

年内CPI破3概率下降，PPI转负风险抬升

2022年8月通胀数据点评

报告摘要

◆ 8月CPI同比涨幅低于市场预期，年内CPI破3概率已经较低

8月CPI环比-0.1%，明显弱于近5年历史同期均值的+0.46%。扣除食品和能源后，8月核心CPI环比为0，弱于季节性（近5年均值+0.1%），反映出居民整体消费需求仍然有待恢复。

8月CPI同比+2.5%（市场预期+2.8%），较7月-0.2PCTS。8月食品CPI同比+6.1%，较7月-0.2PCTS。高温天气下，8月鲜菜、蛋类价格同比涨幅较7月回落，生猪出栏持续恢复下，8月猪肉价格同比涨幅+22.4%，同比增速上行速度较6月和7月明显放缓（5月、6月和7月猪肉价格同比分别为-21.1%、-6.0%和+20.2%）。8月非食品CPI同比+1.7%，较7月-0.2PCTS，其中CPI交通和通信项因油价下行，同比涨幅较7月-1.2PCTS，是8月非食品项中同比涨幅回落最大的项。8月核心CPI同比+0.8%，与7月持平，表明排除食品和能源因素后，居民消费仍待继续恢复。

8月CPI同比低于市场预期，走势较弱，虽然9月在猪价拉动下，CPI仍存在一定上行风险，但10月之后翘尾因素明显下行，且猪肉价格和油价对CPI拉动作用预计将持续走弱，CPI同比超预期上行风险将降低。目前时点看，年内CPI破3概率已经较低。对于货币政策来说，目前CPI并不构成制约。

◆ 8月PPI同比超预期回落，年内PPI转负可能较大

8月PPI同比+2.3%，较7月-1.9PCTS，环比为-1.2%，与上月环比的-1.3%接近。7月PPIRM同比+4.2%，较7月-2.3PCTS，环比-1.4%，下行幅度超过上月环比的-0.9%。

8月普通混煤同比涨幅与上月相近，但因环比价格的下行，8月无烟煤价格同比涨幅回落，1/3焦煤价格同比降幅加深；8月螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格同比跌幅与7月相近；8月因国际油价继续下行，OPEC一揽子原油价格同比涨幅回落，带动汽油、柴油价格同比涨幅均有所回落。总体上，从7月到8月，主要工业原材料成本同比涨幅降低。

展望后市：9月至年末PPI翘尾因素继续快速下行，10月、11月PPI翘尾因素甚至为负。目前国际油价因美欧同步紧缩的货币政策和全球经济的走弱而持续下行，国内方面，经济复苏动能较弱、房地产持续不景气的情况下，煤、钢等主要工业品价格走势较疲软。结合翘尾因素和主要大宗工业品价格趋势，预计9月PPI同比仍将继续下行，年内PPI大概率将转负，最快在10月，PPI同比即可能会出现负值。

主要数据

上证指数	3262.0542
沪深300	4093.7874
深证成指	11877.7872

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关数据

2022年9月9日，据统计局公布的数据：

8月，CPI环比-0.1%，CPI同比+2.5%，较上月-0.2PCTS，核心CPI同比+0.8%，与上月持平。8月，PPI环比-1.2%，同比+2.3%，较上月-1.9PCTS。8月，PPIRM环比-1.4%，同比+4.2%，较上月-2.3PCTS。

