

研究所

分析师：黄付生
SAC 登记编号：S1340522060002
Email：huangfusheng@cnpsec.com

研究助理：崔超
SAC 登记编号：S1340121120032
Email：cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

- 1.《猪肉进入新上涨周期，下半年物价压力较大 - 6月CPI和PPI数据点评》- 黄付生 -20220710
- 2.《物价温和上涨，货币政策宽松存空间- 7月CPI和PPI数据点评》- 黄付生 -20220811

8月CPI和PPI数据点评

通胀压力缓解，经济修复继续

● 主要数据

8月CPI同比涨幅2.5%，前值2.7%，为今年以来首次同比涨幅下降；环比涨幅-0.1%，前值0.5%，环比由正转负。8月份PPI同比涨幅2.3%，前值4.2%，连续10个月同比涨幅下降；环比涨幅-1.2%，前值-1.3%。

● 核心观点

本月CPI同比涨幅年内首度回落，低于预期，主要原因为之前支撑物价上行的因素都呈现不同程度的疲弱，例如能源价格持续回落、猪肉价格涨幅放缓，而新的涨价因素尚未形成，例如旅游、出行等相关产品价格受疫情影响不及往年。

年内CPI仍存上涨动能，但通胀压力缓解。首先，猪肉价格大概率继续上行，但受去年高基数影响涨幅不会太高。其次，海外需求在衰退预期背景下放缓，能源价格有望震荡下行。短期内俄乌冲突对油价仍存在冲击可能。第三，物价在国内需求复苏的背景下存在上行动能，疫情仍为重要扰动因素。

我们在上期报告中指出，“物价短期难以掣肘货币政策，未来存在进一步宽松空间”。8月通胀预期明显缓解，CPI虽有继续上行的可能，但对货币政策的制约减弱，宽松的货币政策有望继续稳健推进。

PPI在海外经济衰退背景及去年同期高基数影响下，有望继续下行，并可能在4季度转负。PPI-CPI剪刀差转负后未来将进一步走阔，中下游企业成本压力将进一步缓解。

● CPI同比涨幅回落，通胀压力缓解

8月CPI同比涨幅2.5%，前值2.7%，为今年以来首次同比涨幅下降。主要原因为：

一，能源价格涨幅回落。国际油价回调，带动CPI子项交通工具用燃料连续两个月环比下降。6月，交通工具用燃料同比涨幅年内冲高至32.8%后连续两个月下降，7、8月同比涨幅分别为24.2%

和 19.9%，涨幅回落明显。

二，猪肉价格上涨放缓。8月CPI猪肉子项环比上涨0.4%，较7月的25.6%大幅回落，环比涨幅为4月以来最低。受生猪出栏量回升及需求季节性走弱影响，猪肉价格涨幅趋缓，7月猪肉价格快速大幅上涨，短期内也对上涨空间有所透支。

三，疫情升温，服务价格环比由升转平。8月疫情升温，带动飞机票和交通工具租赁价格分别下降7.5%和1.0%，服务价格由7月的上涨0.3%转为持平。

年内CPI仍存上涨动能，但通胀压力缓解。首先，猪肉价格大概率继续上行，但涨幅不会太高。9月初猪肉价格较8月明显提高，猪肉价格有望在季节性趋势下重拾升势。但受去年10月中旬至12月底猪肉价格基数明显抬升影响，涨幅有限。其次，海外需求放缓，能源价格震荡下行。8月海外主要经济体PMI延续下行趋势，美联储、欧洲央行大幅加息进一步抑制需求，原油价格持续走低。在去年9-10月原油价格高基数背景下，未来2个月内对通胀的贡献边际减弱。原油对通胀的压力主要来源于俄乌冲突不确定性对国际油价的影响。第三，需求稳步复苏，疫情仍为重要扰动因素。8月制造业PMI边际改善，新增社融超预期，实体经济信贷需求大幅改善，LPR利率下调有望进一步刺激需求。疫情防控对需求的影响仍然显著，在就地过节政策倡导下，中秋国庆期间消费受到一定影响。

物价上行趋势缓和，货币政策空间增大。我们在上期报告中指出，“物价短期难以掣肘货币政策，未来存在进一步宽松空间”。今年以来，通胀中枢不断上行，结构性和输入性通胀压力同时存在，通胀成为货币政策进一步宽松的潜在制约因素之一。8月通胀预期明显缓解，CPI虽有继续上行的可能，但对货币政策的制约减弱，宽松的货币政策有望继续稳健推进。

