

宏观点评报告

2021 年 7 月 11 日

CPI 显示警惕通缩压力 原材料价格上行趋缓

2021 年 6 月通胀点评

核心内容:

- **CPI 小幅回落** CPI 环比回落, 核心 CPI 环比小幅下行, 同比走低。6 月 CPI 环比下行主要由食品价格走低带来的: (1) 蔬菜价格下行 2.3%, 水果价格下行 4.5%; (2) 猪肉价格下行 13.6%, 综合畜肉类价格下行 7.6%; 猪肉出栏上行同时消费企稳速度较慢, 带来了猪肉价格下行; (3) 非食品价格平稳; 原材料价格上行带动价格走高, 如交通工具用燃料价格上行了 2.0%; 其他服务业价格全部回落。
- **猪肉蔬菜价格迅速回落 震荡下行至 8 月份** 需求方面, 由于我国生猪需求进入淡季, 加上新冠疫情下居民收入增长趋缓, 猪肉价格处于高位, 需求仍然较为弱势。预计生猪价格下行或者横盘可能持续至 9 月份。6 月份天气整体情况较好, 蔬菜供应量充足。各地地产菜陆续上市, 天气情况良好, 夏季到来蔬菜的供给旺季到来, 价格会震荡回落至 7 月份。
- **通胀全年温和** 2021 年 7 月份翘尾影响 0.5%, 预计新涨价上行, CPI 同比增速约在 0.8% 左右。我们预计 2021 年 CPI 预计在 0.9% 左右。**疫情后我国消费增速回升速度低于预期**, 而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。2021 年 1 季度是低点, 2021 年 2 季度 CPI 重新上行, 未来 CPI 低位运行。**我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足, 这是我国转型经济的主要问题**。中央政府对地方政府的财权收归可能连带事权, 清理地方政府债务提上日程, 这也是我国着力解决的杠杆率问题, 基于此, 基建投资不可期待。而扩大有效需求需要解决分配的问题, 也就是减少全社会贫富分化, 这仍然需要时间。新经济带来的新需求也需要时间发酵。
- **工业品价格上行向消费品传导仍然有困难, 在工资涨幅较低的情况下, 消费者很难接受价格上行** 现阶段工业品价格上行创出新高, 而产业链传导上來看白色家电价格上行, 但是最顺畅的房地产-房租链条变动不大, 工业品价格传输就较为困难。
- **上游产品价格仍然上行, 推动 PPI 环比走高** 6 月份 PPI 同比 8.8%, 环比上行 0.3%。2021 年翘尾水平预计达到 5.7%, 低基数以及能源等大宗商品的上行带来了 PPI 走高。

原油平均价格 6 月份小幅上行, 铁矿石、煤炭、螺纹钢、热卷价格波动, 采掘类产品出厂价格本月仍然大幅上行。黑色系产品上行结束。6 月份黑色金属价格上行带动黑色金属矿上行 5.4%, 黑色金属冶炼和压延加工业下行 0.7%。受到电厂增加储备影响, 动力煤上行, 焦煤、焦炭价格走高, 带动煤炭开采和洗选业价格上涨 5.2%。6 月份上游价格上行带动 PPI 环比上行。

原油价格已经在高位震荡, 黑色系成材价格 6 月走低, 只有原材料仍然处于上行, 预计 7 月份 PPI 环比下滑, 7 月份 PPI 翘尾水平达到 8.2%, 2 季度和 3 季度 PPI 水平在 7% 以上, 预计全年 PPI 水平在 6% 左右。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

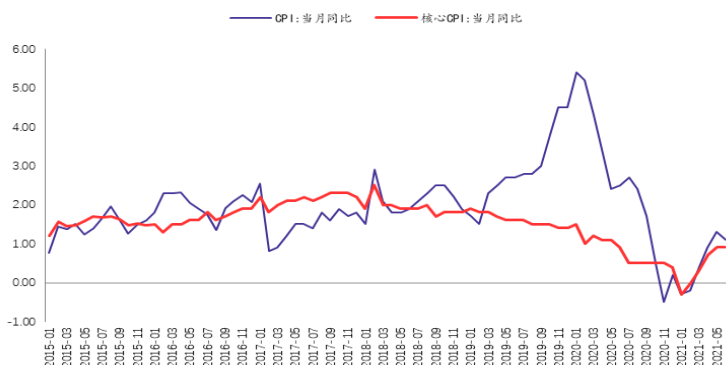
✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

一、CPI 小幅回落

CPI 环比回落，核心 CPI 环比小幅下行，6 月份 CPI 环比回落，同比走低。6 月份全国居民消费价格同比增速 1.1%，低于市场预期 1.2%。6 月份 CPI 环比下行 0.4%；其中食品价格环比下行 2.2%，非食品价格保持平稳。核心 CPI 同比增速 0.9%，环比下行 0.1%，核心 CPI 保持平稳。

