

CPI 可能不会突破 3%了

——8 月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

CPI 涨幅低于预期。8 月 CPI 同比上涨 2.5%，较上月回落 0.2 个百分点，中断了今年以来的上行走势，我们认为主因在于需求修复低于预期引致市场对非食品项涨幅回落的低估。对于食品项而言，8 月猪价、鲜菜涨势明显趋缓。非食品项价处低位致使 CPI 涨势回落。一方面，8 月国际原油价格下跌，带动交通燃料等工业品价格回落；另一方面，国内消费需求修复较慢，核心 CPI 尤其是服务类 CPI 持续低迷。

PPI 不改下行趋势。8 月 PPI 同比上涨 2.3%，涨幅延续回落态势。除去年同期的高基数效应外，供给端国际大宗商品价格走低、国内保供稳价支撑以及国内部分行业需求较弱也是 PPI 同比涨幅持续回落的主要原因。

CPI 破 3% 的可能性大大降低。我们在 6 月份发布的年中展望《彼消此长——2022 年下半年宏观经济展望》中曾指出，下半年 CPI 有四重压力，一是 PPI 向 CPI 的传导，二是国际粮价的压力，三是猪周期的压力，四是油价的风险。同时指出这四重压力实际上都不会太大，CPI 同比高点难以明显突破 3%。现在来看这一结论正在兑现之中。首先，随着全球粮食的丰收和俄乌两国粮食出口的恢复，国际粮价已经不复高位，粮价的压力大幅缓解。其次，我们多次指出在需求疲软的背景下，PPI 向 CPI 的传导很难实现。目前 PPI 生产资料大幅下滑带动的 PPI 生活资料边际回落也验证了这一逻辑。再次，在全球经济周期下行的背景下，油价易跌难涨。最后也是最重要的，我们认为市场对于猪周期的上升斜率可能有所高估。从周期规律上看，本轮猪周期显然还没有结束，但这并不意味着猪价就会持续、快速地上涨。7 月份猪价涨幅过大，对后续上涨动力有一定透支。本轮猪周期去产能力度并不强。从农业部公布的数据来看，本轮猪周期中能繁母猪存栏同比最低下降 8% 左右，上一轮猪周期中这一数据最大降幅为 40% 左右，2014-2018 年的猪周期中最大降幅也超过 15%。另外从猪饲料的产量数据来看，今年猪饲料产量同比最深降幅为 12% 左右，因为猪周期底部时养殖户倾向于减少猪饲料的使用来减少亏损，所以实际生猪存栏量下降幅度可能更小。即综合来看今年生猪存栏下降的幅度不足以支撑猪价过快上涨。综上所述，我们认为未来国内 CPI 可能会比市场预计的低。9 月份有一定破 3% 的风险，但现在来看这一概率也不算大。10 月份之后则由于基

数原因，CPI 同比涨幅会出现较为明显的回落。有很大的可能性我们看不到 CPI 突破 3%了，市场对于未来国内通胀风险的担忧有必要重新评估。

风险提示：1. 国内疫情不确定性。2. 海外经济衰退预期增强。

目录

1. 数据	5
2. CPI 涨幅低于预期	5
3. PPI 不改下行趋势	7
4. CPI 破 3% 的可能性大大降低	8

图表目录

图表 1: 8 月 CPI 涨幅出现今年以来的首次回落.....	5
图表 2: 8 月猪价涨势趋缓.....	6
图表 3: 8 月鲜菜价格先跌后涨.....	6
图表 4: 交通燃料及水电燃料同比涨幅持续下行.....	6
图表 5: 国内需求修复有限.....	6
图表 6: 8 月 PPI 同比涨幅持续下行.....	7
图表 7: 8 月上游行业 PPI 同比涨幅继续回落.....	8
图表 8: 能繁母猪存栏量去化程度并不深.....	9
图表 9: 猪饲料产量也验证存栏量去化不深.....	9
图表 10: 对未来一年内 CPI 的预测.....	9

