

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

通胀峰值已过 关注二次上行可能

— 2021 年下半年通胀形势展望

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2021 年 7 月 26 日

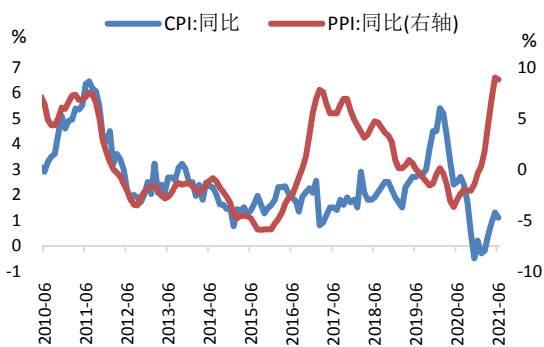
内容提要:

今年上半年通胀整体上行但呈现明显分化走势,一方面 CPI 受 2020 年同期基数较高、国内终端需求温和复苏等因素影响仅表现为温和抬升,另一方面 PPI 受全球经济复苏与通胀预期增强、部分品种供给收缩以及基数等因素影响快速拉升。同时, PPI 通过非食品项向 CPI 传导但效用有限, CPI 与 PPI 剪刀差持续扩大,削弱了中下游行业利润。

考虑到当前需求分化的情况并未根本性收敛、PPI 向 CPI 传导缓慢等因素,下半年 CPI 总体仍温和,预计全年同比上涨 1%左右,未来需关注服务业修复对非食品 CPI 以及核心 CPI 的影响。PPI 方面,输入性通胀叠加国内供给缩减等因素共同推动 PPI 持续超预期上行,但美元趋稳、海外经济体宽松收敛叠加增长高峰退去等因素有利于一定程度上缓解输入性通胀压力,国内货币因素弱化、保供稳价政策、PPI 翘尾贡献减弱等亦有助于 PPI 高位回落,预计近期 PPI 高位徘徊,三季度后期小幅回落、四季度至明年上半年加速回落可能性较大,但同时原油等商品价格走势仍具有不确定性,不排除后期 PPI 再次反弹的可能性。未来仍要密切关注全球经济与国内消费复苏情况。

风险提示: 央行超预期调控, 食品价格超预期, 贸易摩擦升温, 金融市场波动加大, 经济下行压力增大, 国内外疫情超预期变化风险, 中美关系全面恶化风险, 国际经济形势急剧恶化, 海外黑天鹅事件等。

CPI&PPI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

南华工业品指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《经济复苏分化 政策延续稳健—2021 年中期国内宏观经济展望》
2. 《PPI 冲高筑顶 CPI 温和上涨—5 月物价数据点评》
3. 《工业高位消费恢复 经济继续修复整固—6 月宏观经济数据点评》

目录

一、上半年通胀整体上行，结构变化明显	3
1、终端需求温和复苏叠加肉类价格回落，CPI 低位小幅回升	3
2、供需缺口及货币超发推高大宗商品价格与 PPI	6
二、下半年通胀总体回落但也要关注二次上行可能性	9
1、CPI 总体仍温和，关注服务业复苏对非食品价格与核心 CPI 的影响	9
2、PPI 短期高位徘徊，四季度趋于回落，关注二次反弹可能	17

图表目录

图 1: CPI 温和上行	3
图 2: 今年上半年食品价格大幅弱于季节性特征	3
图 3: 除猪肉外主要食品的价格涨幅并不显著	4
图 4: 肉类价格同比大幅回落拖累 CPI 上行节奏	4
图 5: 猪肉价格趋势性回落	4
图 6: 生猪价格同比跌幅超 60%	4
图 7: 非食品环比中交通和通信类修复上涨贡献最大	5
图 8: 多数非食品同比涨幅还未恢复至疫情前	5
图 9: 服务价格受疫情等影响恢复较慢	5
图 10: 城镇居民服务类人均支出两年平均增速才转正	5
图 11: 核心 CPI 反弹但仍未达到疫情前底部水平	6
图 12: 剔除肉类后的 CPI 接近 2%	6
图 13: 当前消费两年平均增速仅为疫情前的一半	6
图 14: 年初以来餐饮收入两年平均增速在 1% 左右徘徊	6
图 15: 上半年 PPI 持续跳涨	7
图 16: 生活资料价格表现远远弱于生产资料	7
图 17: 上半年美元指数震荡但大宗商品价格依然上行	8
图 18: 全球粗钢产量复苏情况不及疫情前	8
图 19: 中国粗钢产量恢复情况远好于其他国家	8
图 20: 5 月国内螺纹钢价格一度创历史新高	8
图 21: 基本金属指数高位徘徊	8
图 22: 5 月期铜一度创历史新高	8
图 23: PPI-PPIRM 剪刀差持续扩大	9
图 24: 中上游表现持续好于中下游	9
图 25: 中长期中国城镇居民消费支出中食品占比趋于下降而居住比重趋于上升	10
图 26: 能繁母猪数量改善明显	11
图 27: 生猪存栏数持续改善	11
图 28: 猪肉产量同比增速持续反弹	11
图 29: 近 1 年猪肉进口数量创历史记录	11
图 30: 年中猪粮比跌破 5:1	12
图 31: 玉米批发价格位于近 10 多来的顶峰	12