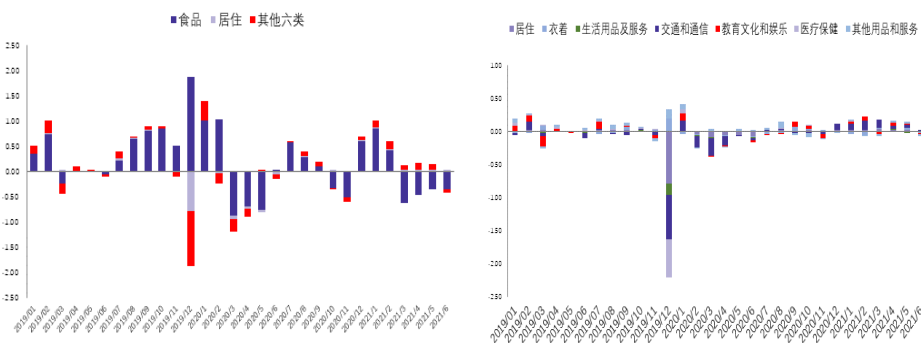
图 1：CPI 同比下行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

本月 CPI 翘尾水平 1.5%，基数效应仍然较为明显。通胀环比下行，下行幅度较大。6 月 CPI 环比下行主要由食品价格走低带来的：(1) 蔬菜价格下行 2.3%，水果价格下行 4.5%；(2) 猪肉价格下行 13.6%，综合畜肉类价格下行 7.6%；猪肉出栏上行同时消费企稳速度较慢，带来了猪肉价格下行；(3) 非食品价格平稳；原材料价格上行带动价格走高，如交通工具用燃料价格上行了 2.0%；其他服务业价格全部回落。

图 2：食品和非食品价格对 CPI 的拉动 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

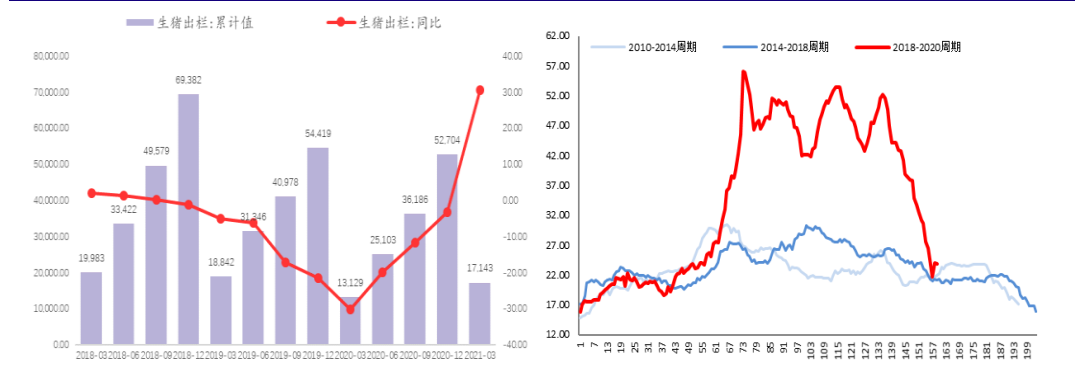
二、猪肉蔬菜价格迅速回落 震荡下行至 8 月份

猪肉出栏量增速拐点已现，生猪出栏量整体回升，春节期间集中出栏，加之需求上行速度缓慢，使得猪肉价格在春节后迅速下行。从供给上来看，2020 年生猪出栏 5.2 亿头，我们

预计与消费均衡数量上仍然有 5000 万头左右的缺口，而以猪周期 4 年的时间来计算，未来两年猪肉都是补库存增产能阶段，预计到 2022 年生猪产能才会有所恢复。需求方面，由于我国生猪需求进入淡季，加上新冠疫情下居民收入增长趋缓，猪肉价格持续下行。生猪价格 7 月初稍有反弹，但夏天仍然是消费淡季，预计生猪价格下行或者横盘可能持续至 9 月份。

图 3：生猪存栏增速 (%)

图 4：三轮猪周期生猪价格对比 (元/公斤)

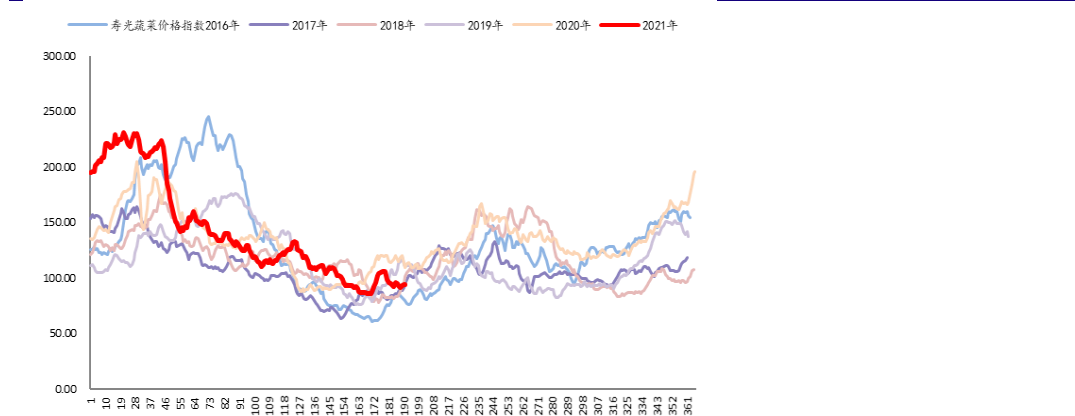


资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

6 月份天气整体情况较好，蔬菜供应量充足。各地地产菜陆续上市，天气情况良好，夏季到来蔬菜的供给旺季到来，价格会震荡回落至 7 月份。

图 5：蔬菜价格指数较为平稳 (%)