一、8月CPI同比涨幅低于市场预期，年内CPI破3概率已经较低

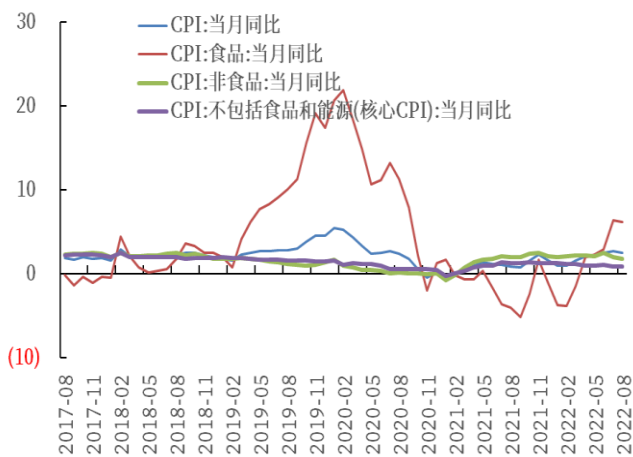
8月CPI环比-0.1%，明显弱于近5年历史同期均值的+0.46%。分食品和非食品看：8月食品CPI环比+0.5%，低于5年均值的+1.8%，主要系鲜菜、猪肉和蛋类环比明显低于5年均值。猪肉价格环比上行速度放缓，主要系生猪出栏逐步恢复正常，加之消费需求季节性走弱。鲜菜价格涨幅弱于季节性，主要系8月中下旬南方高温干旱天气影响蔬菜生产供应。8月非食品CPI环比-0.3%，同样低于5年均值的+0.1%，主要系汽油、柴油价格分别环比-4.8%和-5.2%，交通工具用燃料价格环比下行带动交通和通信项环比明显低于5年均值。扣除食品和能源后，8月核心CPI环比为0，弱于季节性（近5年均值+0.1%），反映出居民整体消费需求仍然有待恢复。

8月CPI同比+2.5%（市场预期+2.8%），较7月-0.2PCTS。分食品和非食品看：8月食品CPI同比+6.1%，较7月-0.2PCTS。高温天气下，8月鲜菜、蛋类价格同比涨幅分别录得+6.0%和+1.7%，较7月-6.9PCTS和-4.2PCTS。生猪出栏持续恢复下，8月猪肉价格同比涨幅+22.4%，同比增速上行速度较6月和7月明显放缓（5月、6月和7月猪肉价格同比分别为-21.1%、-6.0%和+20.2%）。8月非食品CPI同比+1.7%，较7月-0.2PCTS，其中：教育文化和娱乐类CPI同比较7月+0.1PCTS，其他用品和服务类CPI同比较7月+1.3PCTS，医疗保健类CPI与7月持平，其余非食品项CPI同比均较7月下行。受汽油、柴油价格环比下行影响，8月CPI交通和通信项同比涨幅较7月-1.2PCTS，是8月非食品项中同比涨幅回落最大的项。8月核心CPI同比+0.8%，与7月持平，表明排除食品和能源因素后，居民消费仍待继续恢复。

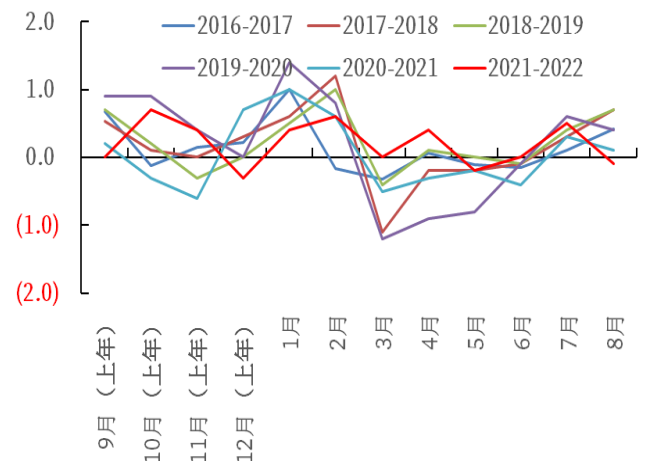
往后看，9月CPI同比仍然存在继续上行风险，10月到年末CPI同比上行风险将减弱：1，9月猪肉价格仍将对CPI起到较大拉动作用，10月之后拉动作用将减小。虽然今年5月到8月，能繁母猪存栏环比变化率已经转正，但2022年4月之前，能繁母猪存栏变化率环比连续10个月为负，且截止今年7月，能繁母猪存栏仍较去年同期低250万头左右。考虑到生猪出栏大约需9个月时间，预计今年年底之前生猪出栏量仍将受存栏量较低的能繁母猪量拖累，猪肉价格不存在快速下行基础。价格上看，8月猪肉平均批发价30元/公斤左右，较去年同期高36.0%，而去年9月猪肉平均批发价环比下跌了7.0%，这意味着猪肉价格即使维持目前水平，9月猪价同比对CPI的拉动作用仍将较强。10月到年末，考虑到去年同期基数的抬升（去年10月、11月和12月猪肉价格同比分别为-0.1%、+20.5%和+0.1%），猪价对CPI拉动作用将减弱。2，原油价格对CPI的拉动作用将逐渐减弱。受美联储加息和全球经济预期走弱影响，6月中旬至今国际油价持续下跌，但由于前期价格已经较高，8月OPEC一揽子原油价格同比涨幅仍高达+45%。目前，美国、欧洲均进入紧缩周期，包括中国在内的全球经济走弱迹象显现，油价需求侧缺乏有效支撑，大概率将继续震荡下行。考