图 32: 今年国内夏粮生产再获丰收	14
图 33: 国内小麦库存消费比创历史新高	14
图 34: 2016 年后国内粮食价格低位波动	14
图 35: 近 1 年国内粮价环比弱于季节性特征	14
图 36: 国际粮价涨至近年来新高	15
图 37: 近 1 年来国内进口粮食规模创新高	15
图 38: 国内近 2 年除大豆外的粮食进口增幅较大	15
图 39: 剔除大豆与玉米外粮食进口增速有所回落	15
图 40: 服务业尚未恢复至疫情前水平	16
图 41: 剔除散发疫情影响服务业发展前景尚好	16
图 42: 居民可支配收入温和上行	16
图 43: 年中散发疫情拖累 CPI 服务类价格走势	16
图 44: OECD 预计 G20 部分国家人均 GDP 恢复至疫情前水平所需时间较长	18
图 45: 本轮全球有色供需缺口尚不及 2017 年	20
图 46: 美国居民储蓄存款随财政刺激退潮而回落	20
图 47: 美国库存上行空间或有限	20
图 48: 美联储扩表速度大幅放缓	21
图 49: 欧洲央行扩表速度亦高位回落	21
图 50: EIA 预计今年三季度后原油供需逐步趋于平衡	22
图 51: 2022 年全球原油需求增幅放缓	23
图 52: 2022 年非 OPEC 国家普遍增产	23
图 53: 近期油价已接近 2018 年高点	23
图 54: 美国原油库存仍在高位	23
图 55: 美国钻机数量低位增长	23
图 56: 美国新钻油低位回升	23
图 57: 下半年 PPI 翘尾因素趋于回落	24
图 58: 库存回补动力有所减弱	24
图 59: 国内货币因素均高位回落	26
图 60: CPI-PPI 等剪刀差持续扩大	26
图 61: 居民未来物价预期指数位于近 20 年的底部区域	27
图 62: 预计物价上涨的居民比例仍在近年来低位徘徊	27
表 1: 上半年大宗商品价格均值变化 (单位: %)	7
表 2: 多家机构上调 2021 年全球经济增长预测 (单位: %)	17
表 3: 世界银行: 2017-2022 年国际大宗商品价格情况(2010=100)	18
表 4: 世界银行: 2017-2022 年有色金属价格情况(单位: 美元/吨, 现价)	19
表 5: EIA 预计 2022 年原油价格小幅回落	22

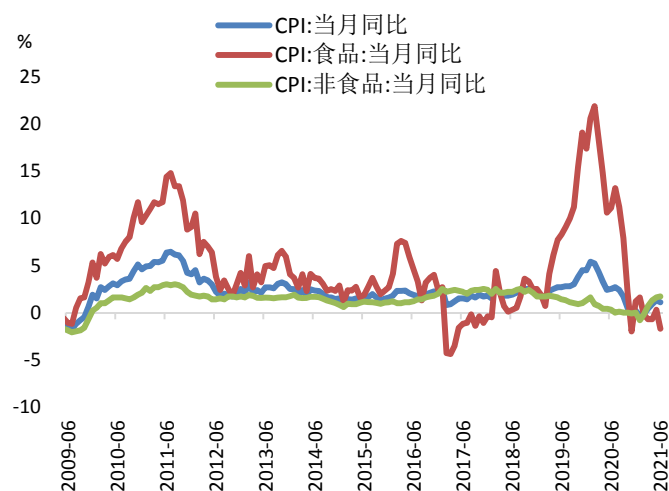
一、上半年通胀整体上行，结构变化明显

今年上半年通胀呈现明显分化走势，一方面 CPI 受 2020 年同期基数较高、国内终端需求温和复苏等因素影响仅表现为温和抬升，另一方面 PPI 受全球经济复苏与通胀预期增强、部分品种供给收缩以及基数等因素影响快速拉升。同时，PPI 通过非食品项向 CPI 传导但效用有限，CPI 与 PPI 剪刀差持续扩大，削弱了中下游行业利润。

