

总量研究

CPI 超预期回落，通胀担忧消退

——2022 年 8 月价格数据点评兼光大宏观周报（2022-09-10）

要点

本周聚焦：

8 月 CPI 同比超预期回落至 2.5%，主因猪价涨幅收敛、国际油价回落、疫情导致服务价格承压。8 月 PPI 同比加快回落至 2.3%，核心在于内外需表现偏弱，其中能源价格跌幅加深，黑色有色价格延续回落。

向前看，考虑到疫情、地产两大因素仍将约束国内需求恢复，叠加原油、猪肉等供给约束缓和，预计 CPI 同比年内高点破 3% 概率较小，预计 9 月小幅抬升后，四季度呈现回落态势，全年中枢自我们此前预计的 2.2%-2.3% 下调至 2%。考虑到当前内需不足是国内经济的主要矛盾，CPI 连续两个月低预期运行，指向通胀担忧持续消退，将抬升未来货币宽松预期，年内降息窗口仍在。

一则，原油、猪肉等供给约束正逐步修复，后续对 CPI 的拉动弱于市场预期。

原油方面，俄乌冲突对俄罗斯原油出口影响有限，俄罗斯对欧洲采取的断气措施间接限制对俄原油的禁运落地；尽管美伊协议尚未达成，但能否达成，本质上仍取决于美国意愿，若美国重返伊核协议，伊朗海上石油浮仓将快速释放，产量将持续修复；9 月 OPEC+ 会议决定自前期缓慢增产转向小幅减产，指向其对全球石油需求预期放缓的担忧，随着欧美经济增速放缓，需求回落预期兑现，将牵引油价中枢下移。

猪肉方面，尽管新一轮猪周期已开启，从能繁母猪存栏量领先性来看，上行周期将持续至明年 2 月份，今年四季度随着需求旺季到来，预计猪价会继续上涨。但考虑本轮政策调控提早介入，将约束后续猪价涨幅。9 月初，国家发改委开始组织投放冻猪肉储备以稳定猪价，9 月 9 日，国家发改委召开生猪市场保供稳价专题会议，提出“目前猪粮比价处于合理区间，如生猪价格进一步大幅上涨，不利于行业长期健康发展。”

二则，疫情、地产仍然是约束国内需求恢复的两大因素，将限制后续 CPI 上行高度。考虑到短期内疫情反复仍将压制消费需求，叠加房地产市场恢复较慢，外需回落带动出口增速逐级下移，指向短期内外需持续承压。

全球央行：

中国央行决定下调外汇存款准备金率至 6%；欧洲央行宣布将三大主要利率上调 75 个基点。

海外政策：

特拉斯当选英国首相；G7 宣布对俄罗斯石油设置价格上限；欧盟拟对俄天然气设置价格上限；普京将与中国讨论在天然气领域开展重大合作。

国内观察：

9 月以来，上游：原油、铜价价格环比下跌；中游：水泥价格环比上涨、螺纹钢价格环比下跌；下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价环比上涨，水果价格环比下跌。

国内政策：

国常会决定对部分领域设备更新改造贷款阶段性进行财政贴息，部署阶段性支持企业创新的减税政策；确定依法盘活地方专项债结存限额的举措。

风险提示：海外能源危机持续发酵；新冠肺炎本土疫情大范围扩散。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuxc@ebscn.com

相关研报

政策护航融资，LPR 年内有望续降——2022 年 8 月金融数据点评（2022-09-09）

海外需求回落速度超预期——2022 年 8 月进出口数据点评（2022-09-07）

若伊核协议恢复，原油走向如何？——《大国博弈》第三十二篇（2022-09-04）

美国金融霸权如何攫取全球财富？——大国博弈系列之三十一（2022-08-31）

鲍威尔的坚定不移——2022 年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会点评（2022-08-27）

