

食品价格难改通胀大局

8 月通胀数据点评

8 月通胀与我们预期近似，核心通胀仍在下行趋势，尤其房租持续同比下降，消费修复偏慢背景下，食品价格上涨难改通胀大局。

- 在三分法的 CPI 分析框架中，核心 CPI 月率仍在下行趋势中。外贸出口尽管继续保持较高增速，但主要由外需价格拉动、数量增长有限，对于国内资源的挤占不显著，叠加内需修复偏慢，核心 CPI 短期难有趋势性反弹。
- 柴油价格涨幅反弹并未带动能源价格整体涨幅，或与煤炭价格涨幅回落有关，年内能源价格涨幅仍将易降难升。本月美欧在能源市场向俄罗斯“摊牌”，将可能抛出 44 美元/桶的原油“指导价”。据测算这大约是俄罗斯海上原油生产的成本价。此举的主要用意不在于抑制俄罗斯原油出口，而是打压俄罗斯向亚洲新兴市场出口原油的议价能力。迫使俄以更低油价进入亚洲市场，挤占对中东原油的需求，最终迫使中东原油对欧洲降价。“限价”措施提出的同时，沙特下调对亚欧出口原油的定价、印度暗示可能增加中东原油采购，都侧面反映原油市场的卖方价格联盟可能更难维系。
- 食品 CPI 涨幅仍在高位，但略有回落。食品 CPI 涨幅接近食用农产品价格涨幅，或反映成本端的涨价压力向消费端传导已较为充分，一般情况下，涨幅继续扩大的难度增加。而且在居民消费支出增长放缓的背景下，即使食品价格继续上涨，也可能更多起到挤出其他消费的作用，对 CPI 整体的影响力或将减弱。
- 当前非常值得关注的趋势是房租类 CPI 连续同比下降。5-8 月，房租类 CPI 已连续 4 个月同比下降，且降幅逐步扩大，这是有统计以来，除 2020 年疫情冲击期间外从未出现过的情况。房租可以比较直观地反映居民对住房居住功能的需求，这种需求更能决定楼市的长期走势。以环比月率来看，房租类 CPI 月度涨幅的中枢一般在 0.2% 以上。但从 2020 年以来，其波动中枢已逐步降至 0 附近。这显示，居民对住房的使用性需求并未转强。楼市景气如果有明确恢复，其先行信号应该是房租类 CPI 的弹性修复，比如月度涨幅先超过 0.2% 以弥补此前的低增长，然后围绕 0.2% 的月率中枢波动。
- 综合来看，我们维持前期观点，下半年 CPI 同比涨幅平均超过 3% 概率不高，对利率不构成约束；若持续不及市场一致预期，反而可能为利率下行创造条件。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

相关研究报告

《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》20210617
《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》20210809
《跨周期的“两阶段宽信用”》20210825
《单向度的宽信用并不容易》20210908
《跨周期的长债收益率分析》20210930
《如何看待“宽松预期落空”》20211021
《货币条件率先启动》20211111
《降息的宽信用作用——MLF 降息点评》20220117
《宽信用趋势进一步明确——LPR 降息点评》20220120
《通胀压力或被平缓消化——3 月通胀数据点评》20220411
《上游价格盘整、下游传导不畅——5 月通胀数据点评》20220613
《货币财政配合与长债利率》20220627
《三分法看 CPI 走势——7 月通胀数据点评》20220811
《大通胀的终结？——美国衰退与国内通胀前景》20220817
《如何看待住房的使用性需求——高频数据扫描》20220821

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

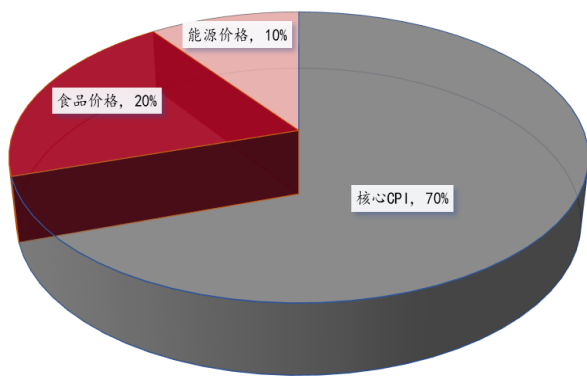
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