虑到去年 9 月和 10 月原油价格环比上行，预计 9 月和 10 月油价同比对 CPI 同比的拉动作用将相对快速减弱。3，核心 CPI 预计较难出现快速上行的情况。7 月社消总额数据较弱，8 月服务业 PMI 也显示服务业景气度不算强，在居民消费恢复较慢的情况下，核心 CPI 同比大概率维持低位。

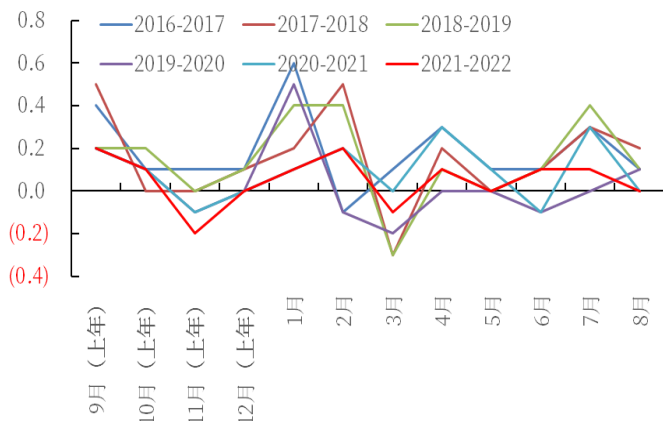
8 月 CPI 同比低于市场预期，走势较弱，虽然 9 月在猪价拉动下，CPI 仍存在一定上行风险，但 10 月之后翘尾因素明显下行，且猪肉价格和油价对 CPI 拉动作用预计将持续走弱，CPI 同比超预期上行风险将降低。目前时点看，年内 CPI 破 3 概率已经较低。对于货币政策来说，目前 CPI 并不构成制约。

图1 CPI 同比走势 (%)


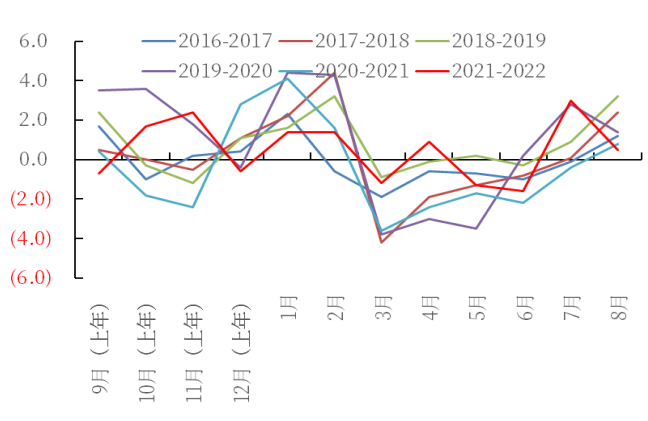
资料来源：wind，中航证券研究所

图2 CPI 环比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图3 核心 CPI 环比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图4 食品 CPI 环比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图5 CPI分项目同比和环比情况 (%)

