

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## PPI 超预期回落推动剪刀差转正

—8月物价数据点评

### 分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2022年9月9日

### 内容提要:

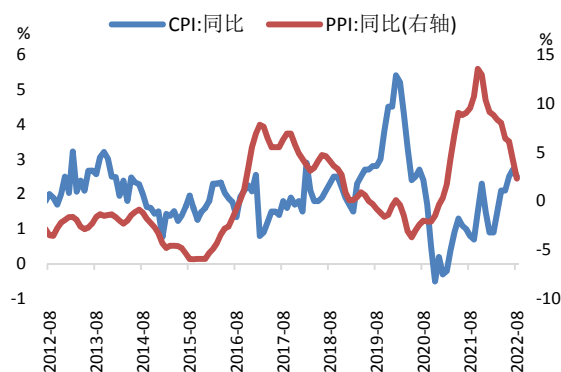
8月CPI同比2.5%，预期2.8%，前值2.7%；PPI同比2.3%，预期3.0%，前值4.2%。

食品与非食品价格环比表现均弱于季节性，从而拖累8月CPI再次低于市场预期。从食品项看，7月高基数拖累8月表现，合并7-8月则强于季节性，散发疫情以及猪肉价格上涨等影响是主要扰动因素。从非食品项看，无论是8月单月还是合并7-8月均弱于季节性，结合持续低位徘徊的核心CPI，凸显出终端需求复苏缓慢。展望未来，9月CPI或在低基数叠加假期效应的推动下再度冲3%，四季度国内需求在政策推动下逐步恢复，从而有利于CPI修复，但去年四季度基数环比走高或继续拖累今年四季度CPI下行至2-2.5%。

PPI弱于市场预期，其中生活资料价格保持韧性，生产资料价格快速回落。从行业看，原油、煤炭等价格下降，黑色、有色等有所改善。预计四季度PPI或步入通缩区间。一是基数效应影响，2021年四季度PPI同比上涨12.2%，较当年三季度抬升2.5个百分点。二是新增动力减弱，在美联储、欧央行等央行快节奏加息与海外通胀持续高位冲击下，四季度全球衰退或将加速。助推因素方面，一是能源供需缺口或在今年冬季加大，使得能源类价格具有韧性；二是国内基建投资正稳步向上，房地产投资在多重因素的提振下可能有所好转，对相关商品的需求提升或对工业品仍有一定的支撑。

**风险提示:** 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

### CPI与PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

1. 《复苏基础仍需夯实 政策注重落地见效》
2. 《复苏存在反复 信心仍需稳定—7月经济数据点评》

**事件：**国家统计局9月9日公布的数据显示，8月CPI同比2.5%，预期2.8%，前值2.7%；PPI同比2.3%，预期3.0%，前值4.2%。

**点评：**8月通胀数据超预期回落，PPI斜率更陡从而推动CPI-PPI剪刀差近20个月以来首度转正。从CPI看，食品与非食品价格环比表现均弱于季节性，从而拖累8月CPI再次低于市场预期，但合并7-8月表现看，食品强于季节性而非食品持续弱于季节性。尤其是再结合持续低位徘徊的核心CPI，凸显出终端需求复苏缓慢。短期而言，9月或将继续冲3%但四季度再度回落至2-2.5%的可能性较大。从PPI看，四季度或步入通缩区间，其中基数效应与全球需求下降拖累PPI，但部分品种供给需求尚存叠加国内投资增速回暖对工业品仍有一定的支撑。总的来看，温和的CPI叠加可能步入通缩的PPI对货币政策环境较前期更为友好，但美欧等主要央行加快加息的压力在一段时间内仍将存在。

### **1、食品价格涨幅弱于季节性叠加非食品价格逆季节性回落拖累CPI，核心CPI低位持平**

8月CPI同比上涨2.5%，低于市场预期（2.8%）。从环比看，8月CPI环比回落0.1%，低于历史（2011-2019年，下同）均值0.5个百分点。从同比看，食品价格上涨6.1%，涨幅比7月回落0.2个百分点，影响CPI上涨约1.09个百分点。其中，猪肉价格上涨22.4%，涨幅比7月扩大2.2个百分点；鲜果和鲜菜价格分别上涨16.3%和6.0%，涨幅比7月均有回落；食用植物油和粮食价格分别上涨7.9%和3.3%。非食品价格上涨1.7%，涨幅比7月回落0.2个百分点，影响CPI上涨约1.38个百分点。在8月份2.5%的CPI同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.8个百分点，新涨价影响约为1.7个百分点。

