

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 国内通胀上行空间或再受防控政策的压制

2022年9月10日

- **8月CPI同比涨幅不及7月，更多是非食品项的影响。**8月CPI同比涨幅不及7月可能更多是非食品项的影响。首先，核心CPI同比上涨幅度与上月持平表明8月CPI回落压力在于食品和能源有关联的分项。其次，非食品项对CPI上涨的影响比食品项要高。因此，8月CPI同比涨幅不及7月可能更多是受到非食品项的影响，尤其是与能源价格有关联的分项。第一，猪肉价格维持高位水平，猪肉CPI同比涨幅继续上升对整体CPI还有支撑作用。第二，鲜果鲜菜涨幅均有回落，天气对鲜菜价格的短期影响变小，但二者涨幅回落的影响主要体现在食品项上。第三，在CPI的八大分项中，交通和通信分项环比下挫很深，其表现远远弱于季节性。背后主要是交通工具用燃料CPI的走弱。
- **中下游企业的成本压力或得到部分缓解。**PPI同比涨幅回落有部分原因在于上年同期基数走高，除此以外，还主要受三个方面因素影响：1) 国际大宗商品价格波动下行，价格压力有所减轻；2) 煤炭等行业增产保供效果持续显现；3) 钢材等行业需求偏弱。分行业看，8月份工业生产者的出厂价格环比降幅略有分化：1) 石油类价格的环比降幅均有所扩大，2) 金属类价格的环比降幅均有所收窄，可能是受基建投资拉动影响，导致部分行业需求略有改善。3) 受高温天气影响，电力需求增加，电力热力生产和供应业的价格环比变化由涨转降。上游主要行业的出厂价格同比涨幅回落较大，这可能会部分缓解中下游企业的成本压力。
- **国内通胀上行空间或再受防控政策的压制。**往后看，我们认为尽管国内的通胀水平短期内还面临两大上行风险，但严格的防控措施可能会压制国内通胀的上行空间。年内CPI变动面临的两大通胀风险：1) 猪周期。自进入猪周期以来，猪肉价格维持在高位水平，后续中秋、国庆等节假日可能会导致猪肉消费需求增加，影响猪肉价格。2) 国际油价变化。当前布伦特原油价格已降至近三个月以来的较低水平，随着后续冬季供暖需求增加，油价可能有上升风险。但是，中国核心CPI一直比较疲弱，反映我国的消费需求仍受压制，这可能和国内严格的防疫措施有关。在发生聚集性疫情的地区，中国会对部分地区进行封闭式管控。严格的防疫政策可能会影响国内整体需求的表现，进一步压制国内的通胀上行空间。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，油价反弹超预期等。

目录

一、8月CPI同比涨幅不及7月，更多是非食品项的影响 .....	3
二、中下游企业的成本压力或得到部分缓解 .....	6
三、国内通胀上行空间或再受防控政策的压制 .....	8
风险因素 .....	9

图目录

图 1: 8月食品和非食品项CPI的涨幅均较7月有所回落 .....	3
图 2: 8月核心CPI同比涨幅与上月持平 .....	4
图 3: 8月猪肉价格维持高位 .....	4
图 4: 8月消费品同比涨幅较7月下降 .....	5
图 5: 8月CPI涨幅回落主要受食品烟酒和交通通信项影响 .....	5
图 6: 交通和通信项CPI环比下降明显超季节性 .....	6
图 7: PPI同比延续下行态势，回落幅度扩大 .....	7
图 8: 中上游PPI环比涨幅比中下游环比涨幅要大 .....	7
图 9: 8月农副产品购进价格同比涨幅 .....	8
图 10: 国内通胀上行空间或再受压制 .....	9