	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08
CPI:当月同比	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70	0.80
CPI:食品烟酒:当月同比	4.50	4.70	2.50	2.10	1.90	0.30	1.80	1.80	-0.10	1.70	0.90	2.80	2.00
CPI:衣着:当月同比	0.60	0.70	0.60	0.50	0.50	0.60	0.60	0.40	0.60	0.50	0.50	0.50	0.50
CPI:居住:当月同比	0.60	0.70	0.80	0.00	0.20	0.30	1.40	1.40	1.60	1.70	1.70	1.30	1.10
CPI:生活用品及服务:当月同比	1.30	1.40	1.50	1.40	1.20	0.90	0.60	0.40	0.80	0.50	0.90	0.50	0.60
CPI:交通和通信:当月同比	4.90	6.10	3.50	3.20	3.50	3.80	3.50	3.20	3.00	7.60	7.00	5.80	5.90
CPI:教育文化和娱乐:当月同比	1.60	1.50	2.10	1.80	2.00	2.60	2.50	2.90	3.10	3.00	2.90	3.20	3.00
CPI:医疗保健:当月同比	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60	0.60	0.70	0.60	0.60	0.40	0.40
CPI:其他用品和服务:当月同比	2.20	0.90	1.70	1.80	1.70	2.10	0.30	-0.10	-0.50	-0.60	-0.50	-2.80	-3.90
CPI:环比	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60	0.40	-0.30	0.40	0.70	0.00	0.10
CPI:食品烟酒:环比	0.40	1.90	-1.00	-0.90	0.70	-0.90	1.20	1.10	-0.30	1.60	1.20	-1.40	0.50
CPI:衣着:环比	-0.20	-0.40	-0.10	0.40	-0.20	0.40	-0.30	-0.50	0.10	0.30	0.30	0.30	-0.10
CPI:居住:环比	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00	0.40	0.20	0.10
CPI:生活用品及服务:环比	0.00	0.30	-0.20	0.20	0.60	0.20	0.20	-0.10	0.30	-0.40	0.30	-0.10	0.10
CPI:交通和通信:环比	-1.70	-0.70	2.20	0.10	1.10	1.60	1.40	1.10	-1.30	0.30	1.00	-0.20	-0.60
CPI:教育文化和娱乐:环比	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	-0.30	0.40	0.20	0.00	-0.50	0.20	0.70	0.00
CPI:医疗保健:环比	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00
CPI:其他用品和服务:环比	0.30	-0.70	0.10	0.60	0.00	1.00	0.10	0.90	-0.10	-0.50	0.10	0.30	-0.90

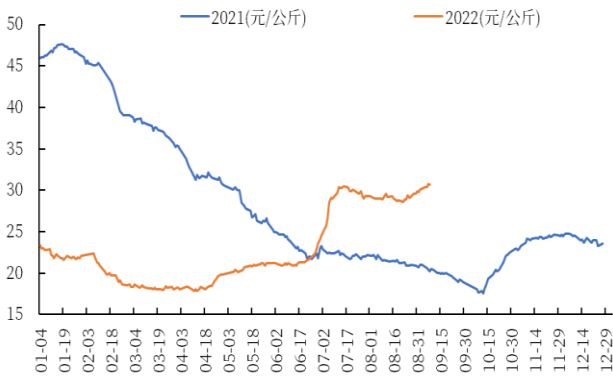
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 CPI分项目环比季节性情况 (%)

	近五年均值	2022-08	2021-08	2020-08	2019-08	2018-08	2017-08
CPI:环比	0.46	-0.10	0.10	0.40	0.70	0.70	0.42
CPI:食品烟酒:环比	1.25	0.40	0.50	0.99	2.20	1.70	0.86
CPI:衣着:环比	-0.18	-0.20	-0.10	-0.20	-0.30	-0.10	-0.21
CPI:居住:环比	0.24	0.00	0.10	0.11	0.10	0.50	0.38
CPI:生活用品及服务:环比	0.05	0.00	0.10	-0.03	0.00	0.10	0.09
CPI:交通和通信:环比	-0.04	-1.70	-0.60	0.26	-0.20	0.00	0.32
CPI:教育文化和娱乐:环比	-0.04	0.10	0.00	-0.31	0.00	0.20	-0.10
CPI:医疗保健:环比	0.29	0.10	0.00	0.08	0.20	0.40	0.74
CPI:其他用品和服务:环比	0.63	0.30	-0.90	2.37	1.40	0.10	0.18