广义财政再度发力，四季度基建仍有韧性（2022-08-25）

黄油与大炮：美国如何构造军事霸权？——《大国博弈》系列第三十篇（2022-08-16）

芯片法案、削减通胀法案，透视民主党手牌——《大国博弈》系列第二十九篇暨光大宏观周报（2022-08-14）

美联储明确紧缩态度，剑指通胀——2022 年 6 月美联储议息会议纪要点评（2022-07-07）

如何看待美国滞胀和美股走势？——美联储观察系列九（2022-07-05）

房地产投资有哪些新变化？——光大宏观周报（2022-07-03）

疫后复苏形势向好，PMI 重回扩张区间——2022 年 6 月 PMI 数据点评（2022-06-30）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

目 录

一、CPI 超预期回落，通胀担忧消退	4
1.1 居民消费仍显疲弱，年内 CPI 破 3% 概率较小	4
1.2 国内外需求偏弱，推动 PPI 加快下行	6
1.3 通胀担忧消退，年内降息窗口仍在	7
二、海外观察	8
2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率同步上行	8
2.2 全球市场：全球股市普遍上涨，大宗商品涨跌分化	9
2.3 央行观察：国内央行决定下调外汇存款准备金率至 6%；欧洲央行宣布将三大主要利率上调 75 个基点	10
2.4 海外政策：特拉斯就任演讲承诺“改变英国”；G7 对俄罗斯石油设置价格上限	10
三、国内观察	11
3.1 上游：原油、铜价价格环比下跌	11
3.2 中游：水泥价格环比上涨、螺纹钢价格环比下跌，钢坯库存同比下降	11
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价环比上涨，水果价格环比下跌	12
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率表现分化	13
3.5 国内政策：国常会部署加力支持就业创业、支持设备更新改造、盘活 5000 多亿元专项债限额	14
四、下周财经日历	14
五、风险提示	14

图目录

图 1：8 月食品、非食品价格双双回落	5
图 2：8 月食品价格分项普遍低于季节性水平	5
图 3：8 月核心 CPI 环比回落，明显低于季节性水平	5
图 4：8 月非食品价格分项普遍低于季节性水平	5
图 5：8 月以来，国内本土疫情加重	5
图 6：8 月国内疫情多点散发，涉及省份数仅次于 2020 年初	5
图 7：8 月 PPI 环比降幅收窄，同比增速加快下行	6
图 8：8 月 PPI 生产资料环比降幅收窄，生活资料环比增速回落	6
图 9：8 月上游能源类价格跌幅加深，黑色有色价格跌幅收敛	7
图 10：8 月 PPI 生活资料中，食品、耐用消费品价格环比转弱	7
图 11：预计 9 月后 PPI 同比跌至 0 以下	8
图 12：预计 9 月 CPI 小幅抬升，破 3% 概率较小	8
图 13：美国 10 年期国债收益率上行	8
图 14：各国国债收益率同比上行	8
图 15：美国 10y-2y 国债收益率利差小幅上行	9
图 16：美国投资级企业债利差收窄	9
图 17：全球股市涨跌分化	9
图 18：大宗商品价格涨跌分化	9
图 19：原油价格环比跌幅收窄	11

图 20：铜价环比下跌，库存持续回落	11
图 21：螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	12
图 22：水泥价格指数环比上升	12
图 23：商品房成交面积跌幅扩大	12
图 24：土地成交面积同比涨幅收窄	12
图 25：猪价、菜价上涨，水果价格回落	13
图 26：乘用车日均零售销量增幅扩大	13
图 27：货币市场利率下行	13
图 28：债券市场利率趋势分化	13

表目录

表 1：美欧日央行官员表态	10
表 2：下周全球经济数据热点	14

一、CPI 超预期回落，通胀担忧消退

1.1 居民消费仍显疲弱，年内 CPI 破 3% 概率较小

8 月 CPI 同比回落至 2.5%，不仅低于上月的 2.7%，也明显低于市场预期的 2.8%，主因猪价涨幅收敛、国际油价回落、服务价格承压。环比看，8 月 CPI 环比自上月的 0.5% 回落至 -0.1%，远低于季节性水平 0.5%（2016-2019 年均值，下同）。其中，食品 CPI 环比自上月的 3.0% 回落至 0.5%，低于季节性水平 1.8%；非食品 CPI 环比自上月的 -0.1% 下探至 -0.3%，低于季节性水平 0.1%；核心 CPI 环比自上月的 0.1% 回落至 0%，低于季节性水平 0.1%。