1、终端需求温和复苏叠加肉类价格回落，CPI 低位小幅回升

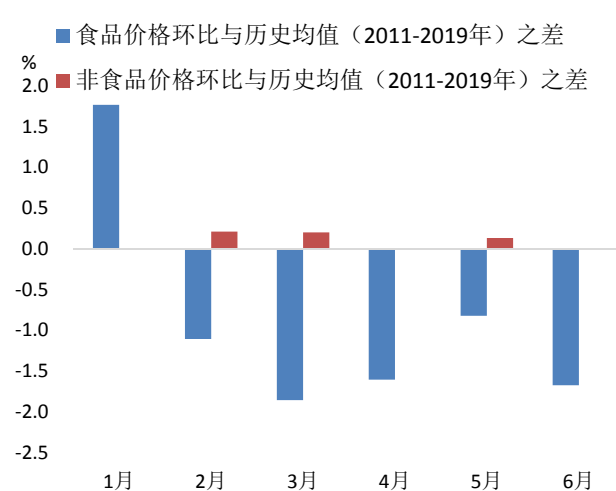
年初以来，CPI 从负值区间温和上涨，食品（尤其是肉类）是拖累其上行节奏的最主要因素，2-6 月食品价格环比表现均弱于季节性特征；非食品项虽然受 PPI 快速上涨影响推动但总体涨幅有限，工业品价格大幅上涨并未显著传导至 CPI 端。

图 1: CPI 温和上行



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

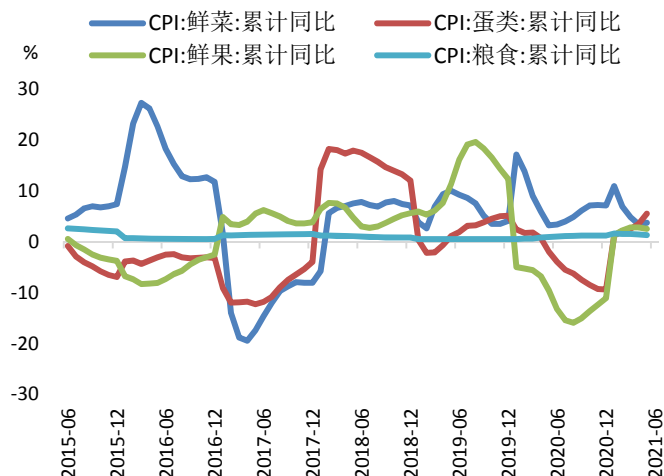
图 2: 今年上半年食品价格大幅弱于季节性特征



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

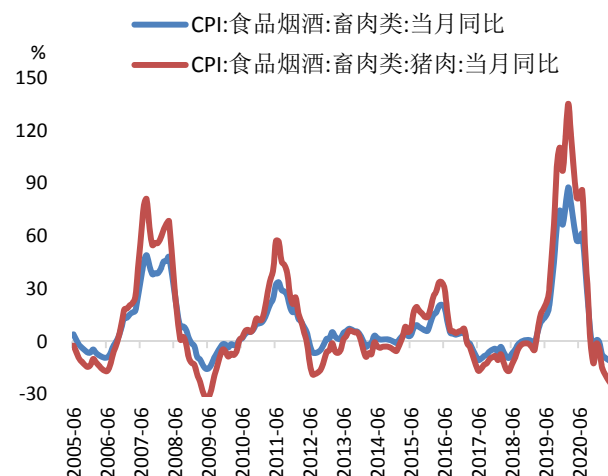
食品价格表现总体偏弱，肉类（尤其是猪肉）价格是主要拖累项。上半年，猪肉价格从 1 月高点的 54.2 元/公斤最多跌至 24.6 元/公斤，同比跌幅从年初持续扩大至 6 月的 -50%，前 6 个月累计跌幅达到 19.3%，拖累 CPI 0.45 个百分点。6 月末全国外三元生猪价格（13.9 元/公斤），较 2020 年末大幅下降 60.2%。1-2 月北方局部地区非瘟疫情复发，部分养殖户出于避险考虑提前出栏；同时养殖户看涨预期降低，出栏积极性提升，生猪供应短期加大，价格跌速加快。此外，除肉类以外主要食品的价格同比涨幅并不显著，从两年平均（累计）增长率来看，鲜菜（3.3%）、蛋类（1.6%）、鲜果（-5.7%）、粮食（1.1%）中仅有鲜菜超过整体 CPI（2.2%）。