● PPI持续回落，年内有望延续下行趋势

PPI持续回落，上游价格下行逐步向下游传导。8月份PPI同比上涨2.3%，较上月回落1.9个百分点，降幅与上月持平，连续10个月同比涨幅下降。生产资料价格环比-1.6%，降幅收窄0.1个百分点，下游企业生产成本继续下降。生活资料价格环比下降0.1%，上月为上涨0.2%，短期增速有望继续下行。

分行业看，8月大部分行业环比下降或持平，降幅较大的主要

集中于煤炭、石油、黑色金属等采选及其加工业。受国际石油价格下降影响，PPI 石油和天然气开采业环比-7.3%、化学原料和化学制品制造业环比-3.7%、石油煤炭及其他燃料加工业环比-4.8%。煤炭开采和洗选业-4.3%，同比涨幅继续回落至 8.6%。黑色和有色金属价格继续下行，环比降幅受基建加码影响有所收窄，黑色金属冶炼和压延加工业环比-4.1%，同比-15.1%；有色金属冶炼和压延加工业环比-2%，同比-1.5%。受国内燃气价格上行影响，燃气生产和供应业环比由降 0.8%转平；部分地区高温干旱、限电影响电力、热力生产和供应业环比由降 1.1%转为升 0.3%。

当前欧美通胀仍处较高水平，加息力度不减，经济衰退预期增强，能源及原料价格持续承压，叠加去年同期高基数影响，预计年内 PPI 有望继续下行，并可能在 4 季度转负。

● PPI-CPI 剪刀差转负并有望继续走阔

8 月 PPI-CPI 剪刀差为-0.2%，自 2021 年以来首度转负。在上月报告中，我们指出 PPI-CPI 剪刀差转负是大概率事件。剪刀差连续 10 个月的收窄，对应中下游企业成本压力的缓解，和利润空间的修复。我们预计，PPI-CPI 剪刀差转负后未来将进一步走阔，中下游企业成本压力将进一步缓解。

● 风险提示

政策施行效果不及预期、疫情恶化、大宗商品价格剧烈波动。

目录

1 CPI 同比涨幅回落，通胀压力缓解.....	6
2 PPI 持续回落，年内有望延续下行趋势.....	8
3 PPI-CPI 剪刀差转负并有望继续走阔.....	10
4 风险提示.....	10

图表索引

图表 1 CPI 同比与环比、核心 CPI (%)	7
图表 2 CPI: 翘尾及新涨价因素 (%)	7
图表 3 CPI 分类别同比涨跌幅 (%)	7
图表 4 CPI 分类别环比涨跌幅 (%)	7
图表 5 CPI: 鲜菜价格当月同比与环比 (%)	8
图表 6 CPI: 猪肉价格当月同比与环比 (%)	8
图表 7 CPI: 交通工具用燃料当月同比与环比 (%)	8
图表 8 布油现货价格走势	8
图表 9 PPI 当月同比与环比 (%)	9
图表 10 PPI: 生产资料当月同比与环比 (%)	9
图表 11 PPI: 生活资料当月同比与环比 (%)	9
图表 12 LME 铜、铝现货价格	9
图表 13 PPI-CPI 剪刀差 (%)	10

1 CPI 同比涨幅回落，通胀压力缓解

8月CPI同比上涨2.5%，较7月回落0.2个百分点，为今年以来首次同比涨幅下降；环比下降0.1%，7月为上涨0.5%，环比由正转负。

同比数据上看，今年以来，除2月、5月同比涨幅与上月持平外，其他月份均较上月有所上涨。本月同比涨幅回落，低于预期，主要原因为：

一，能源价格涨幅回落。国际油价回调，带动CPI子项交通工具用燃料连续两个月环比下降。6月，交通工具用燃料同比涨幅年内冲高至32.8%后连续两个月下降，7、8月同比涨幅分别为24.2%和19.9%，涨幅回落明显。