事件：国家统计局 9 月 9 日发布 2022 年 8 月份通胀数据。全国居民消费价格 CPI 同比上涨 2.5%。其中，食品价格上涨 6.1%，非食品价格上涨 1.7%；消费品价格上涨 3.7%，服务价格上涨 0.7%。CPI 环比下降 0.1%。其中，食品价格上涨 0.5%，非食品价格下降 0.3%；消费品价格下降 0.2%，服务价格持平。全国工业生产者出厂价格 PPI 同比上涨 2.3%，环比下降 1.2%；工业生产者购进价格同比上涨 4.2%，环比下降 1.4%。

点评：在上个月的通胀数据点评《三分法看 CPI 走势》（20220811）中我们提出，当前在食品价格涨幅反弹、能源价格涨幅收窄的背景下，适合以“三分法”框架分析 CPI 走势，将 CPI 划分为核心 CPI、食品类 CPI 和 CPI 能源成分三大类进行分析。经测算，核心 CPI、食品类 CPI 和能源成分三者在 CPI 中所占的份额依次约为 70%、20%和 10%。当前 CPI 的整体走势是核心 CPI 和能源成分的涨幅均处于下行趋势、食品 CPI 则是拉动 CPI 涨幅上行的不确定因素。

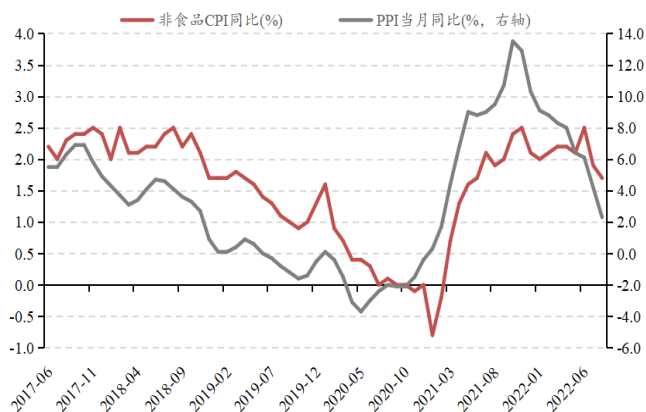
8 月的通胀数据与我们预计的近似，PPI 涨幅延续回落，带动整个非食品 CPI 涨幅继续下行，食品 CPI 涨幅尽管处于近年来较高水平，但较前月亦小幅回落。

图表 1. CPI 的三分法份额结构



资料来源：万得，中银证券。

图表 2. PPI 与非食品 CPI 涨幅

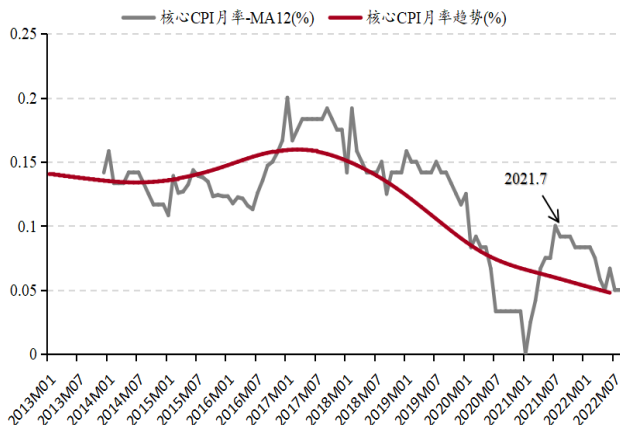


资料来源：万得，中银证券。

1、核心 CPI 涨幅仍处于下行趋势

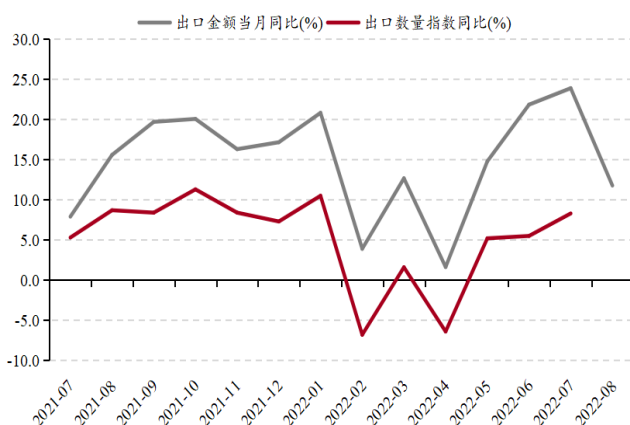
在三分法框架中，核心 CPI 所占的份额最大，但波动性较小、趋势性较强。如图 3 所示，核心 CPI 环比涨幅的中枢以及 12 个月移动均值仍处于下行趋势中。去年 7 月核心 CPI 同比涨幅达到 1.3%，为疫情冲击以后核心 CPI 涨幅的高点，有可能也将是年内心 CPI 涨幅所能达到的上限。