图 3: 除猪肉外主要食品的价格涨幅并不显著



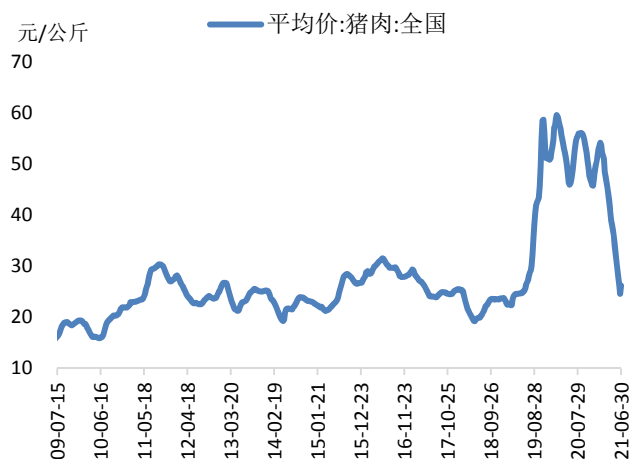
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 4: 肉类价格同比大幅回落拖累 CPI 上行节奏



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 5: 猪肉价格趋势性回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 6: 生猪价格同比跌幅超 60%



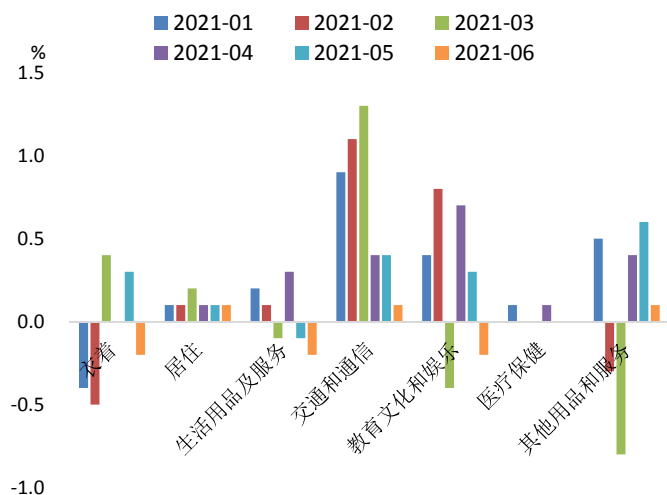
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

上半年非食品类价格表现好于食品类,但即使在原材料及中上游商品大幅上涨的情况下,其超季节性特征表现的也并不是很显著。七大类价格同比 5 涨 1 平 1 降。其中,涨幅居前的交通通信(受 2020 年同期低基数影响)、教育文化娱乐价格分别累计上涨 1.9%、1.8%,医疗保健、居住、生活用品及服务价格分别上涨 0.3%、0.2%和 0.1%;衣着价格持平;其他用品及服务价格下降 1.1%。不过,部分领域的部分品种受大宗商品快速上涨传导影响较大,其中 6 月汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 24.3%、26.8%和 11.1%,涨幅较前期进一步扩大;空调、电视机、台式计算机及住房装潢材料等工业消费品价格涨幅(1.8-3.2%)超过平均水平。

疫情散发对服务消费仍有影响,服务类 CPI 仍低位徘徊。虽然上半年服务类消费支出快速反弹,两年平均增速仍然较低。受疫情冲击影响,交

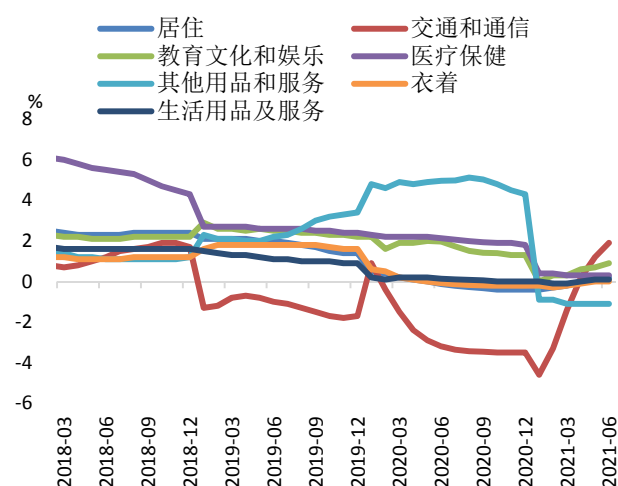
通通信、教育文化娱乐等服务消费支出 2020 年同期降幅较大，尽管今年上半年增速实现快速反弹，但两年平均增速仍然较低。其中，人均交通通信支出增长 17.5%，与 2019 年上半年相比，两年平均增长 2.4%；人均教育文化娱乐支出增长 68.5%，两年平均增长 4.1%；包括旅馆住宿、美容美发等在内的人均其他用品及服务支出增长 33.0%，两年平均增长 1.4%。上述三项指标分别恢复至 2018-2019 年平均水平的 32.4%、46.4% 与 15.9%。