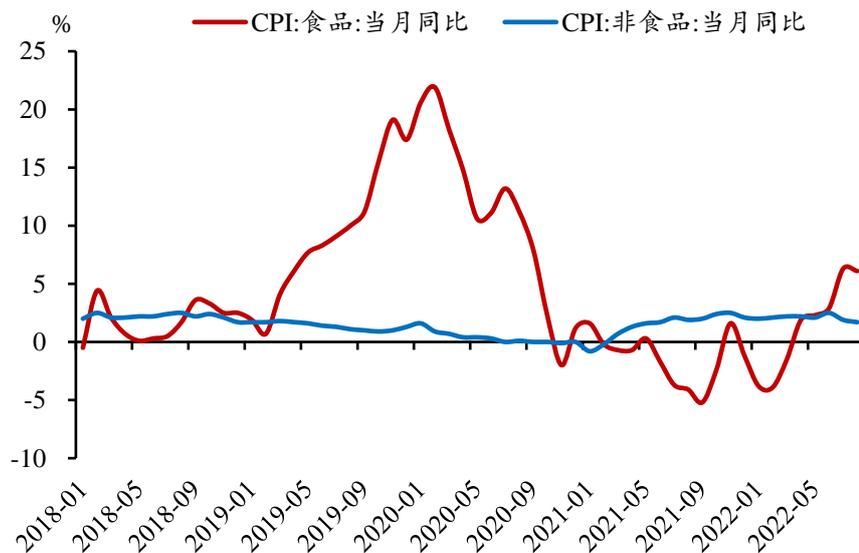
## 一、8月CPI同比涨幅不及7月，更多是非食品项的影响

**8月CPI同比涨幅不及7月，更多是非食品项的影响。**8月CPI同比上涨2.5%，涨幅比7月回落0.2个百分点，8月CPI同比涨幅不及7月可能更多是非食品项的影响。首先，核心CPI同比上涨幅度与上月持平表明8月CPI回落压力在于食品和能源相关分项。国家统计局数据显示，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.8%，涨幅与7月相同。因此，8月CPI的同比涨幅回落既有食品项影响，也有非食品项的影响。其次，非食品项对CPI上涨的影响比食品项要高。食品价格上涨6.1%，影响CPI上涨约1.09个百分点；而非食品价格上涨1.7%，其却影响CPI上涨约1.38个百分点，非食品项的影响比食品项要高出0.29个百分点。因此，8月CPI同比涨幅不及7月可能更多是受到非食品项的影响，尤其是与能源价格有关联的分项。

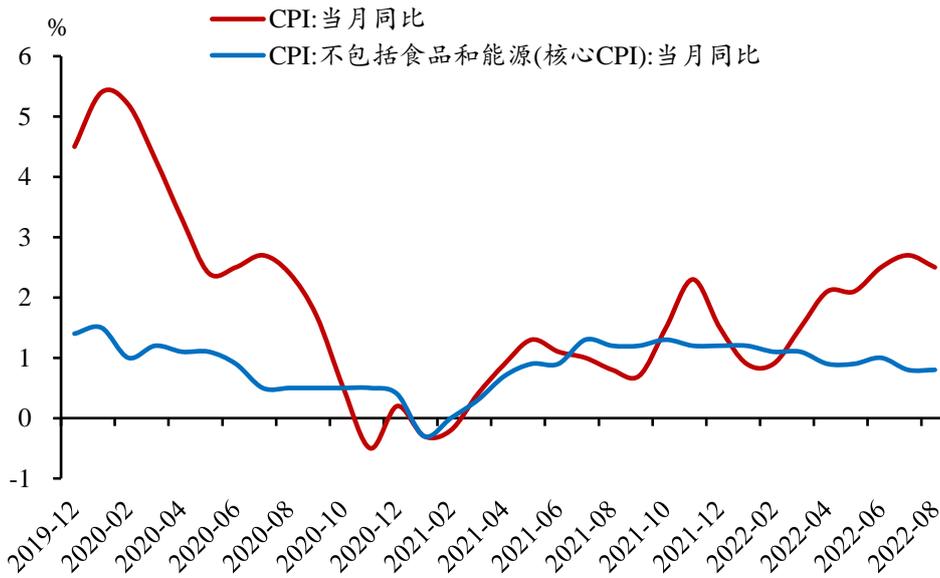
**第一，猪肉价格维持高位水平，猪肉CPI同比涨幅继续上升。**与7月相比，8月的猪肉平均批发价并没有更进一步上升，而是继续维持在7月的高位水平。8月猪肉平均批发价的中枢为29.13元/公斤，与7月价格中枢基本相持平，这可能是由于7月养殖户待价而沽、压栏惜售的现象在8月得到了部分缓解。8月猪肉价格继续在高位水平运行，猪肉价格同比增速为36.01%，继续带动猪肉CPI上涨。国家统计局数据显示，猪肉CPI分项的同比增速为22.40%，涨幅比7月还多了2.2个百分点，猪肉CPI上涨对整体CPI还有支撑作用。

**第二，鲜果鲜菜涨幅均有回落，天气对鲜菜价格的短期影响变小。**鲜果和鲜菜价格分别同比上涨16.3%和6.0%，涨幅比7月均有回落，二者的回落幅度分别为0.6和6.9个百分点。7月蔬菜价格超季节性上涨有高温天气的影响，但天气对鲜菜价格的影响偏短期，再加上蔬菜的种植周期也较短，鲜菜价格高增的趋势难以持续。鲜果鲜菜涨幅回落的影响体现在食品项上，但是这些影响尚不及非食品项的影响要大。