图表 3. 核心 CPI 环比月率趋势



资料来源：万得，中银证券。注：趋势项通过对核心 CPI 环比涨幅进行 HP 滤波得到。

图表 4. 出口金额和出口数量指数同比涨幅



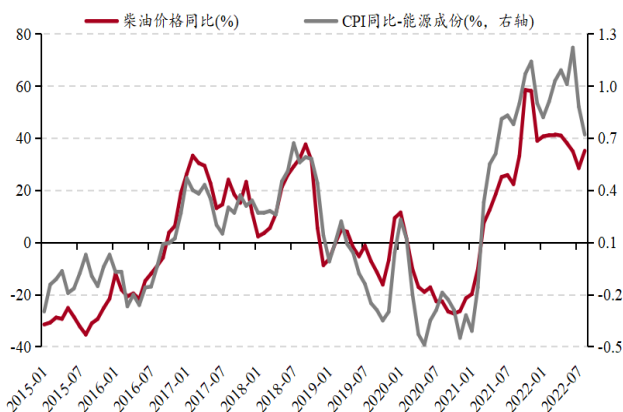
资料来源：万得，中银证券。

外贸出口尽管保持较高增速，但主要由外需价格拉动、数量增长有限，对国内资源的挤占不显著，叠加内需修复偏慢，核心 CPI 短期难有趋势性反弹。8 月以人民币计的外贸出口同比增速仍然达到 11.8%，但从最近一段时间的外贸增速来看，出口价格拉动名义增速的特征比较明显。今年上半年出口数量指数的同比增速均值只有 1.6%；7 月增速尽管反弹到 8.3%，但 8 月增速大概率较 7 月又有所回落。外贸影响国内核心通胀主要是通过占用国内资源（包括劳动力资源）发挥作用。出口量增长有限的条件下，尽管创造外贸收入的效果明显，但对国内实际资源的挤占不显著，不会对核心通胀产生明显影响。

2、CPI 能源成分涨幅易降难升

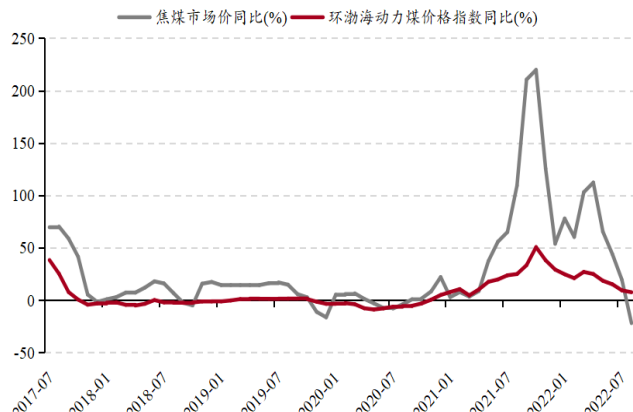
从能源价格来看，国内油价通常与 CPI 能源成分 高度相关。我们从 CPI 同比涨幅中，剔除核心 CPI 涨幅和食品类 CPI 涨幅后，得到 CPI 同比涨幅的能源成分。可以发现，能源成分的同比涨幅，通常与油价高度相关，如图 5 所示。从 8 月数据看，柴油价格的涨幅由于低基数效应，其实出现了阶段性反弹，但 CPI 能源成分 的同比涨幅仍然继续回落。这可能是由于其他主要燃料，比如煤炭的价格涨幅在本月继续回落。如图 6 所示，全月平均来看 1/3 焦煤市场价和环渤海动力煤价格指数（Q5500K）8 月的同比涨幅分别回落至 -21.8% 和 7.6%。