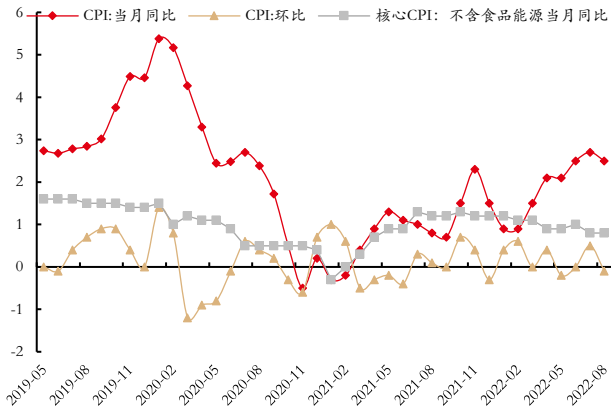
二，猪肉价格上涨放缓。8月CPI猪肉子项环比上涨0.4%，较7月的25.6%大幅回落，环比涨幅为4月以来最低。受生猪出栏量回升及需求季节性走弱影响，猪肉价格涨幅趋缓，7月猪肉价格快速大幅上涨，短期内也对上涨空间有所透支。

三，疫情升温，服务价格环比由升转平。受疫情影响，8月飞机票和交通工具租赁价格分别下降7.5%和1.0%，带动服务价格由7月的上涨0.3%转为持平。8月国内（不含港澳台）日均新增新冠确诊病例447例，无症状感染者1289例，大幅高于7月的126例（确诊）和465例（无症状）。

年内CPI仍存上涨动能。首先，猪肉价格大概率继续上行，但涨幅不会太高。根据中国种猪信息网数据，9月2日、9日22省市周度平均猪肉价格分别为30.59元/kg、30.79元/kg，较8月份平均周度猪肉价格29.05元/kg明显提高，猪肉价格有望在季节性趋势下重拾升势。但受去年10月中旬至12月底猪肉价格基数明显抬升影响，涨幅不会太高。**其次，海外需求放缓，能源价格震荡下行。**8月海外主要经济体PMI延续下行趋势，美联储、欧洲央行大幅加息进一步抑制需求，原油价格持续走低。9月1-9日，伦交所WTI原油主力日均结算价为85.05美元/桶，较8月89.65美元/桶下降5.13%，叠加去年9-10月原油价格高基数，未来2个月内对通胀的贡献边际减弱，11-12月在去年低基数的影响对通胀贡献有望回升。原油对通胀的压力主要来源于俄乌冲突不确定性对国际油价的影响。**第三，需求稳步复苏，疫情仍为重要扰动因素。**8月制造业PMI边际改善，新增社融超预期，实体经济信贷需求大幅改善，LPR利率下调有望进一步刺激需求。疫情防控对需求的影响仍然显著，在就地过节政策倡导下，中秋国庆期间消费受到一定影响。

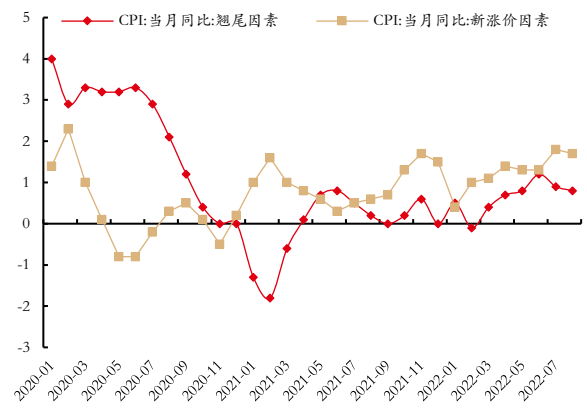
物价上行趋势缓和，货币政策空间增大。我们在上期报告中指出，“物价短期难以掣肘货币政策，未来存在进一步宽松空间”。今年以来，通胀中枢不断上行，结构性和输入性通胀压力同时存在，通胀成为货币政策进一步宽松的潜在制约因素之一。8月通胀预期明显缓解，CPI虽有继续上行的可能，但对货币政策的制约减弱，宽松的货币政策有望继续稳健推进。

图表 1 CPI 同比与环比、核心 CPI (%)