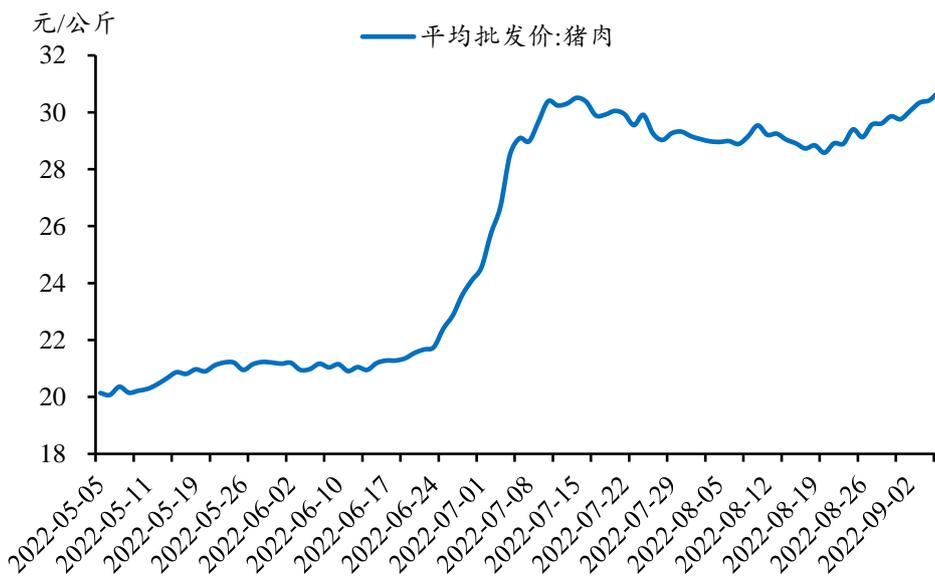
图 1：8月食品和非食品项CPI的涨幅均较7月有所回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

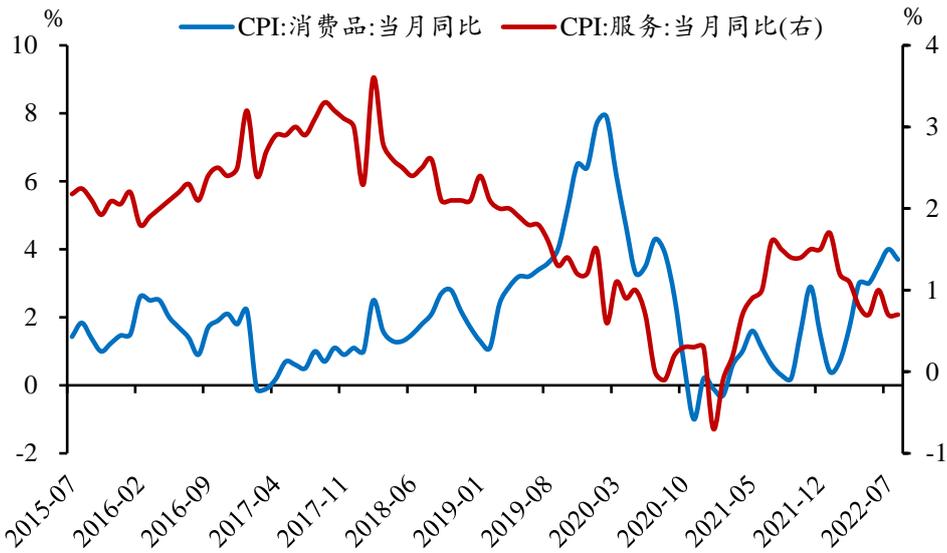
**图 2：8 月核心 CPI 同比涨幅与上月持平**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