1. 数据

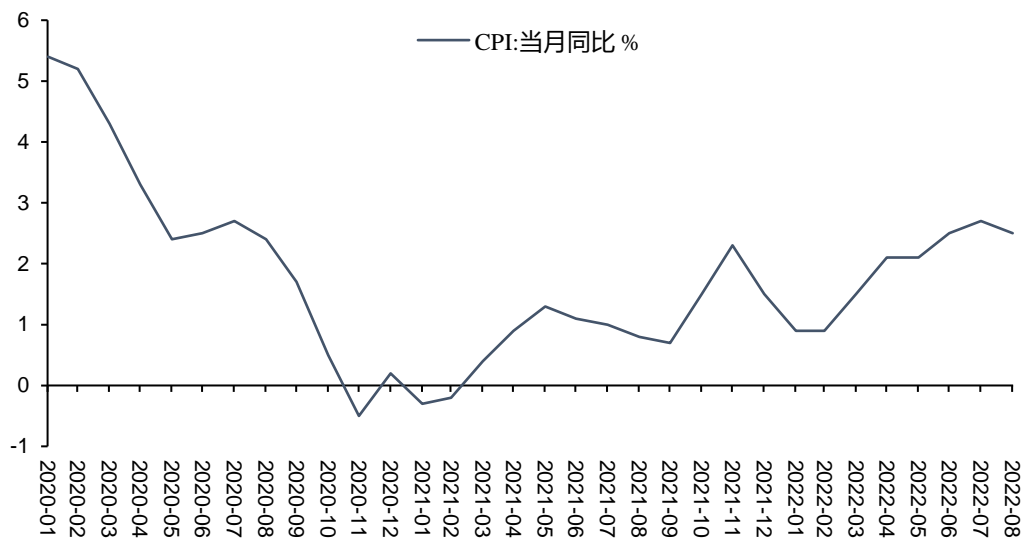
中国 8 月 CPI 同比上涨 2.5%，市场预期（Wind）上涨 2.8%，前值 2.7%。

中国 8 月 PPI 同比上涨 2.3%，市场预期（Wind）上涨 3%，前值 4.2%。

2. CPI 涨幅低于预期

8 月 CPI 同比上涨 2.5%，其中翘尾因素及新涨价影响分别为 0.8、1.7 个百分点左右。本月同比涨幅较上月回落 0.2 个百分点，中断了今年以来的上行走势，而非如市场预期一样继续上涨，对此我们认为主因在于需求修复低于预期引致市场对非食品项涨幅回落的低估。本为 CPI 增长强支撑的食品项本月涨幅边际回落，影响 CPI 上涨约 1.09 个百分点，系猪价及鲜菜价格涨势明显趋缓所致；非食品项重点工业消费品因国际油价调整涨幅普遍回落，服务价格则与上月持平，整体非食品项对 CPI 涨幅的拉动由上月的 1.56 个百分点降至 1.38 个百分点。

图表 1：8 月 CPI 涨幅出现今年以来的首次回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

8 月 CPI 同比上行主要受低基数效应下猪价同比涨幅的支撑，8 月猪肉价格同比上涨 22.4%，涨幅与 7 月相比扩大 2.2 个百分点。但整体 CPI 上行幅度不及预期，这主要受以下两方面影响：