年初以来，市场普遍预期三季度 CPI 同比将逐步抬升，但从近两个月数据来看，市场对于国内通胀前景的担忧需要灵活调整，相较于通胀风险，更需要担忧需求不足带来的潜在通缩隐患。

此前，针对 7 月 CPI 同比不及市场预期，我们在前期报告中已经提出“疫情反复压制服务业需求，导致 CPI 上行高度明显低于市场预期。尽管 CPI 仍处在上行通道，但鉴于原油价格缓慢回落、疫情反复压制服务业需求，预计 CPI 上行高度有限、持续时间或将低于预期，难以构成对货币政策的实质性约束。”

（详见 2022 年 8 月 10 日外发报告《疫情压制需求，CPI 低预期上行——2022 年 7 月价格数据点评》）从实际情况看，7 月 CPI 上行并未影响后续 LPR 下调，8 月 CPI 同比已经止步上行，转向回落，与市场预期方向相反，主要在于 8 月国内疫情进一步扩散，呈现多点散发，市场普遍低估本轮国内疫情反复对于需求端的冲击。

食品方面，猪肉、鲜菜等价格涨幅低于季节性，环比回落明显。8 月，食品 CPI 环比回落至 0.5%，上月为 3.0%。猪价方面，在 7 月猪价快速上涨后，随着 8 月生猪出栏逐步恢复正常，叠加消费需求季节性走弱，8 月猪肉价格运行平稳，环比仅上涨 0.4%，明显低于 7 月的环比 25.6%。此外，由尽管受南方高温干旱天气影响，但由于供应量增加，鲜菜鲜果价格涨幅仍然温和，8 月鲜菜价格环比上涨 2.0%，鲜果价格环比下降 1.0%。

非食品方面，疫情反复、地产疲弱持续压制消费需求，叠加国际油价持续回落，带动非食品 CPI 环比跌幅加大，明显低于季节性水平。8 月非食品 CPI 环比自上月的 -0.1% 再度回落至 -0.3%，低于季节性水平 0.1%，核心 CPI 环比自上月的 0.1% 回落至 0%，低于季节性水平 0.1%。其中，交通通信、生活用品及服务、教育文化和娱乐价格环比增速较 7 月走低，多数均弱于季节性水平，衣着价格环比符合季节性波动。

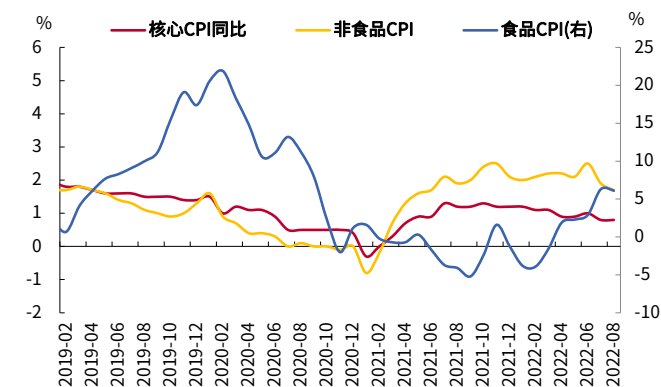
交通通信价格环比自上月的 -0.7% 回落至 -1.7%，其中交通工具用燃料价格环比自上月的 -3.3% 回落至 -4.7%，与 8 月国内汽柴油价格回落有关，表现为欧美央行加息背景下，全球原油需求恢复放缓，牵引油价中枢下移。

居住价格环比持平于上月的 0%，低于季节性水平 0.3%，其中租赁房租价格环比自上月的 0.1% 回落至 0%，低于季节性水平 0.4%，与青年群体就业压力较大、房地产市场延续疲弱有关。

生活用品及服务价格环比自上月的 0.3% 回落至 0%，持平于季节性水平，主要与家用器具价格环比转弱有关，自上月的 0.9% 回落至 -0.5%，表明在上游原材料价格回落背景下，传导效应减弱。