8月食品价格弱于季节性特征，合并7-8月后则强于后者。8月食品价格环比上涨0.5%，弱于历史均值（1.4%），主因在于消费需求偏弱以及部分品种供应增加，同时7月涨幅过大拖累8月环比。从7-8月合计情况看，食品价格环比涨幅（3.5%）仍超出历史均值（1.7%）1.8个百分点。

**鲜菜价格涨幅大幅回落。**8月北方蔬菜上市量增加，但中下旬南方高温干旱天气影响蔬菜生产供应，全国鲜菜价格先降后涨，总体环比上涨2.0%，弱于历史同期均值（6.5%）4.5个百分点。不过，7-8月合计口径看，环比涨幅（12.3%）超出历史均值（9.3%）3个百分点。从菜篮子产品批发价格200指数走势看，8月下旬至9月8日涨幅达到8.4%。临近中秋假期，鲜菜价格或有小幅上涨，但从历史经验看，9月平均涨幅（3.0%）

较 8 月会有所回落。

**肉类价格连续 5 个月环比上涨,但 8 月涨幅降至这一阶段的低位。**其中,生猪出栏逐步恢复正常,加之消费需求季节性走弱,8 月猪肉价格环比上涨 0.4%,涨幅比 7 月回落 25.2 个百分点;但 7-8 月合计涨幅(26%)大幅超过历史均值(8.6%)17.4 个百分点。发改委官方微信公众号 8 月 29 日消息显示,为保障节假日期间猪肉市场供应,国家发展改革委将会同有关部门自 9 月份开始分批次投放政府猪肉储备,并指导地方联动投放储备。今年 2 月底以来,国家共展开了多批次的冻猪肉收储工作,但通过投放猪肉储备以稳定猪价在年内则尚属首次。从供给端看,2021 年 7 月-2022 年 4 月的 10 个月中,能繁母猪存栏量有 9 个月环比下降,但 2022 年 6-7 月连续回升,目前仍处于近 8 年的高位水平。虽然本轮猪周期或已启动,但由于能繁母猪产能去化程度不及此前几轮,对应猪肉价格涨幅或相对有限。

**其他食品价格涨跌互现。**其中,鲜果(环比变化为-1%,下同)、水产品(持平)、油脂(0.7%)分别强于季节性 2.6、0.6、0.4 个百分点;粮食(持平)、鲜奶(持平)、蛋类(3.1%)分别弱于季节性 0.2、0.2、4.7 个百分点。若合计 7-8 月看,主要食品中仅粮食(0.1%)、奶制品(0.1%)、蛋类(3.4%)弱于季节性。对比国际食品,8 月 FAO 食品价格指数同比涨幅(8.3%)近 20 个月以来首次回落至个位数,谷物价格涨幅(11.9%)为近 2 年最低,油和油脂价格涨幅(-1.4%)为近 27 个月以来首度转负。

**非食品价格连续第 2 个月逆季节性回落。**8 月非食品价格环比回落 0.3%,逆季节性回落(历史均值为上涨 0.1%);合并 7-8 月看,环比变化(-0.4%)仍然低于历史均值(0.3%)。分项数据 3 涨 2 平 2 降。其中,其他用品及服务、教育文化娱乐、医疗保健价格分别环比上涨 0.3%、0.1%和 0.1%;居住、生活用品及服务价格均持平;交通通信、衣着价格分别下降 1.7%和 0.2%。非食品中,工业消费品价格下降 0.7%,降幅比 7 月扩大 0.2 个百分点,其中受国际油价下行影响,国内汽油和柴油价格分别下降 4.8%和 5.2%,合计影响 CPI 下降约 0.20 个百分点;服务价格由 7 月上涨 0.3%转为持平,其中受疫情影响,飞机票和交通工具租赁费价格分别下降 7.5%和 1.0%。非食品价格持续走弱,一方面近期 PPI 快速回落对 CPI 非食品价格的推动效应减弱,但更重要的是当前终端需求复苏仍然偏弱。