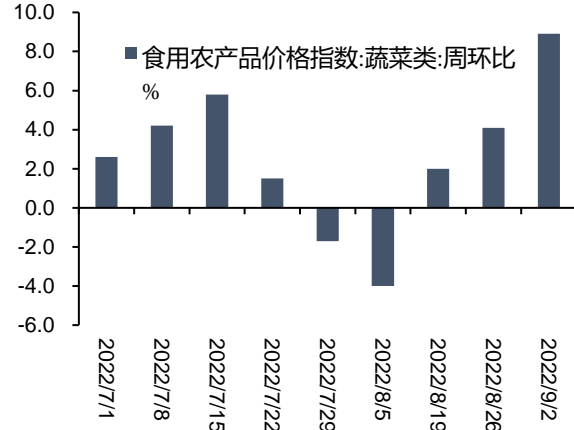
一是食品项而言，8 月猪价、鲜菜涨势明显趋缓。猪肉价格方面，在发改委抛储保证中秋国庆假期猪肉供给、养殖端惜售情绪削弱以及产能逐步恢复下，猪价环比涨幅由 7 月的 25.6% 降至 0.4%，前期强劲涨价势头不再，价格几乎与上月持平；鲜菜同比增速由 12.9% 降至 6.0%，环比增长 2.0%，低于季节性涨幅，鲜菜价格涨幅的回落为多重因素综合作用的结果。一方面，豆角类、西兰花等蔬菜上市量加大，这对鲜菜价格涨幅形成限制；但另一方面，高温干旱气候及台风暴雨导致部分蔬菜减产引发市场紧供给，同时疫情推升蔬菜运输成本，这是鲜菜价格上涨的积极因素。综合上述因素，8 月全国鲜菜价格呈先跌后涨。

图表 2: 8 月猪价涨势趋缓



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 8 月鲜菜价格先跌后涨

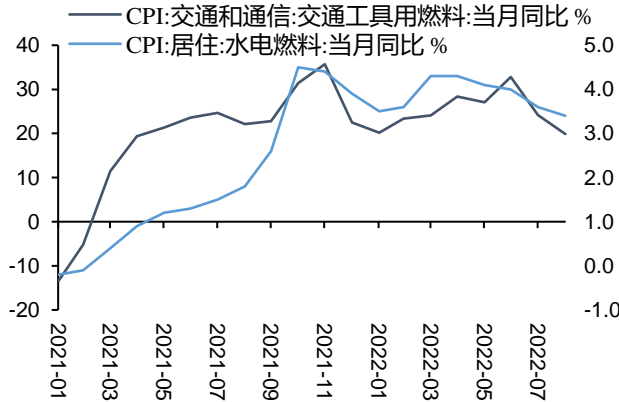


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

二是非食品项价处低位致使 CPI 涨势回落。一方面，8 月国际原油价格下跌，国内汽柴油价格持续下调，这也相应影响了 CPI 组成中的交通工具用燃料及水电燃料分项的价格涨幅。8 月工业消费品整体涨幅较上月回落 0.5 个百分点，其中汽油、柴油和液化石油气价格涨幅分别为 20.2、21.9、19.8 个百分点，涨幅均有所回落。当月交通工具用燃料及水电燃料分别同比上涨 19.9%、3.4%，前值 24.2%、3.6%，两者对 CPI 同比的拉动作用也有所减弱：8 月交通和通信拉动 CPI 月 0.55 个百分点，居住项拉动月 0.13 个百分点，而 7 月份两者对 CPI 的拉动效应更强，分别达 0.69、0.15 个百分点。

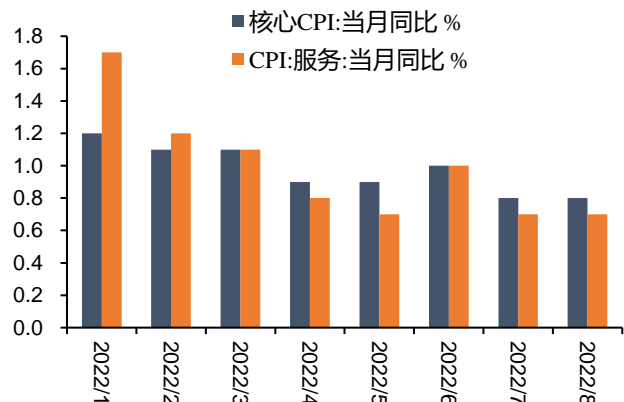
另一方面，国内需求修复不及预期，8 月核心 CPI 及服务项同比涨幅均与上月持平，需求不足仍是限制 CPI 涨幅的关键所在。8 月核心 CPI 同比上涨 0.8%，继续处于低位水平。服务项 CPI 同比涨幅也仅为 0.7 个百分点，环比增速由 0.3% 跌至 0。可见 8 月多地疫情散发对服务消费的修复形成阻碍，防疫管控未见放松，核心通胀受疫情扰动未见上行。