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

三、通胀全年温和

6 月份 CPI 环比下行，蔬菜和猪肉的价格走低，原油价格有所上行，CPI 环比涨跌在正常范围内。除去能源和食品价格，核心 CPI 环比回咯，同比录得 0.9%，我国通胀仍然处于较低水平。可以看到，疫情后我国消费增速回升速度低于预期，而消费增速的缓慢使得物价上升较为困难。未来尽管经济在回升过程中，但物价翘尾水平会持续下行，2021 年 1 季度是低点。2021 年 2 季度 CPI 受到基数影响走高，之后逐步回落。服务类价格有小幅上行，其他食品价格平稳，未来 CPI 低位运行。

我国货币发行保持平稳，信贷增速进入平稳阶段，疫情期间货币的短暂走高并未带动居民收入增加。疫情期间的货币有一部分进入房地产，带来房地产价格上行，同时资本市场走高。

与发达国家一样，我国金融宽松同样带来了贫富差距的扩大。通胀走高需要信用大幅放松，现阶段来看通胀仍然不具备走高条件，核心 CPI 保持低位运行。

工业品价格上行向消费品传导仍然有困难，在工资涨幅较低的情况下，消费者很难接受价格上行。现阶段工业品价格上行创出新高，而产业链传导上来看白色家电价格上行，但是最顺畅的房地产-房租链条变动不大，工业品价格传输就较为困难。

我国未来经济面临的主要问题是有效需求不足，这是我国转型经济的主要问题。中央政府对地方政府的财权收归可能连带事权，清理地方政府债务提上日程，这也是我国着力解决的杠杆率问题，基于此，基建投资不可期待。而扩大有效需求需要解决分配的问题，也就是减少全社会贫富分化，这仍然需要时间。新经济带来的新需求也需要时间发酵，在我国有效需求未恢复之前，CPI 全面上行概率很小，预计在未来 2-3 年左右 CPI 可能低位运行。

2021 年 7 月份翘尾影响 0.5%，预计新涨价因素上行，CPI 同比增速约在 0.8% 左右。我们预计 2021 年 CPI 预计在 0.9% 左右。原油价格小幅上行，服务价格小幅上行，食品价格回升，7 月份新涨价因素走高。

图 6：2021-2022 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

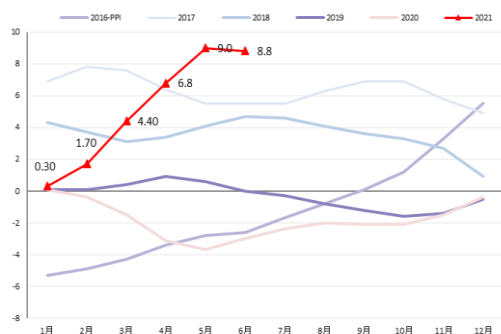
四、上游产品价格仍然上行，推动 PPI 环比走高

工业生产者价格 (PPI) 小幅回落，生产资料价格继续走高。6 月份全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比 8.8%，环比上行 0.3%。2021 年翘尾水平预计达到 5.7%，低基数以及能源等大宗商品的上行带来了 PPI 走高。

原油平均价格 6 月份小幅上行，铁矿石、煤炭、螺纹钢、热卷价格波动，采掘类产品出厂价格本月仍然大幅上行。原油仍然有需求支持，同时 OPEC+ 持续限产给与市场信心。黑色系产品继续受到限产以及进口限制的影响上行，但黑色产品价格上行结束。6 月份黑色金属价格上行带动黑色金属矿上行 5.4%，黑色金属冶炼和压延加工业下行 0.7%。受到电厂增加储备影响，动力煤上行，焦煤、焦炭价格走高，带动煤炭开采和洗选业价格上涨 5.2%。6 月份上游价格上行带动 PPI 环比上行。

原油价格已经在高位震荡，黑色系成材价格 6 月走低，只有原材料仍然处于上行，预计 7 月份 PPI 环比下滑，7 月份 PPI 翘尾水平达到 8.2%，2 季度和 3 季度 PPI 水平在 7% 以上，预计全年 PPI 水平在 6% 左右。

图 7：6 月份 PPI 同比上行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：原油期货价格上行 (美元/桶)



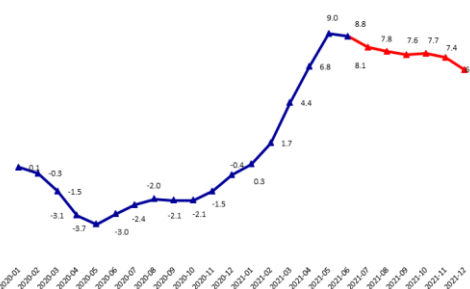
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：PPI 预期 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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_20678