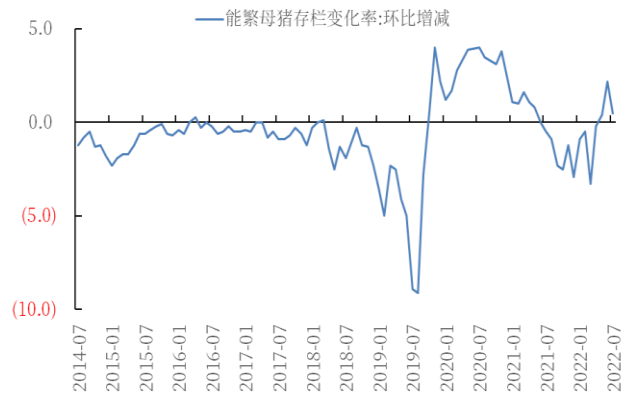
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 平均猪肉批发价走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 能繁母猪存栏变化率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

二、8月PPI同比超预期回落，年内PPI转负可能较大

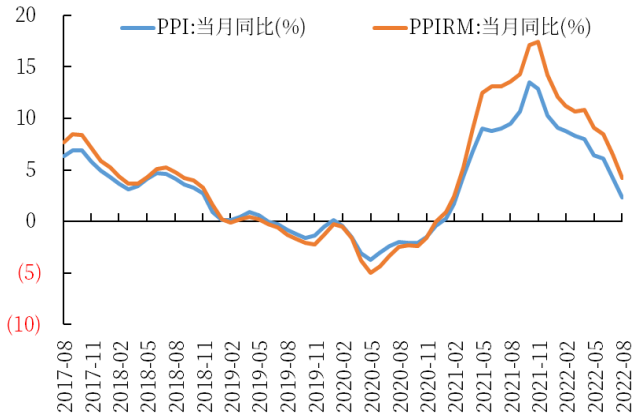
8月PPI同比+2.3%，较7月-1.9PCTS，环比为-1.2%，与上月环比的-1.3%接近。7月PPIRM同比+4.2%，较7月-2.3PCTS，环比-1.4%，下行幅度超过上月环比的-0.9%。

8月原油价格下行，OPEC一揽子原油价格环比为-6.1%，带动国内汽油和柴油价格环比分别为-4.8%和-5.2%。8月，无烟煤、普通混煤、1/3焦煤等煤种价格出现不同程度下降，螺纹钢、线材价格较7月小幅上行，普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格则较7月不同程度回落。总体上，从7月到8月，主要工业原材料成本环比有所下行。

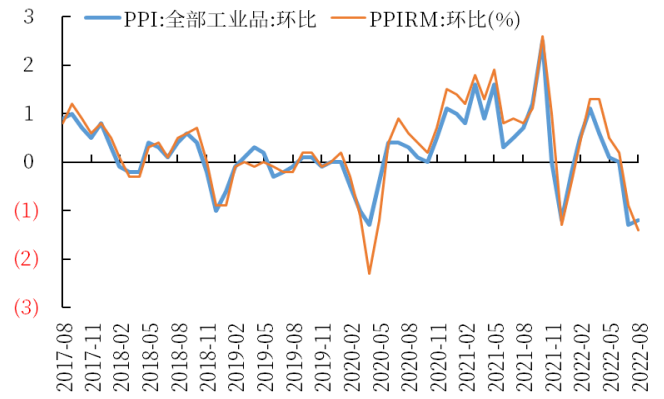
8月，中上游的采掘工业和原材料工业PPI环比下行幅度更大，8月采掘工业、原材料工业和加工业PPI环比分别录得-4.5%、-2.4%和-0.9%。细分行业上：石油产业链上的石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格均有所下行；煤炭方面，煤炭开采和洗选业价格下降4.3%；金属方面，黑色金属冶炼和压延加工业价格和有色金属冶炼和压延加工业价格同步下行。