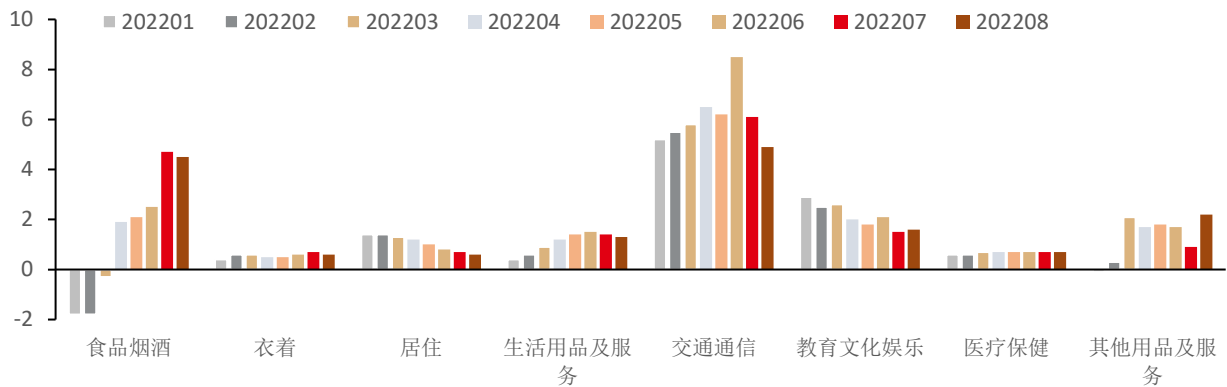
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 2 CPI：翘尾及新涨价因素 (%)



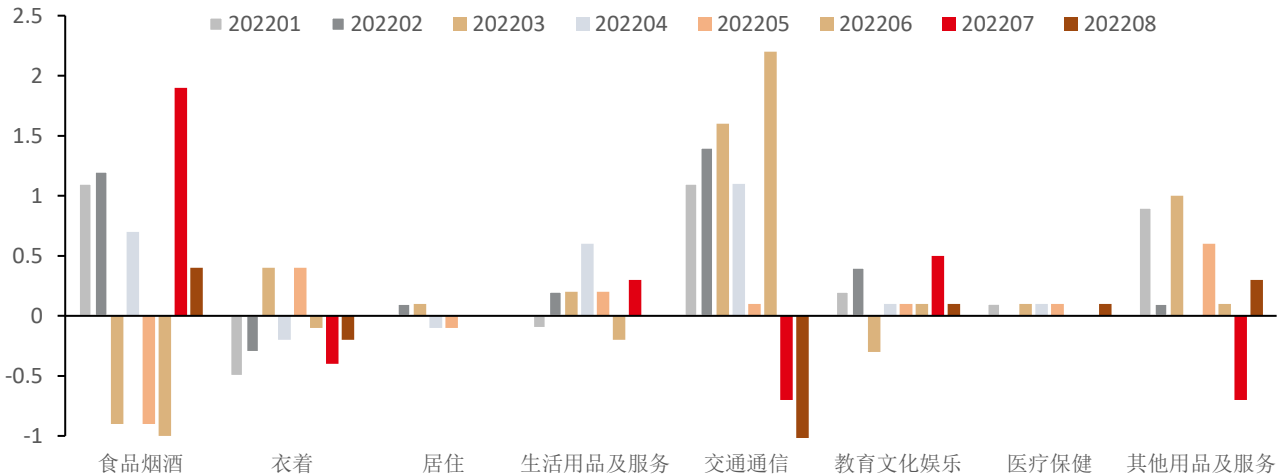
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 3 CPI 分类别同比涨跌幅 (%)

