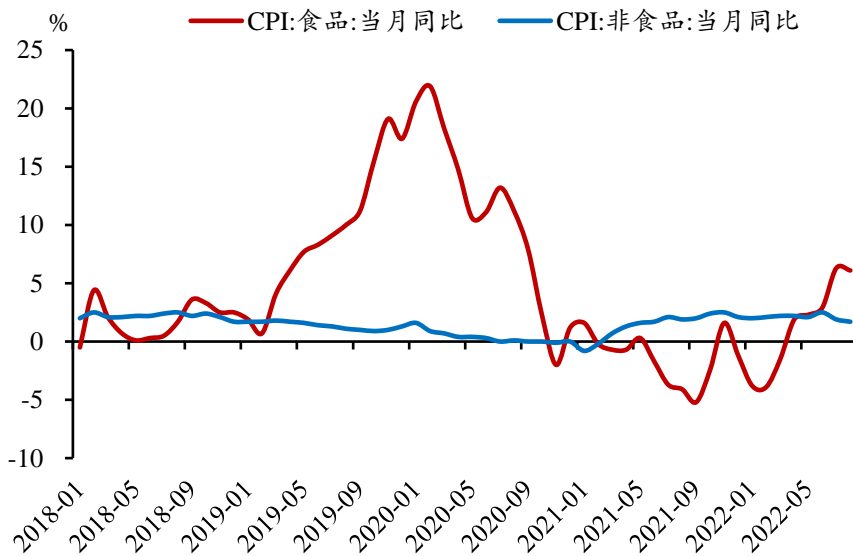
一、8月CPI同比涨幅不及7月，更多是非食品项的影响

8月CPI同比涨幅不及7月，更多是非食品项的影响。8月CPI同比上涨2.5%，涨幅比7月回落0.2个百分点，8月CPI同比涨幅不及7月可能更多是非食品项的影响。首先，核心CPI同比上涨幅度与上月持平表明8月CPI回落压力在于食品和能源相关分项。国家统计局数据显示，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.8%，涨幅与7月相同。因此，8月CPI的同比涨幅回落既有食品项影响，也有非食品项的影响。其次，非食品项对CPI上涨的影响比食品项要高。食品价格上涨6.1%，影响CPI上涨约1.09个百分点；而非食品价格上涨1.7%，其却影响CPI上涨约1.38个百分点，非食品项的影响比食品项要高出0.29个百分点。因此，8月CPI同比涨幅不及7月可能更多是受到非食品项的影响，尤其是与能源价格有关联的分项。

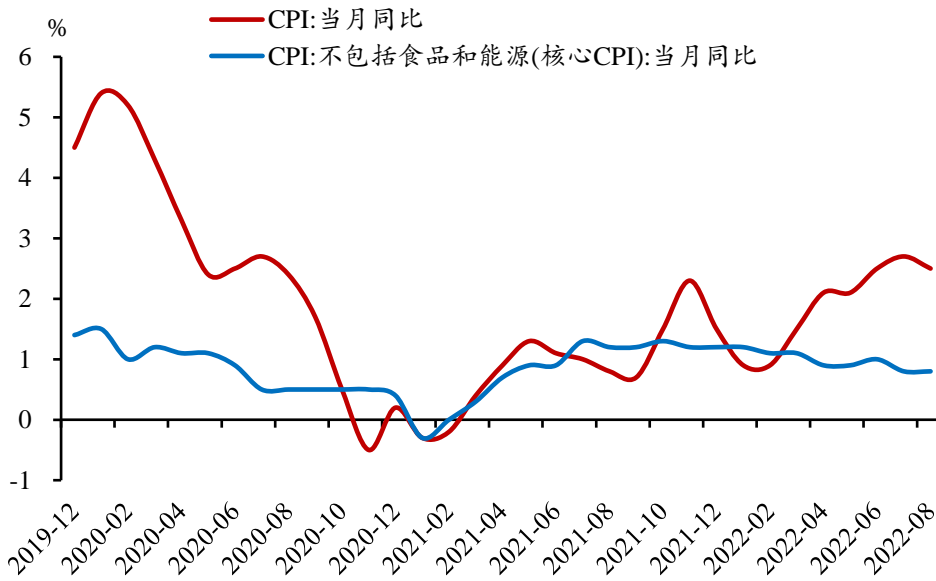
第一，猪肉价格维持高位水平，猪肉CPI同比涨幅继续上升。与7月相比，8月的猪肉平均批发价并没有更进一步上升，而是继续维持在7月的高位水平。8月猪肉平均批发价的中枢为29.13元/公斤，与7月价格中枢基本相持平，这可能是由于7月养殖户待价而沽、压栏惜售的现象在8月得到了部分缓解。8月猪肉价格继续在高位水平运行，猪肉价格同比增速为36.01%，继续带动猪肉CPI上涨。国家统计局数据显示，猪肉CPI分项的同比增速为22.40%，涨幅比7月还多了2.2个百分点，猪肉CPI上涨对整体CPI还有支撑作用。