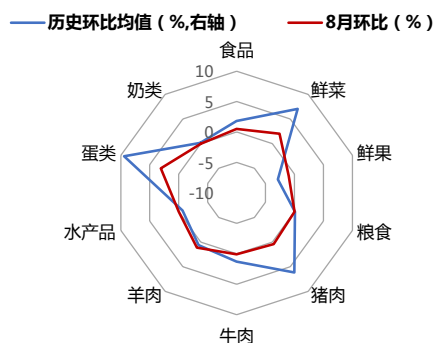
教育文化和娱乐价格环比自上月的 0.5% 回落至 0.1%，其中旅游价格环比自上月的 3.5% 回落至 -0.1%，同比自上月的 0.5% 回落至 0.1%，显示出 8 月国内疫情形势加重，居民出行活动受限，与同期地铁客流量回落的态势相一致。

图 1：8 月食品、非食品价格双双回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

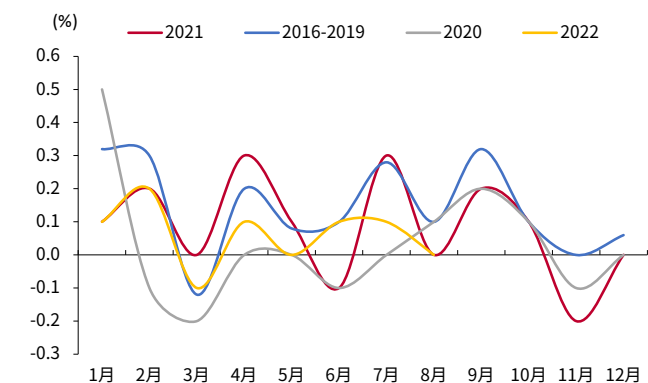
图 2：8 月食品价格分项普遍低于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

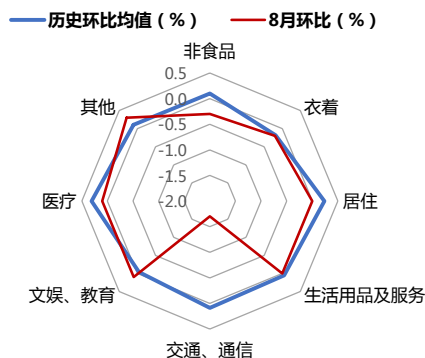
注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 8 月环比均值

图 3：8 月核心 CPI 环比回落，明显低于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

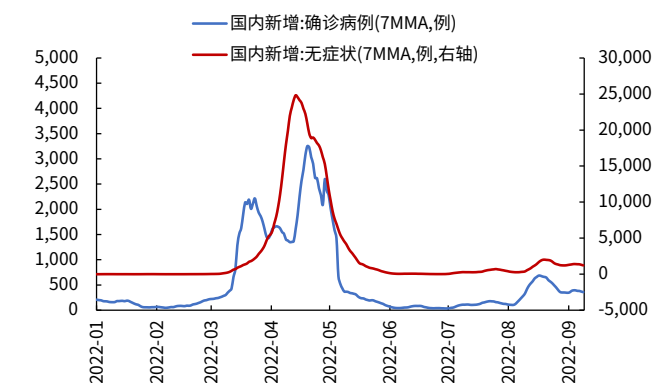
图 4：8 月非食品价格分项普遍低于季节性水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：历史环比均值为 2017 年-2021 年各年 8 月环比均值

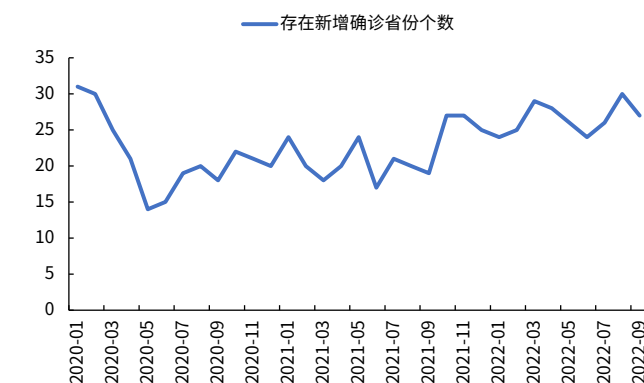
图 5：8 月以来，国内本土疫情加重



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至 2022 年 9 月 8 日

图 6：8 月国内疫情多点散发，涉及省份数仅次于 2020 年初



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至 2022 年 9 月 8 日

1.2 国内外需求偏弱，推动 PPI 加快下行

8 月 PPI 环比降幅略有收窄，同比回落速度加快。8 月 PPI 同比自上月的 4.2% 加快回落至 2.3%，环比自上月的-1.3%收窄至-1.2%。其中，生产资料价格环比自上月的-1.7%收窄至-1.6%，生活资料价格环比自上月的 0.2%回落至-0.1%。