同比看：8月普通混煤同比涨幅与上月相近，但因环比价格的下行，8月无烟煤价格同比涨幅由上月的+6.1%回落至+4.0%，1/3焦煤价格同比降幅由上月的-10.3%大幅扩大到本月的-21.8%；8月螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格同比跌幅与7月相近；8月因国际油价继续下行，OPEC一揽子原油价格同比由7月的+47.6%下行到+44.9%，带动汽油、柴油价格同比涨幅均有所回落。总体上，从7月到8月，主要工业原材料成本同比涨幅有所回落。

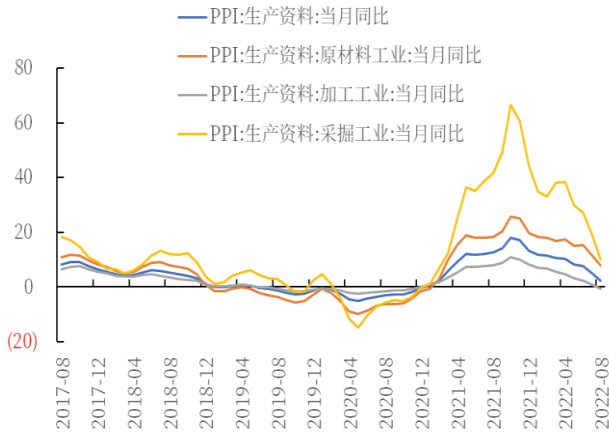
展望后市：9月至年末PPI翘尾因素继续快速下行，10月、11月PPI翘尾因素甚至为负。目前国际油价因美欧同步紧缩的货币政策和全球经济的走弱而持续下行，国内方面，经济复苏动能较弱、房地产持续不景气的情况下，煤、钢等主要工业品价格走势较疲软。结合翘尾因素和主要大宗工业品价格趋势，预计9月PPI同比仍将继续下行，年内PPI大概率将转负，最快在10月，PPI同比即可能会出现负值。

图9 PPI 和 PPIRM 同比走势


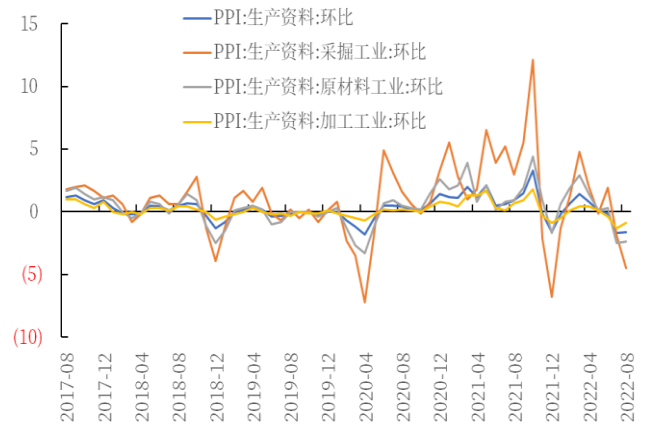
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 PPI 和 PPIRM 环比走势