第二，鲜果鲜菜涨幅均有回落，天气对鲜菜价格的短期影响变小。鲜果和鲜菜价格分别同比上涨16.3%和6.0%，涨幅比7月均有回落，二者的回落幅度分别为0.6和6.9个百分点。7月蔬菜价格超季节性上涨有高温天气的影响，但天气对鲜菜价格的影响偏短期，再加上蔬菜的种植周期也较短，鲜菜价格高增的趋势难以持续。鲜果鲜菜涨幅回落的影响体现在食品项上，但是这些影响尚不及非食品项的影响要大。

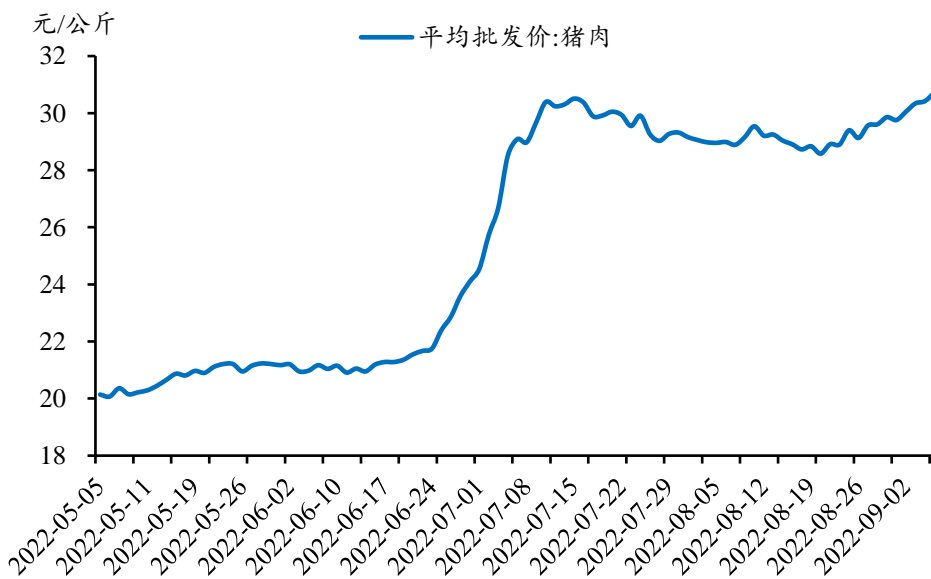
图 1：8月食品和非食品项CPI的涨幅均较7月有所回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

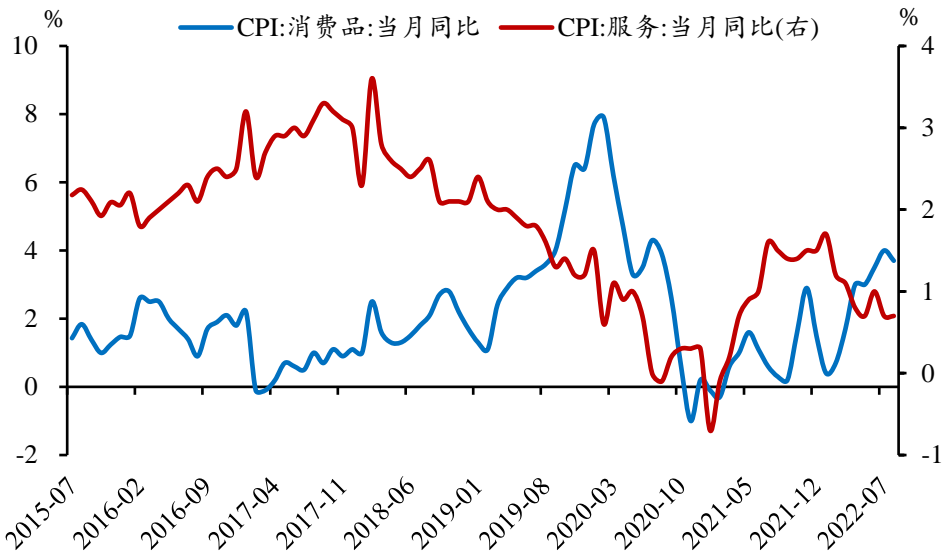
图 2：8 月核心 CPI 同比涨幅与上月持平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