图表 5. CPI 能源成分和柴油价格同比涨幅



资料来源：万得，中银证券。

图表 6. 煤炭价格涨幅回落



资料来源：万得，中银证券。

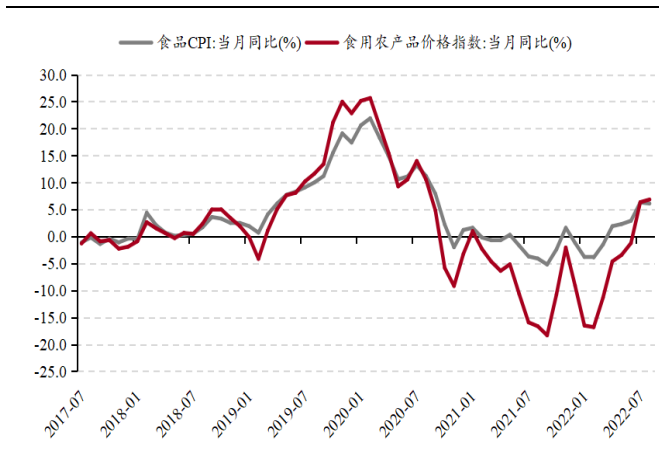
向后看，能源价格仍有随国际市场下行的空间，年内能源价格涨幅预计易降难升。本月，西方 7 国财长联合发表声明称，将设定对俄罗斯出口原油的价格上限(Price Cap)。9 月 6 日，美国副财长 Adeyemo 向媒体表示，美国初步设定对俄罗斯原油价格的上限为 44 美元/桶。根据研究机构 IHS Markit 在 2019 年的估计，俄罗斯陆上原油的生产成本约为 42 美元/桶，海上原油的生产成本约为 44 美元/桶。如果西方 7 国确实抛出 44 美元/桶的限价，无异于是向俄罗斯“摊牌”。

西方 7 国此举的主要用意不在于抑制俄罗斯原油出口，而是打压俄罗斯向亚洲新兴市场出口原油的议价能力。这种策略的核心假设是由于俄乌冲突限于僵持，俄罗斯原油供应的价格弹性更小。因此，美欧联合限价，意在迫使俄罗斯以更低价格向亚洲新兴市场销售原油，挤占亚洲市场对中东原油的需求，最终迫使中东原油对欧洲降价。“限价”措施提出的同时，沙特下调对亚欧出口原油的定价（中财网 9 月 7 日报道）。同时，印度石油部长近日则表示“在可预见的未来，我们的大部分原油供应将来自沙特阿拉伯、伊拉克、阿布扎比、科威特等”（中财网 9 月 7 日报道），隐含希望俄罗斯继续降价之意。这些信号从侧面反映出，当前原油市场的卖方价格联盟可能更难维系。

3、食品价格对 CPI 的带动效应可能减弱

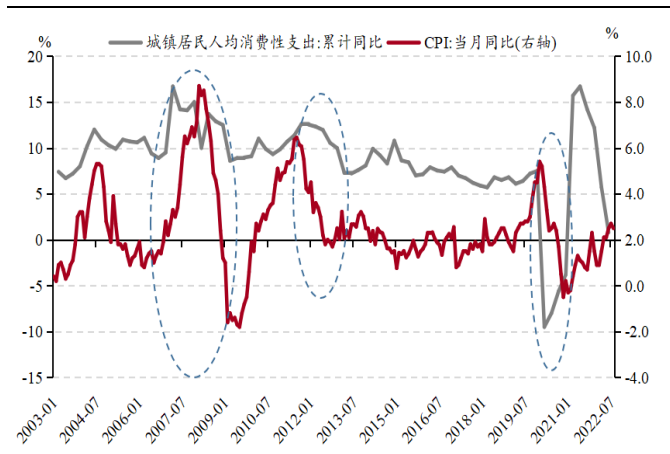
8 月食品 CPI 同比涨幅仍处于 6.1% 的高位，但涨幅较前月回落 0.2 个百分点。如图表 7 所示，目前食用农产品价格指数的同比涨幅已基本与食品 CPI 的同比涨幅一致。**这说明，食品的成本端涨价压力对消费端的传导已经较为充分。**从近年来这两个指标的运行来看，除 2019 年“非洲猪瘟”造成猪肉供给的刚性缺口以外，在其他多数时间段，成本端涨价幅度与消费端涨价幅度出现倒挂的持续时间一般不长。食用农产品涨价幅度趋近或超过食品 CPI 涨价幅度，可能意味着食品 CPI 涨幅继续扩大的难度增加。

图表 7. 食品 CPI 和食用农产品价格涨幅



资料来源：万得，中银证券。

图表 8. 居民支出与 CPI 涨幅



资料来源：万得，中银证券。

而且在居民消费支出增长放缓的背景下，即使食品价格继续上涨，也可能更多起到挤出其他消费的作用，对 CPI 整体的影响力或将减弱。如图表 8 所示，近期城镇居民人均消费支出的增速出现比较明显的回落，此前消费支出增速出现类似明显回落一般伴随着 CPI 涨幅的回落。这说明，由于总的消费需求增长放缓，即使某一类消费（比如食品消费）具有刚性，可能由于供给端压力而出现涨价，但其结果更可能是挤出其他类型的消费，压缩其他类型消费价格的上涨空间。**如果食品价格上涨的结果是导致其他类型消费被部分挤出，则其涨价对 CPI 的净影响也会随之减弱。**