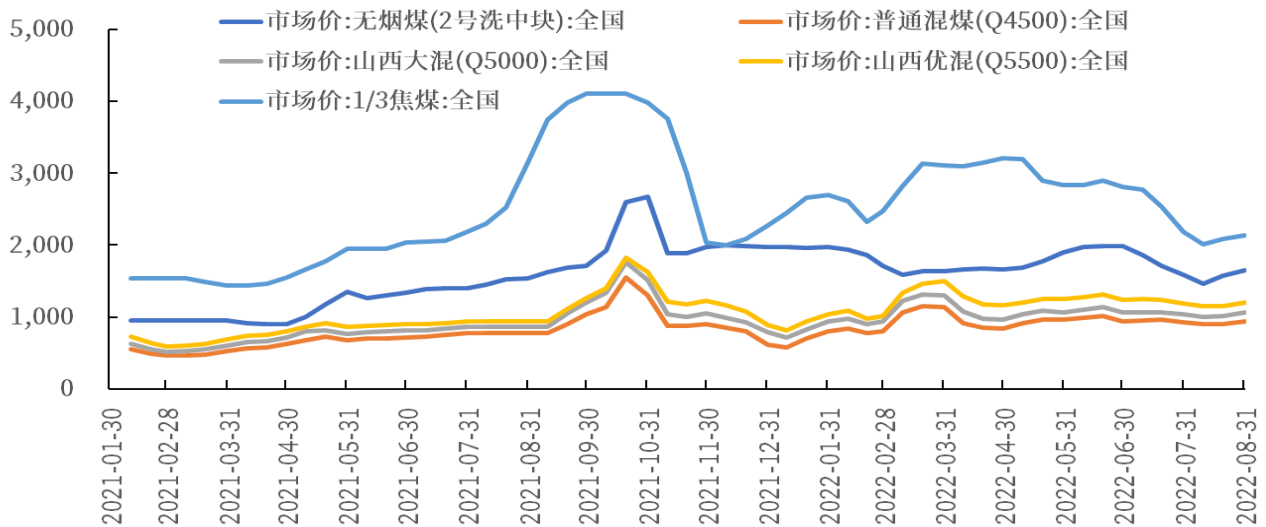
资料来源: wind, 中航证券研究所

图11 上中下游 PPI 同比走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

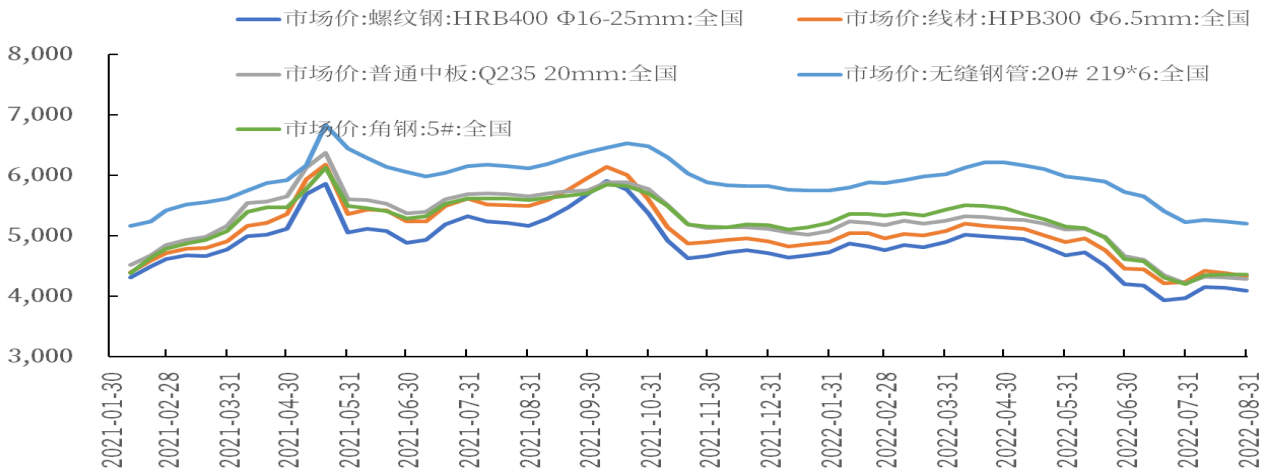
图12 上中下游 PPI 环比走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图13 煤炭价格走势 (元/吨)