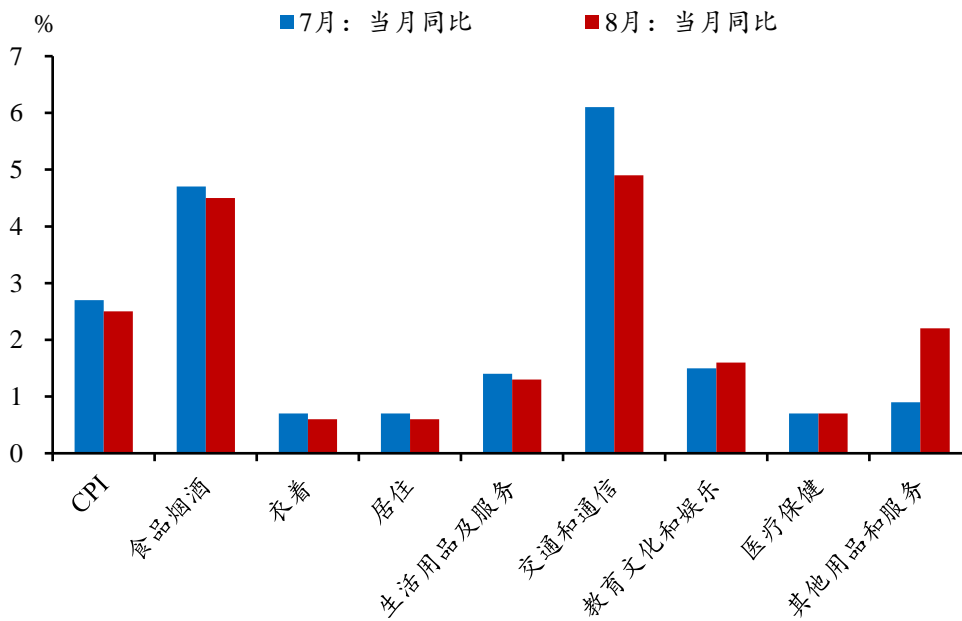
图 3：8 月猪肉价格维持高位


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

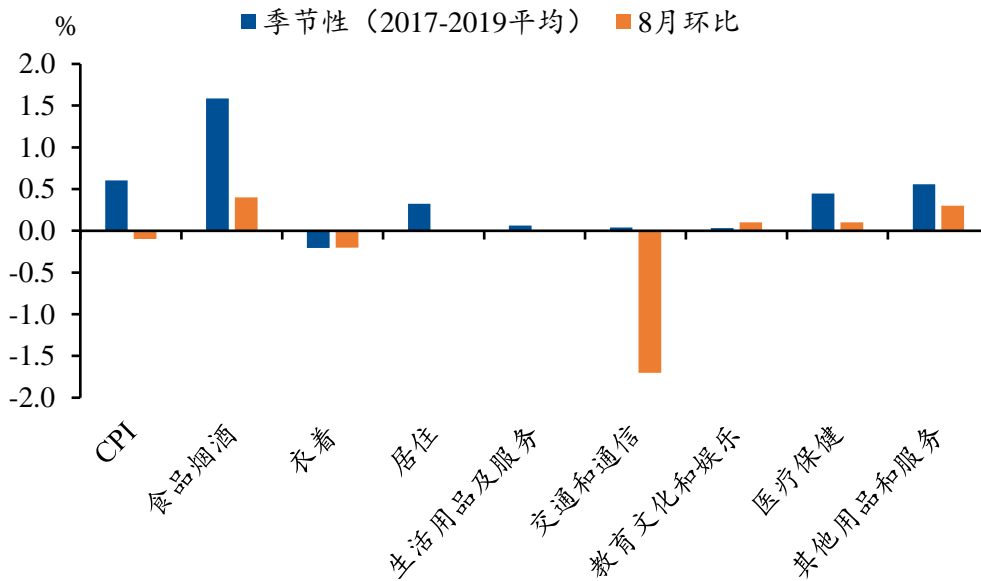
第三，消费品 CPI 走弱，交通和通信分项环比下挫很深，其表现远远弱于季节性。8 月服务项 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅与上月相同，而消费品 CPI 同比涨幅进一步下降。8 月消费品和服务 CPI 的表现，正体现了疫情对消费的抑制。从 CPI 的八大分项上看，大多数分项的表现都弱于季节性变化。其中，最值得关注的是交通和通信项的环比变化。交通和通信项 CPI 在油价下行的驱动下，环比继续走弱，增速为-1.7%，远不及季节性表现。从同比变化上看，交通和通信项 CPI 也下降较多，背后主要是交通工具用燃料 CPI 的走弱。非食品中，工业消费品价格同比上涨 3.0%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点，其中汽油、柴油和液化石油气价格同比增速分别为 20.2%、21.9% 和 19.8%，涨幅均有回落。