图表 4: 交通燃料及水电燃料同比涨幅持续下行



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 5: 国内需求修复有限

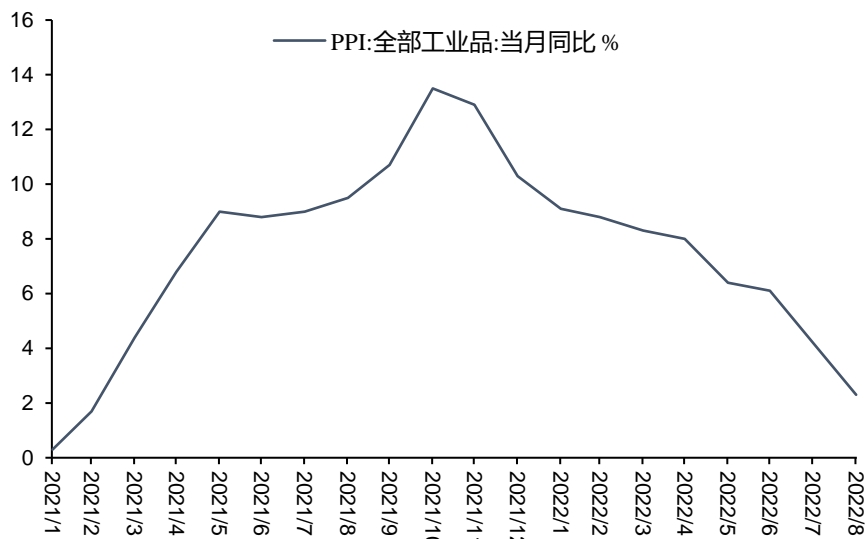


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

3. PPI 不改下行趋势

8 月 PPI 同比上涨 2.3%，涨幅延续回落态势，其中翘尾影响约 2.5 个百分点，新涨价影响则在 -0.2 个百分点左右。本月 PPI 同比涨幅较上月收缩 1.9 个百分点，环比降幅则由 1.3% 略收窄至 1.2%。PPI 的下行受多重因素的影响，除去年同期的高基数效应外，供给端国际大宗商品价格走低、国内保供稳价支撑以及国内部分行业需求较弱也是 PPI 同比涨幅持续回落的主要原因。

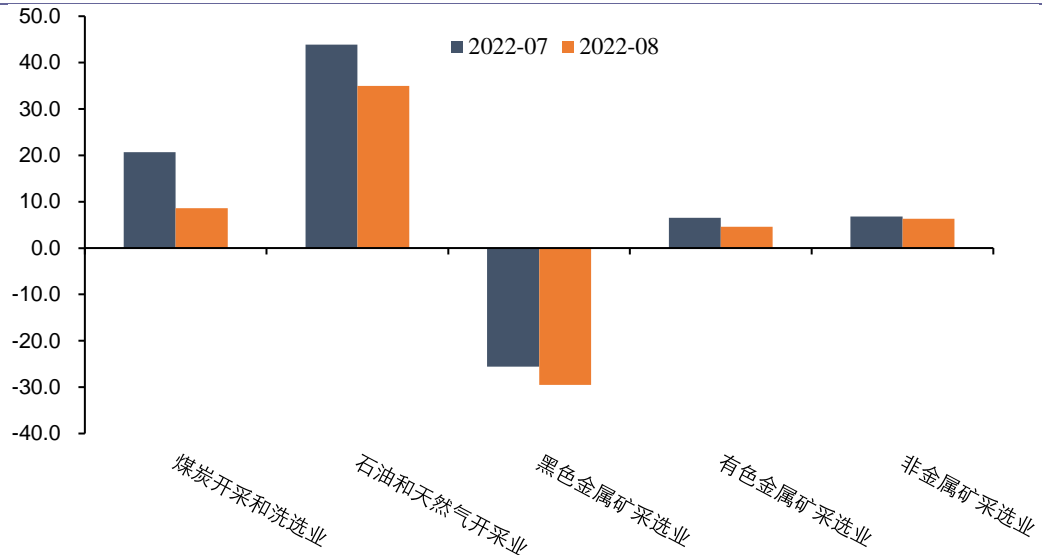
图表 6：8 月 PPI 同比涨幅持续下行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

