



PPI-CPI 通胀剪刀差转负

——2022 年 8 月物价数据点评

8 月 CPI 同比增长 2.5% (市场预期 2.8%)，较前值回落 0.2pct；核心 CPI 同比增长 0.8%，持平前值。PPI 同比增长 2.3% (市场预期 3.0%)，较前值大幅下行 1.9pct。

一、CPI 通胀：猪价增速回落，需求全面走弱

8 月 CPI 通胀边际回落，走向与市场预期相反，主要受到猪价不及预期和内需疲弱共同影响。CPI 环比增速由正转负，较上月回落 0.6pct 至 -0.1%。核心 CPI 同比 0.8%，维持低位运行；环比增速 0%，连续两个月显著低于季节性，反映出需求全面走弱。

受去年同期低基数影响，食品项通胀较上月小幅回落 0.2pct 至 6.1%，拉动 CPI 通胀 1.1pct，与上月持平；猪肉对 CPI 通胀贡献连续第二个月保持在 0.3pct。但食品项通胀动能明显走弱，环比增速较上月大幅回落 2.5pct 至 0.5%，主因是猪价涨幅受产能充足、政策调控和内需疲弱共同抑制，环比增速从上月的 25.6% 大幅回落至本月的 0.4%。鸡蛋价格环比增速 3.1%，其余食品分项 CPI 环比增速均低于 2%，疫情反复对餐饮消费的压制或为主因。

8 月国际油价环比回落 7%，叠加内需持续偏弱，引致 8 月非食品 CPI 通胀不及预期。非食品项同比增速比上月降低 0.2pct 至 1.7%，拉动 CPI 通胀 1.4pct；环比增速比上月降低 0.2pct 至 -0.3%，仍处收缩区间。交通工具用燃料项环比较上月再回落 1.4pct 至 -4.7%，同比较上月回落 4.3pct 至 19.9%；旅游 CPI 环比较上月回落 3.6pct 至 -0.1%，符合季节性特征。其他非食品分项通胀环比波动均较小，消费需求仍弱。

前瞻地看，年内 CPI 通胀或于 9-10 月见顶。首先，食品项高通胀或在基数效应影响下见顶回落。去年 9-10 月为猪价的阶段性底部，大



概率对应今年猪价顶部。其次，国际油价受美联储加息和欧美经济衰退预期拖累，但受全球能源供需缺口支撑，大概率保持震荡，但高基数下对通胀的驱动将边际下降。最后，内需疲弱和疫情反复大概率对核心 CPI 构成持续性压制。

二、PPI 通胀：大宗商品价格及基数效应压制

8 月 PPI 通胀较前值再回落 1.9pct 至 2.3%，显著低于市场预期，主要由于大宗商品价格大幅回落。黑色系大宗商品和铜价同比回落幅度均达 20%，铝价同比回落幅度也超过了 10%。PPI 环比增速较前值边际上行 0.1pct 至 -1.2%，仍然显著收缩。

生产资料价格同比增速较前值回落 2.6pct 至 2.4%；环比增速较上月回升 0.1pct 至 -1.6%，仍处深度收缩区间。生活资料价格同比增速较上月小幅回落 0.1pct 至 1.6%；环比增速较上月回落 0.3pct 至 -0.1%。

从产业链看，上游 PPI 通胀 > 中游 > 下游，但这主要来自基数效应的影响。环比情况恰好相反，下游 PPI 环比 > 中游 > 上游，且上中下游 PPI 环比均为负值，这一格局或在下半年延续。

分行业看，原油 PPI 通胀 > 煤炭 > 有色 > 黑色，主因同样在基数效应。从环比看，原油、煤炭通胀数据已经领跌。各能源分项环比跌幅均扩大，石油采选环比 -7.3%；煤炭采选环比 -4.3%。受地产持续走弱影响，有色、黑色系环比仍处收缩区间，跌幅在 1-7% 之间。