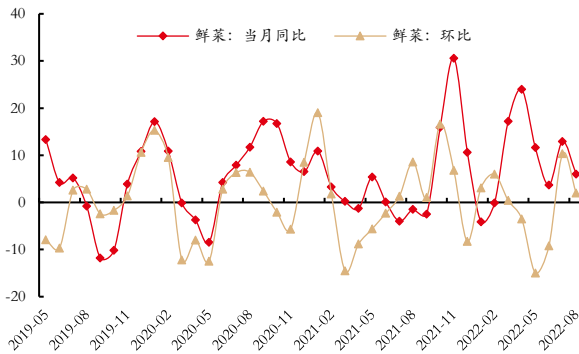


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

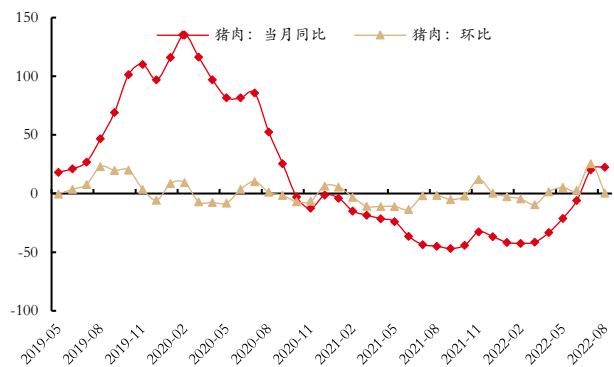
图表 4 CPI 分类别环比涨跌幅 (%)



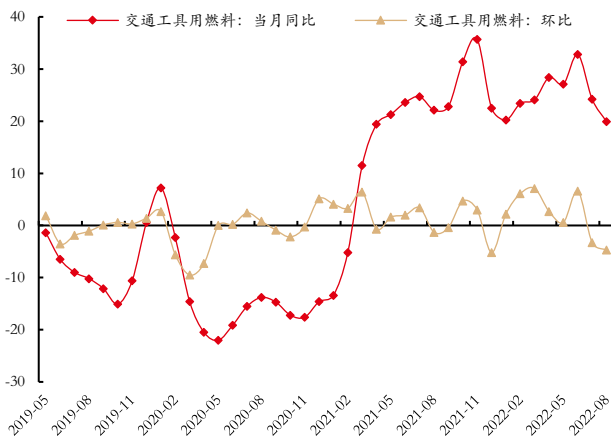
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 5 CPI：鲜菜价格当月同比与环比 (%)


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 6 CPI：猪肉价格当月同比与环比 (%)


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 7 CPI：交通工具用燃料当月同比与环比 (%)


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 8 布油现货价格走势


数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

2 PPI 持续回落，年内有望延续下行趋势

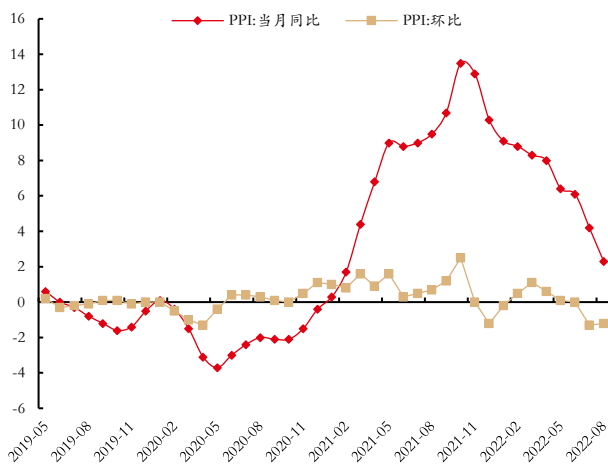
PPI 持续回落。8 月份 PPI 同比上涨 2.3%，较上月回落 1.9 个百分点，降幅与上月持平，连续 10 个月同比涨幅下降。生产资料价格环比-1.6%，降幅收窄 0.1 个百分点，下游企业生产成本继续下降。生活资料价格环比下降 0.1%，上月为上涨 0.2%，短期增速有望继续下行。上游价格回落逐步向下游传导。

分行业看，8 月大部分行业环比下降或持平，降幅较大的主要集中于煤炭、石油、黑色金属等采选及其加工业。受国际石油价格下降影响，PPI 石油和天然气开采业环比-7.3%、化学原料和化学制品制造业环比-3.7%、石油煤炭及其他燃料加工业环比-4.8%。煤炭开采和洗选业

-4.3%，同比涨幅继续回落至 8.6%。黑色和有色金属价格继续下行，环比降幅受基建加码影响有所收窄，黑色金属冶炼和压延加工业环比-4.1%，同比-15.1%；有色金属冶炼和压延加工业环比-2%，同比-1.5%。受国内燃气价格上行影响，燃气生产和供应业环比由降 0.8%转平；部分地区高温干旱、限电影响电力、热力生产和供应业环比由降 1.1%转为升 0.3%。