图 4：8 月消费品同比涨幅较 7 月下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：8 月 CPI 涨幅回落主要受食品烟酒和交通通信项影响


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

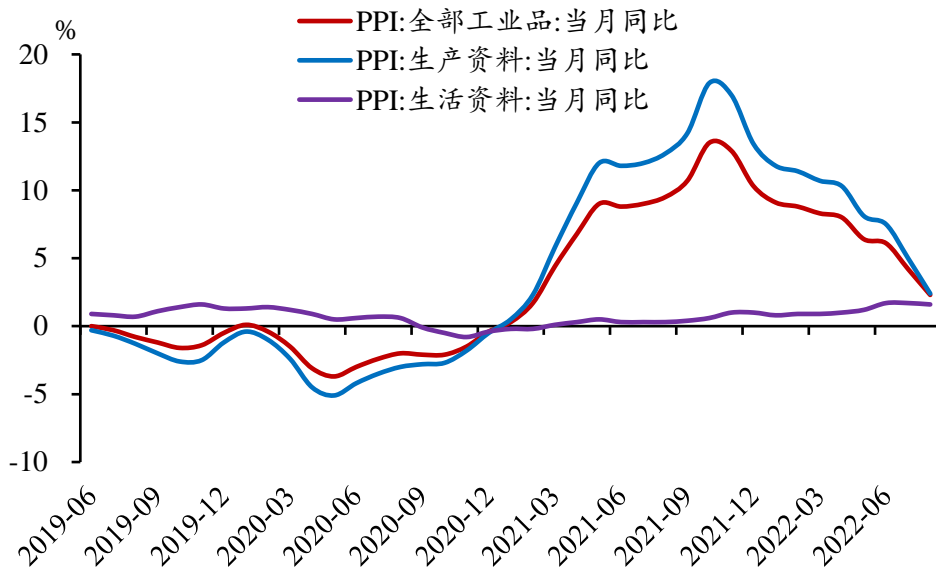
图 6：交通和通信项 CPI 环比下降明显超季节性


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

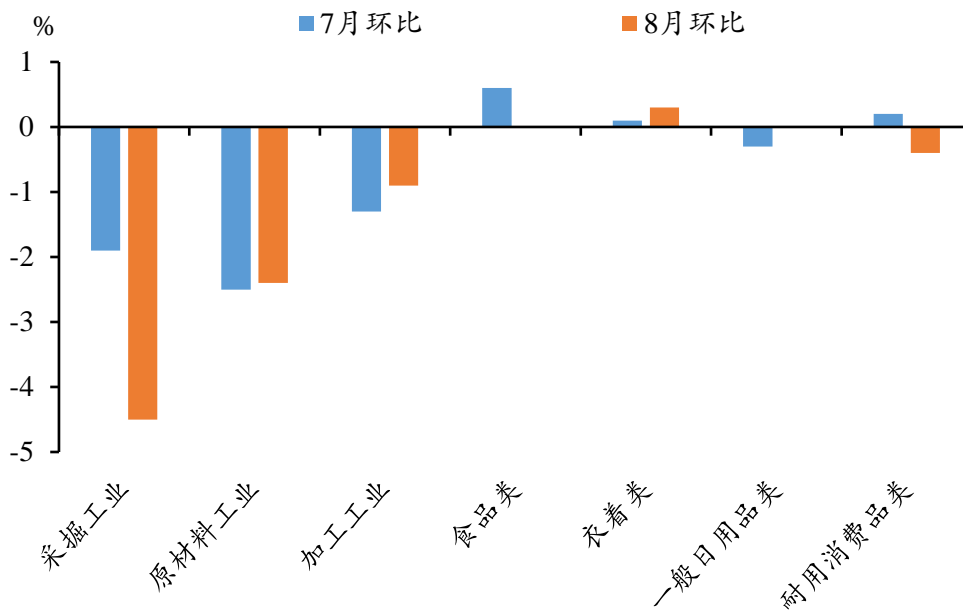
二、中下游企业的成本压力或得到部分缓解

8月PPI同比涨幅回落有三方面因素。8月PPI同比上涨2.3%，前值为4.2%，涨幅比7月回落了1.9个百分点，延续下行态势。从环比变化上看，PPI环比下降1.2%，与7月环比下降1.3%的幅度相当。统计局表示，PPI同比涨幅回落有部分原因在于上年同期基数走高，除此以外，还主要受三个方面因素影响：1) 国际原油、有色金属等大宗商品价格波动下行，价格压力有所减轻；2) 煤炭等行业增产保供效果持续显现，市场供应保障有力；3) 钢材等行业需求偏弱。

生活资料同比涨幅略微抬升，生产资料同比涨幅继续下降。与7月同比涨幅相比，8月份生产资料价格同比涨幅继续下降，生活资料价格同比涨幅略微抬升。具体来看，首先，生产资料价格同比上涨2.4%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约1.87个百分点。8月生产资料的三大分项PPI环比全部为负，采掘工业的环比下挫幅度更深。其次，生活资料价格同比上涨1.6%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.38个百分点，8月生产资料的四大分项PPI环比则有正有负。