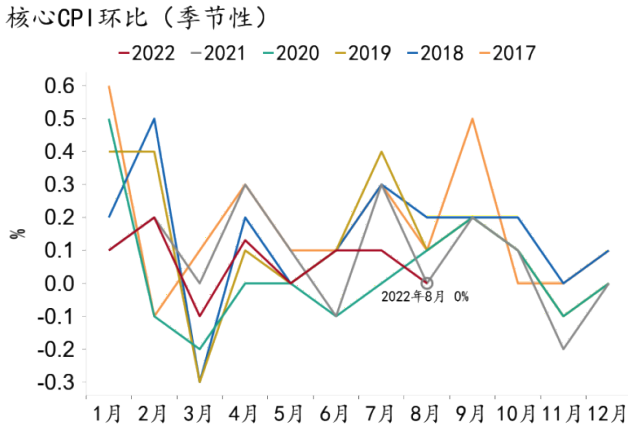
前瞻地看，受基数效应和内需疲弱双重影响，预计下半年 PPI 通胀将进入低位震荡期。

值得一提的是，8 月 PPI-CPI 通胀剪刀差由正转负。此前大宗商品价格上涨，但内需偏弱导致上游通胀向下游传导不畅，故 PPI-CPI 剪刀差走阔。当前大宗商品通胀走弱，叠加基数效应影响，PPI-CPI 剪刀差相应逆转。前瞻地看，受内需疲弱和基数效应共同影响，PPI、CPI 通胀在年内均将维持低位运行，小幅负向剪刀差或将延续，中下游企业盈利压力有望边际缓解。

(评论员: 谭卓 王天程)