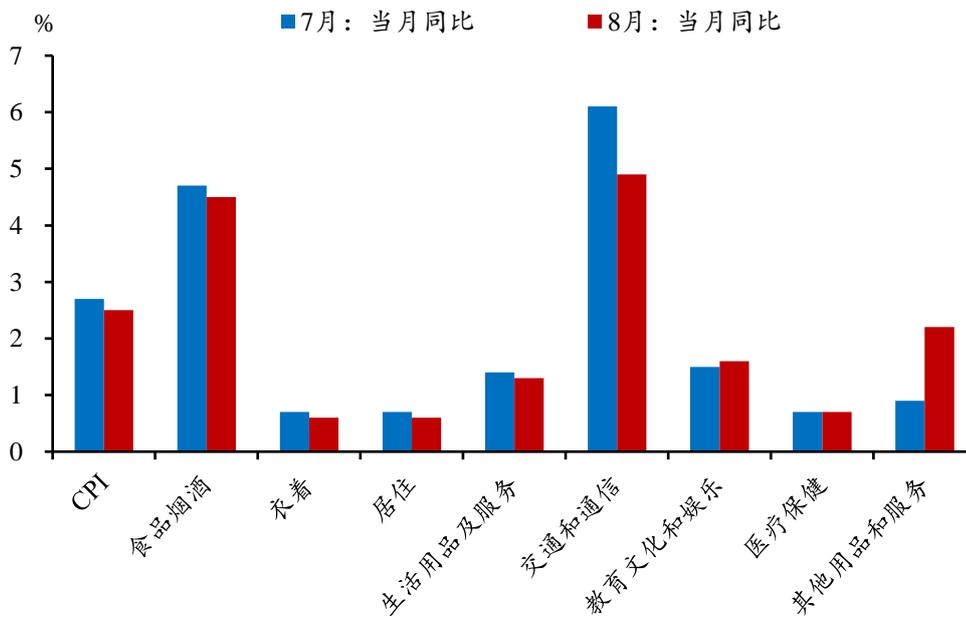
**图 3：8 月猪肉价格维持高位**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

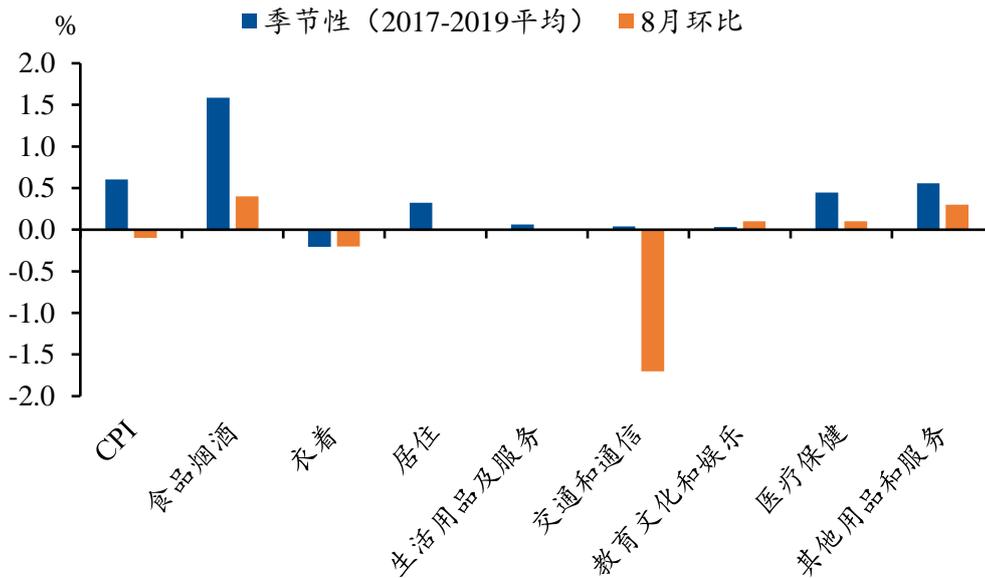
**第三，消费品 CPI 走弱，交通和通信分项环比下挫很深，其表现远远弱于季节性。**8 月服务项 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅与上月相同，而消费品 CPI 同比涨幅进一步下降。8 月消费品和服务 CPI 的表现，正体现了疫情对消费的抑制。从 CPI 的八大分项上看，大多数分项的表现都弱于季节性变化。其中，最值得关注的是交通和通信项的环比变化。交通和通信项 CPI 在油价下行的驱动下，环比继续走弱，增速为-1.7%，远不及季节性表现。从同比变化上看，交通和通信项 CPI 也下降较多，背后主要是交通工具用燃料 CPI 的走弱。非食品中，工业消费品价格同比上涨 3.0%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点，其中汽油、柴油和液化石油气价格同比增速分别为 20.2%、21.9% 和 19.8%，涨幅均有回落。

**图 4：8 月消费品同比涨幅较 7 月下降**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：8 月 CPI 涨幅回落主要受食品烟酒和交通通信项影响**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