图 7：PPI 同比延续下行态势，回落幅度扩大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：中上游 PPI 环比涨幅比中下游环比涨幅要大


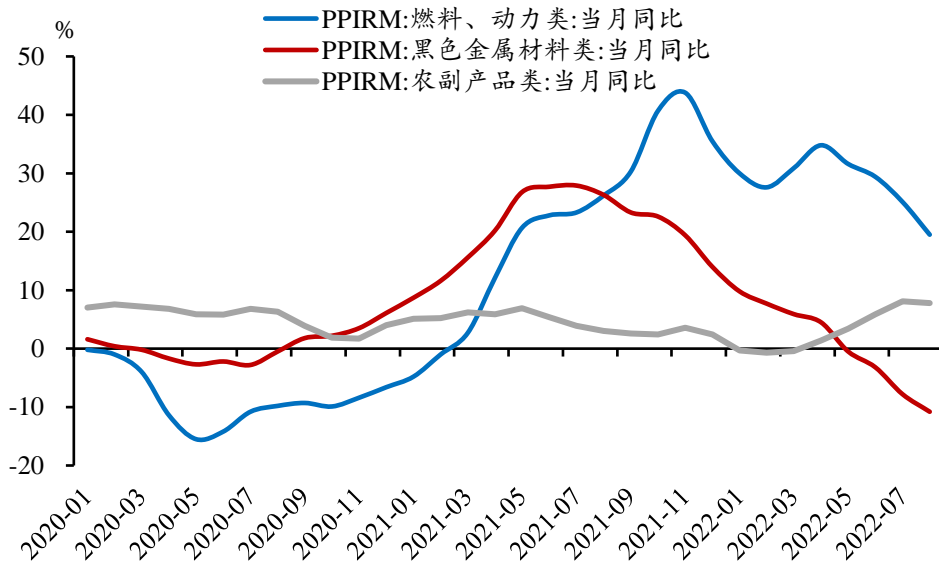
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

石油加工类的价格环比降幅均有扩大，黑色、有色金属加工类的价格环比降幅有所收窄，电力供应类价格环比则由跌转涨。8 月份工业生产者的出厂价格环比降幅略有分化：1) 石油类价格的环比降幅均有所扩大，石油和天然气开采业价格环比下降 7.3%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比下降 4.8%，煤炭开采和洗选业价格环比下降 4.3%。2) 金属类价格的环比降幅均有所收窄。黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 4.1%，有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 2.0%，非金属矿物制品业价格环比下降 1.0%。金属类价格的环比降幅均有所收窄可能是受基建投资拉动影响，导致部分行业需求略有改善。3) 受高温天气影响，电力需求增加，电力热力生产和供应业的价格环比变化由下降 1.1% 转为上涨 0.3%。