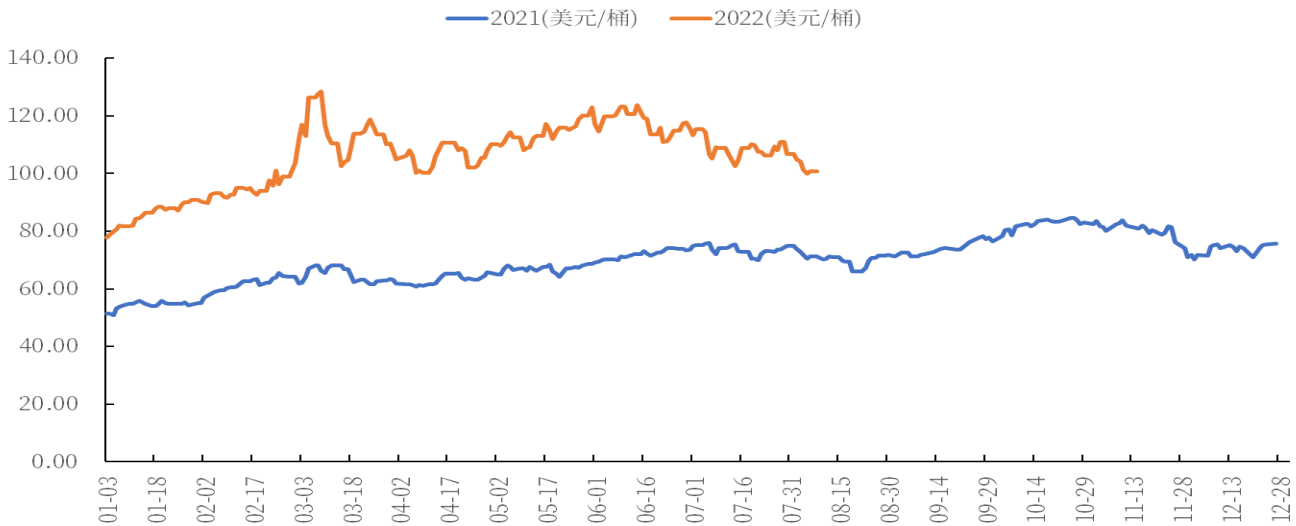
资料来源: wind, 中航证券研究所

图14 钢材价格走势（元/吨）



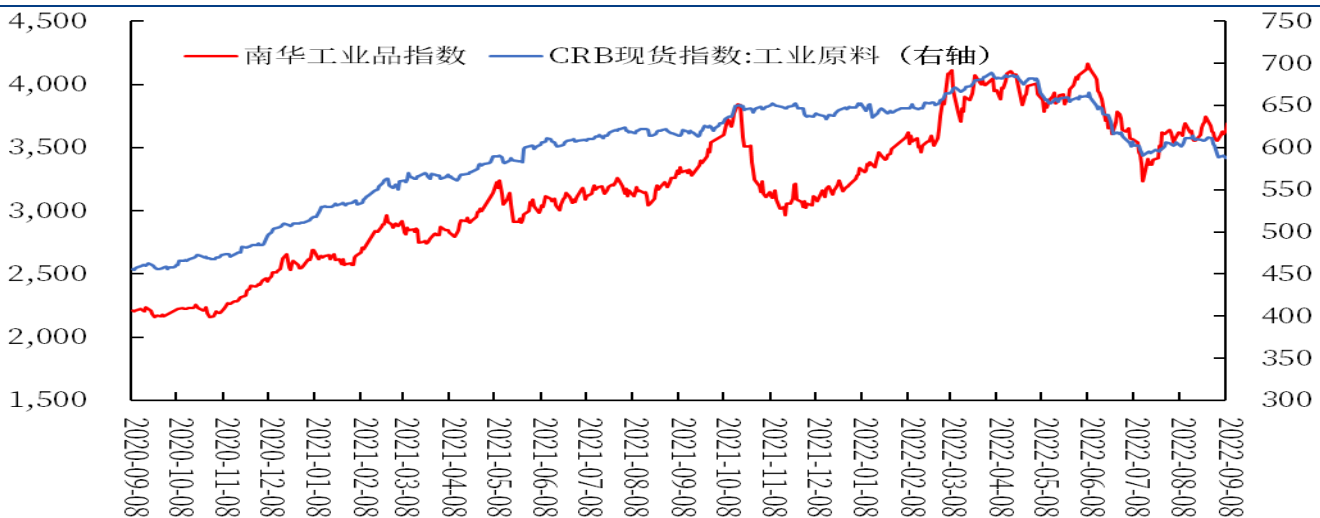
资料来源：wind，中航证券研究所

图15 OPEC一揽子原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind，中航证券研究所

图16 南华工业品指数和 CRB 现货指数走势



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637