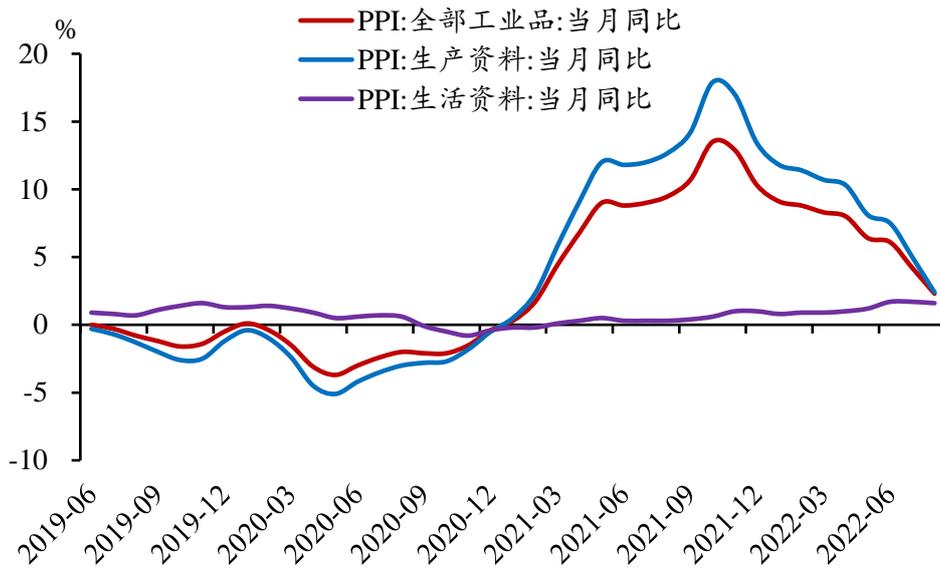
**图 6：交通和通信项 CPI 环比下降明显超季节性**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

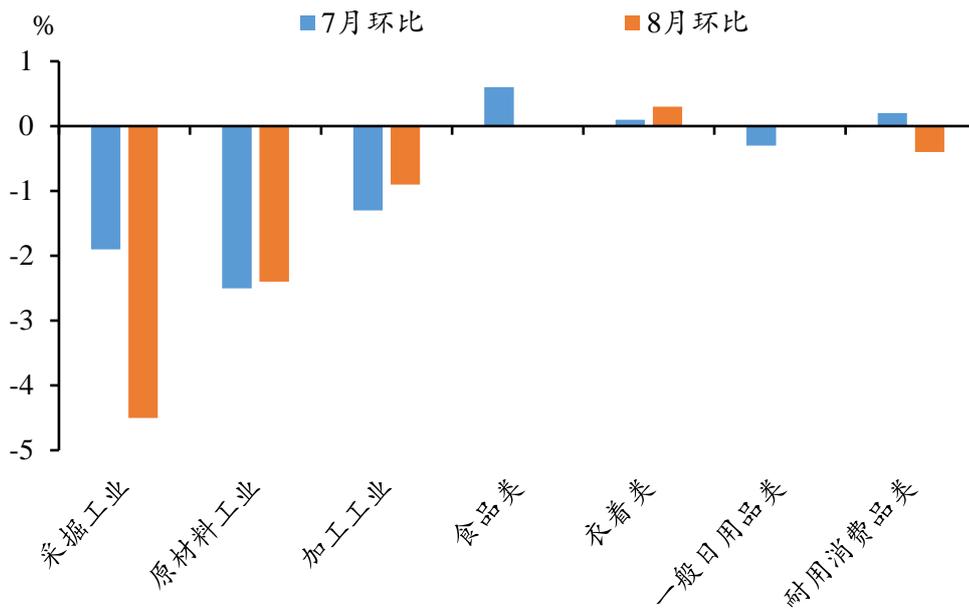
## 二、中下游企业的成本压力或得到部分缓解

**8月PPI同比涨幅回落有三方面因素。**8月PPI同比上涨2.3%，前值为4.2%，涨幅比7月回落了1.9个百分点，延续下行态势。从环比变化上看，PPI环比下降1.2%，与7月环比下降1.3%的幅度相当。统计局表示，PPI同比涨幅回落有部分原因在于上年同期基数走高，除此以外，还主要受三个方面因素影响：1) 国际原油、有色金属等大宗商品价格波动下行，价格压力有所减轻；2) 煤炭等行业增产保供效果持续显现，市场供应保障有力；3) 钢材等行业需求偏弱。

**生活资料同比涨幅略微抬升，生产资料同比涨幅继续下降。**与7月同比涨幅相比，8月份生产资料价格同比涨幅继续下降，生活资料价格同比涨幅略微抬升。具体来看，首先，生产资料价格同比上涨2.4%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约1.87个百分点。8月生产资料的三大分项PPI环比全部为负，采掘工业的环比下挫幅度更深。其次，生活资料价格同比上涨1.6%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约0.38个百分点，8月生产资料的四大分项PPI环比则有正有负。

**图 7：PPI 同比延续下行态势，回落幅度扩大**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 8：中上游 PPI 环比涨幅比中下游环比涨幅要大**


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\\_45954](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45954)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>