一方面去年 8 月 PPI 同比增速达 9.5%，这一高基数影响本月同比涨幅；另一方面，海外经济衰退风险加大的背景下，本月国际原油价格震荡下行，多数大宗商品价格也出现环比下跌，这也在 8 月 PPI 生产资料相关分项上得到一定体现，8 月采掘工业、原材料工业及加工工业 PPI 环比均为负增，其中采掘工业最为明显，环比下降 4.5%。上述部门同比涨幅也有所收窄，具体行业来看，上游行业（煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业）的同比涨幅都出现不同程度的回落，其中煤炭开采和洗选业涨势放缓尤为明显，由 7 月份 20.7% 的涨幅降至 8.6%，或为高基数及国内煤炭行业保供稳价政策的综合影响所致。上游价格下跌传导至中游，石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色/有色金属冶炼及压延加工业 PPI 同比涨幅也继续回落，这一方面是由于原材料价格走低成本压力减轻，另一方面也可能受到国内房地产行业景气度较低及高温限制项目开工的影响，市场对螺纹钢等建材的需求有所降低，黑色系相关企业议价空间不大。终端消费行业来看，下游行业 8 月 PPI 同比涨幅普遍回落，反映出需求侧动力不足，自上而下的价格传导较难顺畅实现，这也进一步降低前期较高的 PPI 传导至 CPI 引发通货膨胀的风险。值得注意的是，8 月高温限电对电力、热力的生产和供应业 PPI 同比涨幅造成一定扰动，使其同比涨幅扩张至 9.2 个百分点，是为数不多的同比涨幅有所扩大的下游行业。

图表 7：8 月上游行业 PPI 同比涨幅继续回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. CPI 破 3% 的可能性大大降低

我们在 6 月份发布的年中展望《彼消此长——2022 年下半年宏观经济展望》中曾指出，下半年 CPI 有四重压力，一是 PPI 向 CPI 的传导，二是国际粮价的压力，三是猪周期的压力，四是油价的风险。同时指出这四重压力实际上都不会太大，CPI 同比高点难以明显突破 3%。现在来看这一结论正在兑现之中。

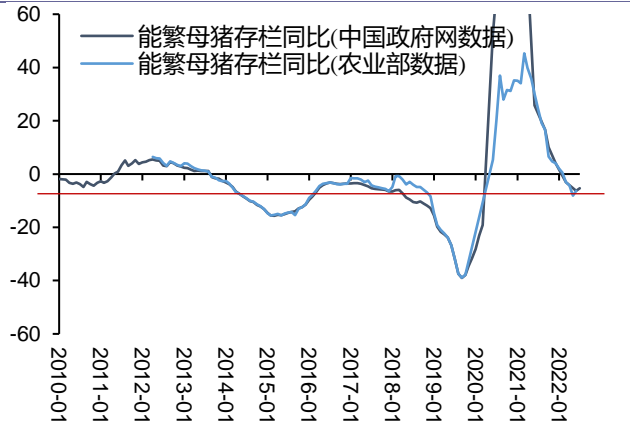
首先，随着全球粮食的丰收和俄乌两国粮食出口的恢复，国际粮价已经不复高位，粮价的压力大幅缓解。