黑色金属材料类的购进价格同比变化仍落在负区间，且同比跌幅比7月更深。在各类工业生产者购进价格中，多数分项的购进价格涨幅均有回落。甚至年内同比涨幅一直上升的农副产品类购进价格也较7月下降了0.3个百分点，开始有了回落的迹象。在购进价格指数的分项中，燃料动力类、黑色金属材料类、有色金属材料类、化工原料类的购进价格同比涨幅回落较大，分别回落了5.6、3.0、3.4和4.4个百分点，而黑色金属材料类购进价格同比变化仍旧落至负区间，同比跌幅下滑更深。

上游主要行业的价格同比涨幅回落，中下游企业的成本压力或得到部分缓解。上游主要行业的出厂价格中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业价格的同比涨幅回落较大，分别回落了12.1、8.9、7.3和6.1个百分点。此外，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比降幅扩大至15.1%，有色金属冶炼和压延加工业价格由同比上涨1.9%到同比下降1.5%，这可能会部分缓解中下游企业的成本压力。

图 9：8 月农副产品类购进价格同比涨幅



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

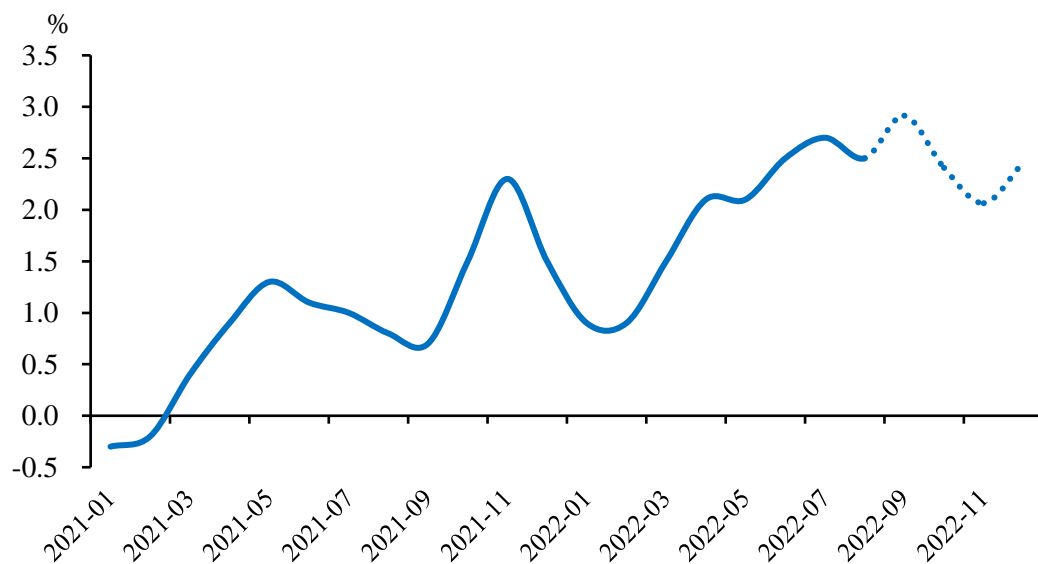
三、国内通胀上行空间或再受防控政策的压制

往后看，我们认为尽管国内的通胀水平短期内还面临两大上行风险，但严格的防控措施可能会压制国内通胀的上行空间。

年内 CPI 变动面临的两大通胀风险，一是猪周期，一个是国际油价变化。1) 猪周期。自进入猪周期以来，猪肉价格维持在高位水平，后续中秋、国庆等节假日可能会导致猪肉消费需求增加，影响猪肉价格。尽管发改委已于9月开始分批次投放猪肉储备，但其旨在稳定猪肉价格。受猪周期本身的影响，我们预计今年后半年猪肉价格可能还会维持当前比较高的价格。2) 国际油价变化。截至9月8日，布伦特原油价格降至87.83美元/桶，布伦特原油价格当前已降至近三个月以来的较低水平，随着后续冬季供暖需求增加，油价可能有上升风险。若布油中枢继续抬升，将对我国的国内通胀施加上行压力。

但中国严格的防控措施可能会压制国内通胀的上行空间。中国核心 CPI 一直比较疲弱，反映我国的消费需求仍受压制，这可能和国内严格的防疫措施有关。在发生聚集性疫情的地区，中国会对部分地区进行封闭式管控。严格的防疫政策可能会影响国内整体需求的表现，进一步压制国内的通胀上行空间。

图 10: 国内通胀上行空间或再受压制



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

国内疫情再度反弹，油价反弹超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。