PPI 生产资料价格下跌，核心仍在于内外需偏弱。

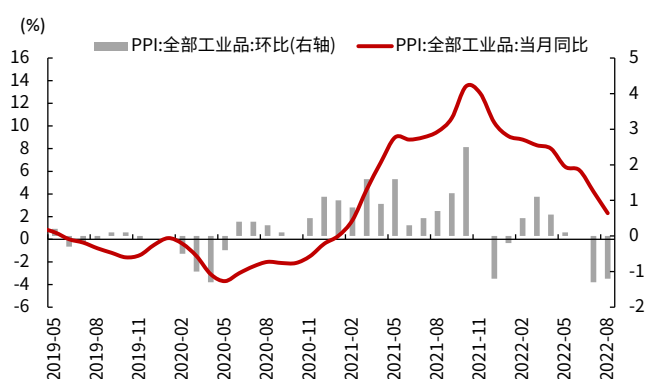
一方面，在海外需求放缓的背景下，输入性价格传导压力减弱，国际原油、有色金属价格延续波动下行。8 月，石油和天然气开采业价格环比下降 7.3%，上月为-1.3%；有色金属矿采选业价格环比下降 1.1%，上月为-2.6%。

另一方面，尽管基建投资有所提振，但因房地产投资需求疲弱，黑色金属、有色金属、水泥等建材价格仍然延续回落，环比降幅较上月收敛。8 月，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 4.1%，上月为-6.2%；有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 2.0%，上月为-6%；非金属矿物制品业价格环比下降 1.0%，上月为-1.9%。

此外，受益于煤炭等行业增产保供效果持续显现，尽管高温天气加大电力需求，但煤炭价格延续回落，电力生产价格仅出现小幅上涨。8 月，煤炭开采和洗选业价格环比下降 4.3%，上月为-2.1%；电力热力生产和供应业价格小幅上涨，环比自上月下降 1.1%转为上涨 0.3%。

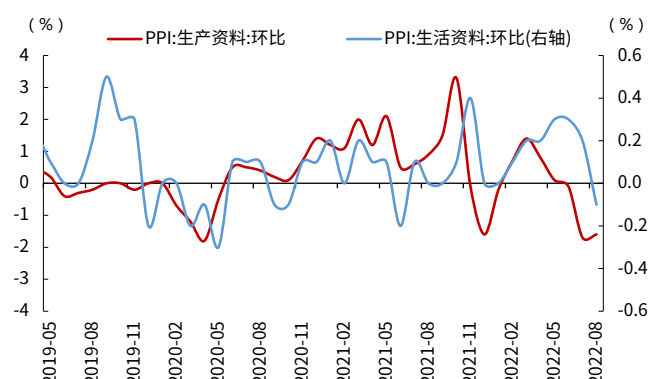
PPI 生活资料价格环比自上月的 0.2%回落至-0.1%，为 2021 年 7 月以来首次转负，显示出上下游传导效应进一步减弱。其中，食品类、耐用消费品价格环比回落幅度较大，食品类价格自上月的 0.6%回落至 0%，耐用消费品价格自上月的 0.2%回落至-0.4%。PPI 生活资料中，食品价格涨幅收敛，主要与猪肉等食品价格平稳运行有关；耐用消费品价格回落，则与上游原材料价格持续回落、缺芯问题持续缓解有关。