其次，我们多次指出在需求疲软的背景下，PPI 向 CPI 的传导很难实现。目前 PPI 生产资料大幅下滑带动的 PPI 生活资料边际回落也验证了这一逻辑。

再次，在全球经济周期下行的背景下，油价易跌难涨。如果没有新的较大的供给冲击，我们认为石油产业链对通胀的拉动力度有望边际减弱甚至负向拖累。

最后也是最重要的，我们认为市场对于猪周期的上升斜率可能有所高估。从周期规律上看，本轮猪周期显然还没有结束，但这并不意味着猪价就会持续、快速地上涨。7 月份猪价涨幅过大，对后续上涨动力有一定透支。本轮猪周期去产能力度并不强。从农业部公布的数据来看，本轮猪周期中能繁母猪存栏同比最低下降 8% 左右，上一轮猪周期中这一数据最大降幅为 40% 左右，2014-2018 年的猪周期中最大降幅也超过 15%。另外从猪饲料的产量数据来看，今年猪饲料产量同比最深降幅为 12% 左右，因为猪周期底部时养殖户倾向于减少猪饲料的使用来减少亏损，所以实际生猪存栏量下降幅度可能更小。即综合来看今年生猪存栏下降的幅度不足以支撑猪价过快上涨。

图表 8：能繁母猪存栏量去化程度并不深



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

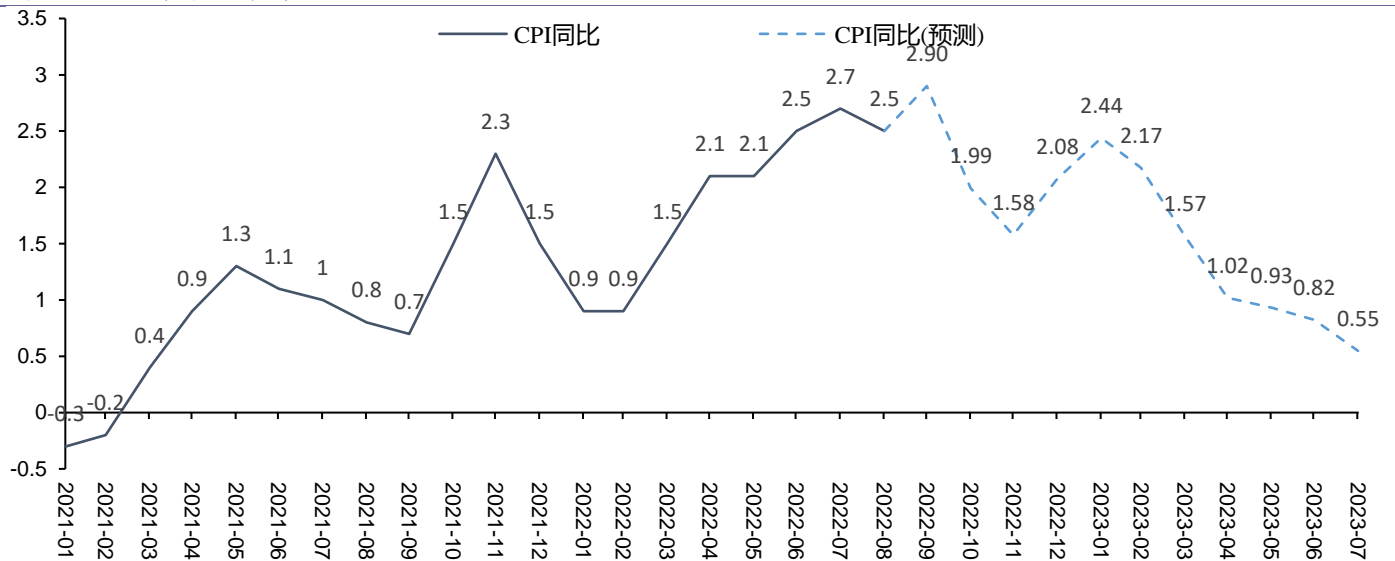
图表 9：猪饲料产量也验证存栏量去化不深



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

综上所述，我们认为未来国内 CPI 可能会比市场预计的低。9 月份有一定破 3% 的风险，但现在来看这一概率也不算大。10 月份之后则由于基数原因，CPI 同比涨幅会出现较为明显的回落。有很大的可能性我们看不到 CPI 突破 3% 了，市场对于未来国内通胀风险的担忧有必要重新评估。

图表 10：对未来一年内 CPI 的预测



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

风险提示：1.国内疫情不确定性。2.海外经济衰退预期增强。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxyi@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。