4、关注房租类 CPI 持续同比下降

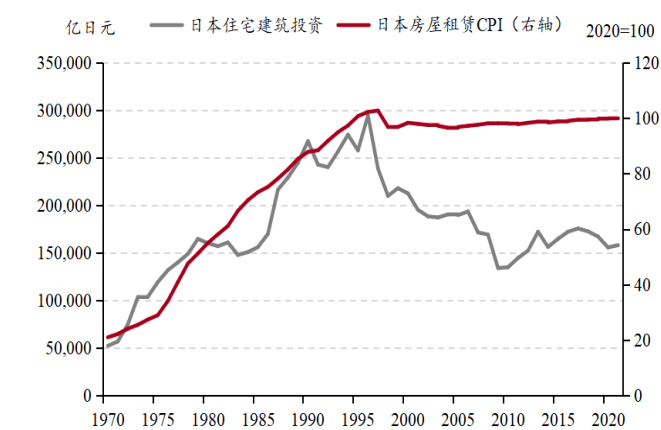
在 8 月通胀数据中，非常值得关注的是房租类 CPI 同比下降 0.5%，已连续第 4 个月同比下降，且降幅有逐步扩大的势头。在前期的数据报告《如何看待住房的使用性需求》(20220821)中我们曾提出，可以将居民的住房需求划分为三类：使用性需求、投资性需求和预防性需求。其中，使用性需求是对住房居住功能的需求。**房租可以比较直观地反映居民对住房居住功能的需求，也可以衡量住房使用价值的稀缺性特征。**投资性需求是将住房视为一种投资品、居民为了追求资产升值收益而产生的购房需求。预防性需求是居民在预期房价将较快上涨条件下，提前购买住房的需求。

以上三种需求中，使用性需求是基础性需求，决定市场的长期走势。而投资性需求和预防性需求都具有某种“顺周期”特征，即在市场景气高涨时表现得较为明显，在市场景气低迷时则趋于消失，甚至基于投资性需求所购买的存量住房，还可能在市场景气低迷时转化为净供给。因此，在房地产市场弱势条件下，房租变动的重要性会相对上升。以日本上世纪 90 年代的房地产市场运行为例，虽然日本房价在 90 年代初已出现泡沫破裂的迹象，但如图表 9 所示，日本住宅投资的显著下滑实际上与日本房租在 90 年代中期见顶的关系更为密切，后者显示日本居民对住房的使用性需求停止增长。

在当前楼市景气偏冷、购房者对房价继续上涨也缺乏一致预期的背景下，投资性需求和预防性需求整体上趋弱，此时使用性需求对市场景气的影响就显得更重要。以环比月率看，有统计以来房租类 CPI 月度涨幅的中枢一般在 0.2% 以上。但从 2020 年以来，其波动中枢已逐步降至 0 附近。这显示，居民对住房的使用性需求并未转强。

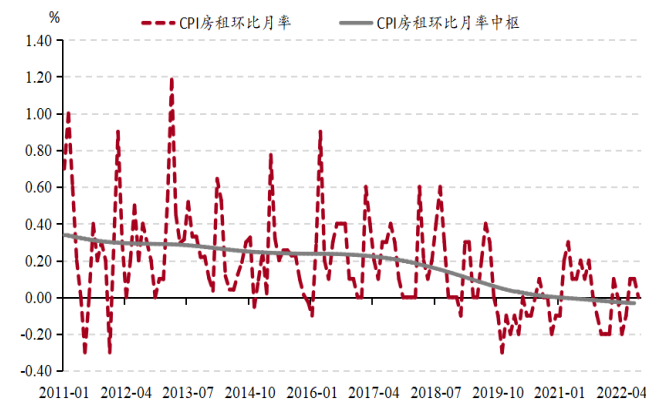
我们认为，楼市景气如果有明确恢复，其先行信号应该是房租类 CPI 的弹性修复，比如月度涨幅先超过 0.2% 以弥补此前的低增长，然后围绕 0.2% 的月率中枢波动。

图表 9. 日本房租滞涨同时住房投资大幅回落



资料来源：万得，中银证券。

图表 10. 国内房租 CPI 环比月率及其中枢



资料来源：万得，中银证券。注：中枢为 HP 滤波后的房租 CPI 环比涨幅的趋势项。

综上所述，我们维持前期观点，下半年 CPI 同比涨幅平均超过 3% 概率不高，对利率不构成约束；而且如果 CPI 涨幅持续不及市场一致预期，反而可能为利率下行创造条件。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45882