图 7：8 月 PPI 环比降幅收窄，同比增速加快下行



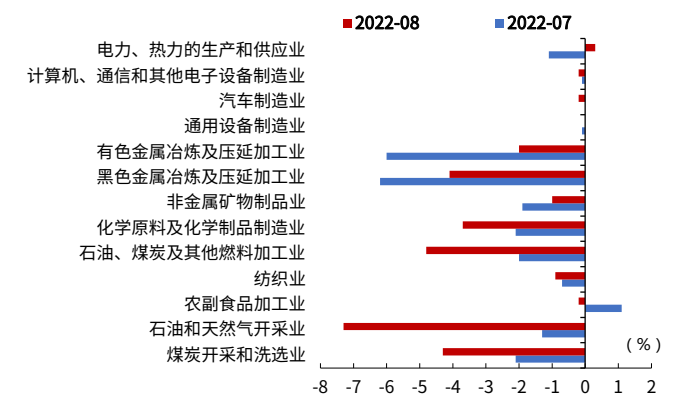
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：8 月 PPI 生产资料环比降幅收窄，生活资料环比增速回落



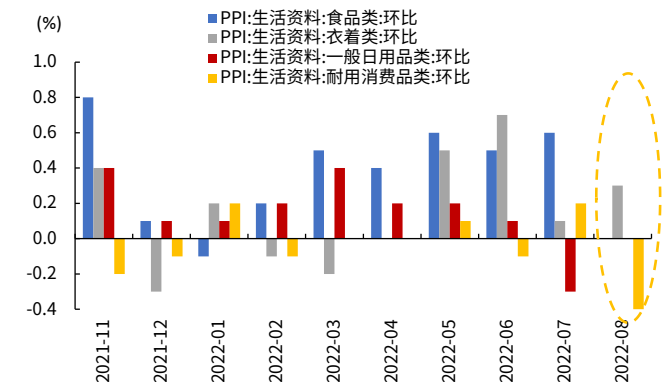
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：8 月上游能源类价格跌幅加深，黑色有色价格跌幅收敛



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：8 月 PPI 生活资料中，食品、耐用消费品价格环比转弱



资料来源：Wind，光大证券研究所；

注：2022 年 8 月 PPI 生活资料中，食品和一般日用品价格环比增速皆为 0

1.3 通胀担忧消退，年内降息窗口仍在

向前看，PPI 方面，预计后续同比维持快速回落态势，9 月或将跌至 0 以下，企业成本压力将明显缓和。一则，随着海外刺激政策退出、欧美央行大步抑制通胀，能源短缺叠加利率抬升，开始削弱海外经济增长动能。从数据上看，欧美 PMI 指数持续回落，美国居民消费、制造业补库需求转弱，8 月国内出口数据超预期回落也侧面印证这一现象；二则，受益于居民加杠杆意愿较弱，地产销售恢复较慢，预计年内房地产投资大概率表现低迷，反弹空间有限，与建筑业相关的水泥、螺纹钢等价格预计维持相对弱势。

CPI 方面，8 月 CPI 超预期回落，指向内需不足才是国内经济的主要矛盾，通胀担忧相应消退，将抬升未来货币宽松预期，降息窗口仍在。我们预计 CPI 同比年内高点破 3% 概率较小，预计 9 月小幅抬升后，四季度呈现回落态势，全年中枢自我们此前预计的 2.2%-2.3% 下调至 2%。

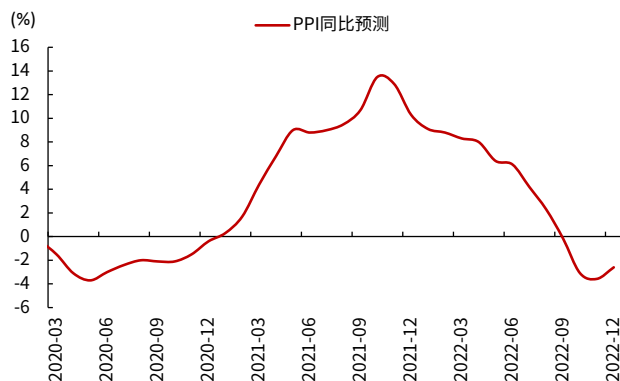
一则，原油、猪肉等供给约束正逐步修复，猪肉共振概率下降，后续对 CPI 的拉动弱于市场预期。