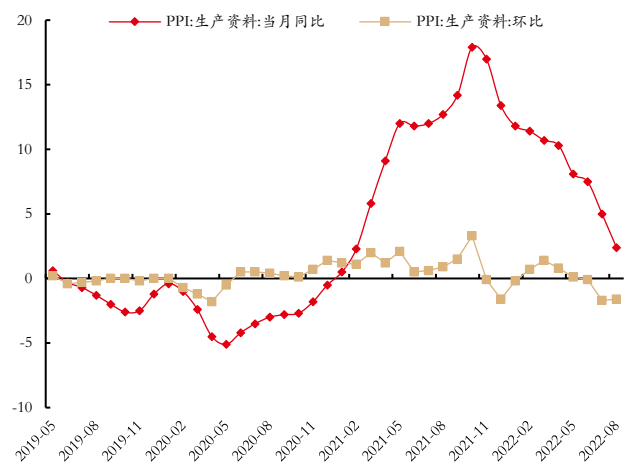
当前欧美通胀仍处较高水平，加息力度不减，经济衰退预期增强，能源及原料价格持续承压，叠加去年同期高基数影响，预计年内 PPI 有望继续下行，并可能在 4 季度转负。

图表 9 PPI 当月同比与环比 (%)



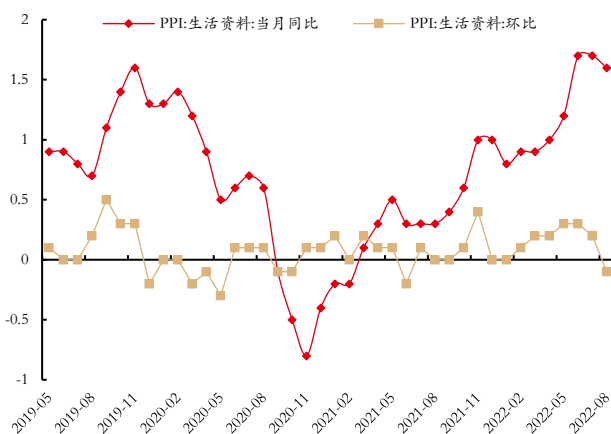
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 10 PPI：生产资料当月同比与环比 (%)



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 11 PPI：生活资料当月同比与环比 (%)



数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

图表 12 LME 铜、铝现货价格

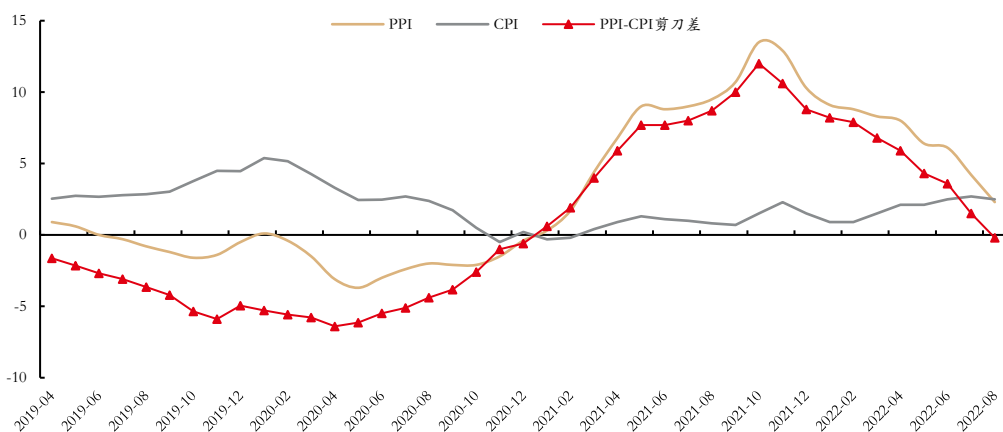


数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

3 PPI-CPI 剪刀差转负并有望继续走阔

8 月 PPI-CPI 剪刀差为-0.2%，自 2021 年以来首度转负。在上月报告中，我们指出 PPI-CPI 剪刀差转负是大概率事件。剪刀差连续 10 个月的收窄，对应中下游企业成本压力的缓解，和利润空间的修复。我们预计，PPI-CPI 剪刀差转负后未来将进一步走阔，中下游企业成本压力将进一步缓解。

图表 13 PPI-CPI 剪刀差 (%)



数据来源：iFind，中邮证券研究所整理

4 风险提示

政策施行效果不及预期、疫情恶化、大宗商品价格剧烈波动。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。