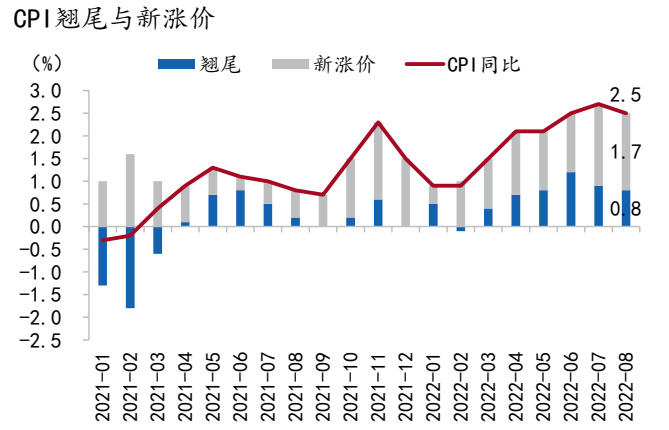
附录

图 1: 核心 CPI 环比持续弱于季节性



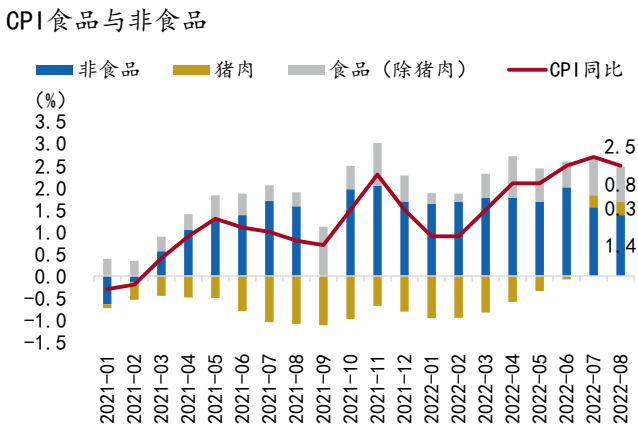
资料来源: macrobond、招商银行研究院

图 2: CPI 翘尾、新涨价因素同步回落



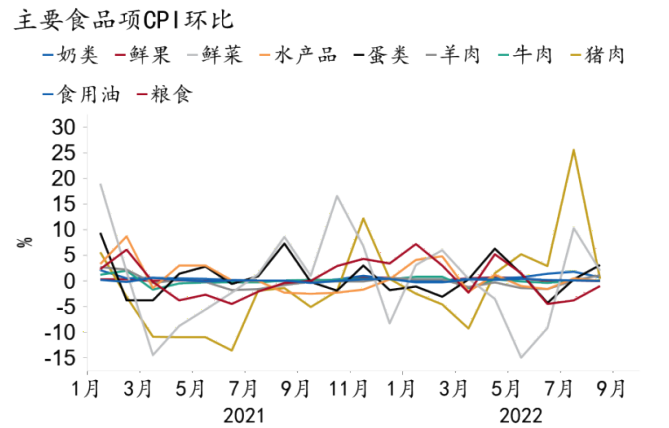
资料来源: wind、招商银行研究院

图 3: 内需疲弱引致 CPI 通胀回落



资料来源: wind、招商银行研究院

图 4: 猪价不及预期拖累食品项 CPI



资料来源: macrobond、招商银行研究院



图 5: 油价持续大幅回落

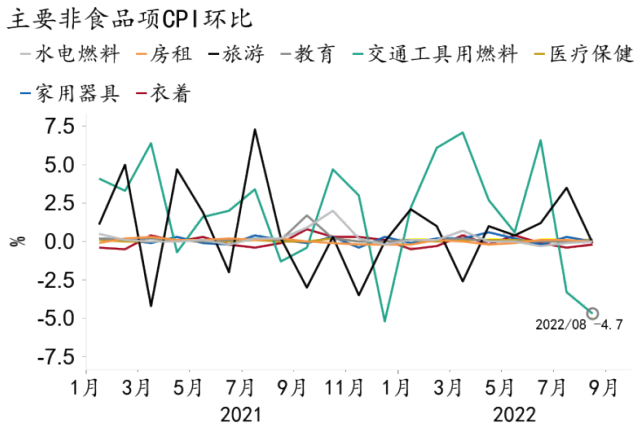


图 6: PPI 同比、环比均加速下行

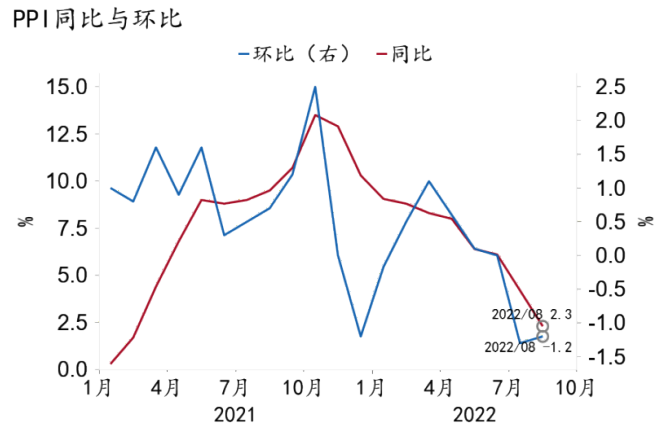


图 7: PPI 通胀新涨价因素转负

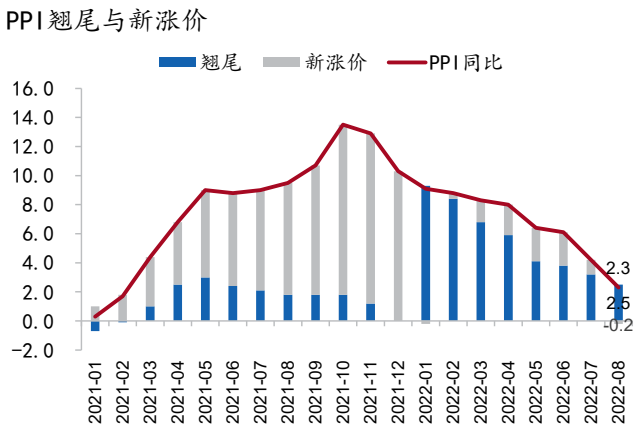


图 8: 生产资料 PPI 环比仍处深度收缩区间

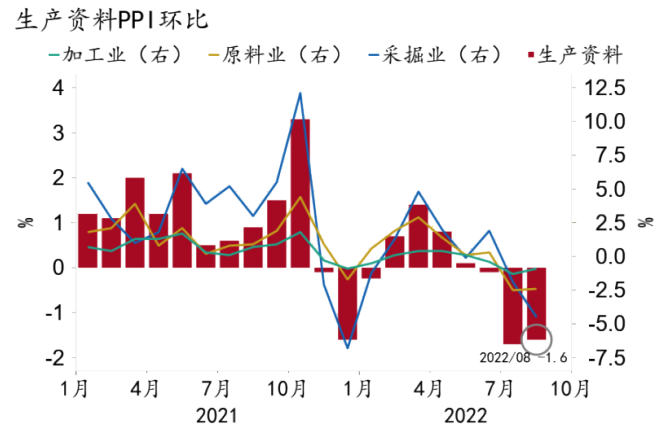


图 9: 主要大宗商品价格低位震荡



图 10: PPI-CPI 剪刀差小幅转负