原油方面，俄乌冲突对俄罗斯原油出口影响有限，俄罗斯对欧洲采取的断气措施间接限制对俄原油的禁运落地；尽管美伊协议尚未达成，但能否达成，本质上仍取决于美国意愿，若美国重返伊核协议，伊朗海上石油浮仓将快速释放，产量将持续修复；9 月 OPEC+ 会议决定自前期缓慢增产转向小幅减产，指向其对全球石油需求预期放缓的担忧，随着欧美经济增速放缓，需求回落预期兑现，将牵引油价中枢下移。（详见 2022 年 9 月 4 日外发报告《若伊核协议恢复，原油走向如何？——〈大国博弈〉第三十二篇》、2022 年 8 月 9 日外发报告《需求牵引油价回落，步入缓慢下行区间》——〈大国博弈〉第二十八篇）

猪肉方面，尽管新一轮猪周期已开启，从能繁母猪存栏量领先性来看，上行周期将持续至明年 2 月份，今年四季度随着需求旺季到来，预计猪价会继续上涨。但考虑本轮政策调控提早介入，将约束后续猪价涨幅。9 月初，当猪粮比价上涨至 8:1 时，国家发改委开始组织投放冻猪肉储备，以稳定猪价。9 月 9 日，国家发改委召开生猪市场保供稳价专题会议，提出“目前猪粮比价处于合理区间，如生猪价格进一步大幅上涨，可能导致产能过快增加、后期价格大幅下跌，不利于行业长期健康发展。”

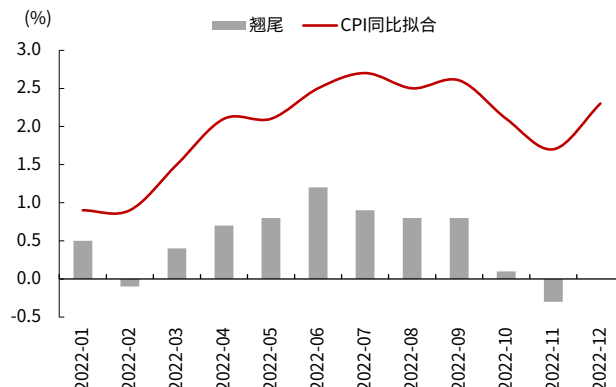
二则，疫情、地产仍然是约束国内需求恢复的两大因素，将限制后续 CPI 上行高度。考虑到短期内疫情反复仍将压制消费需求，叠加房地产市场恢复较慢，外需回落带动出口增速逐级下移，指向短期内外需持续承压。

图 11：预计 9 月后 PPI 同比跌至 0 以下



资料来源：Wind, 光大证券研究所
注：2022 年 9-12 月数据为光大宏观预测数

图 12：预计 9 月 CPI 小幅抬升，破 3% 概率较小



资料来源：Wind, 光大证券研究所
注：2022 年 9-12 月数据为光大宏观预测数

二、海外观察

2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率同步上行

美国 10 年期国债收益率上行。本周（截至 9 月 8 日）美国 10 年期国债收益率 3.29%，较上周上行 9BP，其中通胀预期较上周下行 6BP，实际收益率 0.88%，较上周上行 15BP。法国 10 年期国债收益率上行 14BP 至 2.30%，德国 10 年期国债上行 1BP 至 1.57%，日本 10 年期国债上行 1BP 至 0.26%，英国 10 年期国债上行 6BP 至 3.11%（截至 9 月 7 日）。

图 13：美国 10 年期国债收益率上行

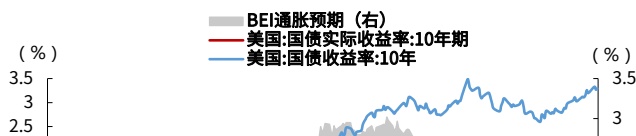
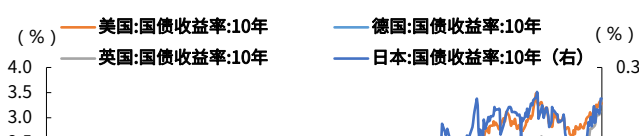


图 14：各国国债收益率同比上行



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_45973