**核心 CPI 低位持平。**8 月除去食品与能源的核心 CPI 同比上涨 0.8%,与 7 月持平;环比持平,较 7 月回落 0.1 个百分点。从同比看,2021 年 9 月至 2022 年 3 月核心 CPI 基数始终在疫情后的高位(1.2%左右)徘徊,

若未来需求复苏不强，则核心 CPI 将继续低位徘徊。

综合而言，食品与非食品价格环比表现均弱于季节性，从而拖累 8 月 CPI 再次低于市场预期（7 月同比 2.7%，低于预期 0.2 个百分点）。从食品项看，7 月高基数拖累 8 月表现，合并 7-8 月则强于季节性，散发疫情以及猪肉价格上涨等影响是主要扰动因素。从非食品项看，无论是 8 月单月还是合并 7-8 月均弱于季节性，结合持续低位徘徊的核心 CPI，凸显出终端需求复苏缓慢。展望未来，9 月 CPI 或在低基数叠加假期效应的推动下再度冲 3%，四季度国内需求在政策推动下逐步恢复，从而有利于 CPI 修复，但去年四季度基数环比走高 0.9 个百分点或继续拖累今年四季度 CPI 下行至 2-2.5%。此外，考虑到四季度全球加速衰退可能性上升，国际油价再次大幅冲高的可能性较小，而且本轮能繁母猪产能去化程度不及此前几轮从而猪肉价格涨幅或相对较弱，短期“猪油共振”大幅推高 CPI 的风险可控。

## 2、PPI 加速回落

**PPI 弱于市场预期。**8 月 PPI 环比回落 1.2%，同比上涨 2.3%，弱于市场预期（3.0%），较 7 月大幅回落 1.9 个百分点。PPIRM 环比回落 1.4%；同比涨幅（4.2%）较 7 月回落 2.3 个百分点。在 8 月 2.3% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 2.5 个百分点，新涨价影响约为 -0.2 个百分点。

**生活资料价格保持韧性，生产资料价格快速回落。**从环比看，8 月生活资料价格回落 0.1%，近 14 个月以来首度转负；生产资料价格回落 1.6%，连续 3 个月负增长。从同比看，8 月生活资料价格上涨 1.6%，近 3 个月保持稳定增长，一定程度上和疫情因素相关，此外分项的衣着类价格连涨 4 个月或与成本上涨相关；生产资料价格上涨 2.4%，较 7 月大幅回落 2.6 个百分点，近 4 个月累计下降 7.9 个百分点。

从行业看，原油、煤炭等价格下降，黑色、有色等有所改善。其中，石油和天然气开采业价格下降 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下降 4.3%，降幅均有所扩大；受基建投资拉动影响，部分行业需求略有改善，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.1%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 2.0%，非金属矿物制品业价格下降 1.0%，降幅均有所收窄；受高温天气影响，电力需求增加，电力热力生产和供应业价格由下降 1.1% 转为上涨 0.3%。

预计四季度 PPI 或步入通缩区间。一是基数效应影响,2021 年四季度 PPI 同比上涨 12.2%,较当年三季度抬升 2.5 个百分点。二是新增动力减弱,在美联储、欧央行等央行快节奏加息与海外通胀持续高位冲击下,四季度全球衰退或将加速。但助推因素同时存在,一是能源供需缺口或在今年冬季加大,使得能源类价格具有韧性;二是国内基建投资正稳步向上,房地产投资在保交楼、房企纾困、政策推动销售边际修复等因素的提振下可能有所好转,对相关商品的需求提升或对工业品仍有一定的支撑。

**风险提示:** 央行超预期调控,通胀超预期,贸易摩擦升温,金融市场波动加大,经济下行压力增大,国内外疫情超预期变化风险,中美关系全面恶化风险,国际经济形势急剧恶化,俄乌冲突升级风险,台海局势不确定性风险,海外黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层