图 7：非食品环比中交通和通信类修复上涨贡献最大



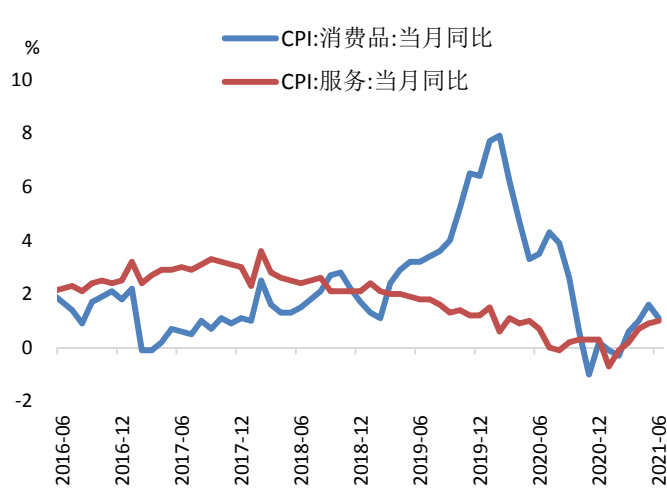
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 8：多数非食品同比涨幅还未恢复至疫情前



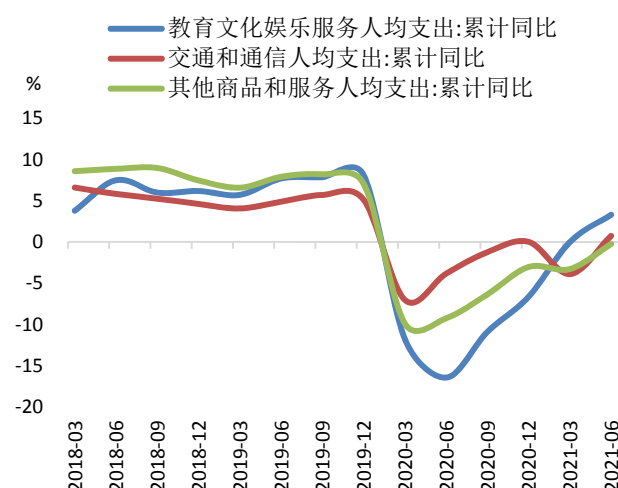
资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 9：服务价格受疫情等影响恢复较慢



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 10：城镇居民服务类人均支出两年平均增速才转正

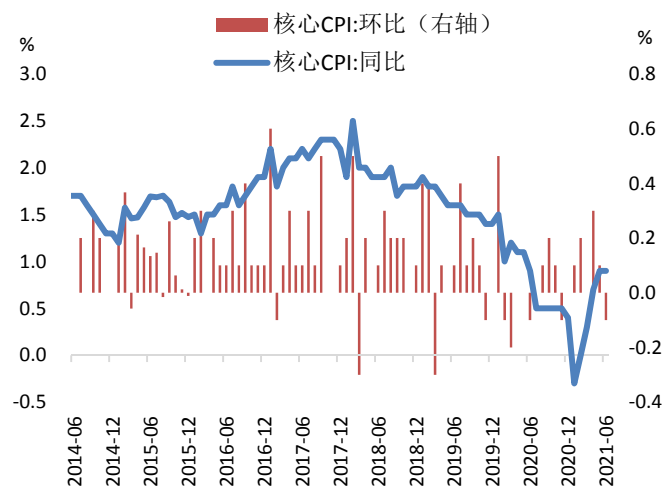


资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

核心 CPI 小幅加速，一方面终端需求仍在温和复苏，另一方面 PPI 对 CPI 传导虽弱但仍有表现。5-6 月核心 CPI 同比涨幅上升到 0.9%，接近疫情前底部区域；尽管 5 月 PPI 突破至近 13 年新高，但是核心 CPI 环比涨幅自疫情后大部分时间在 $[-0.1, 0.1]$ 徘徊（仅有 3 个月升至 0.2-0.3%），

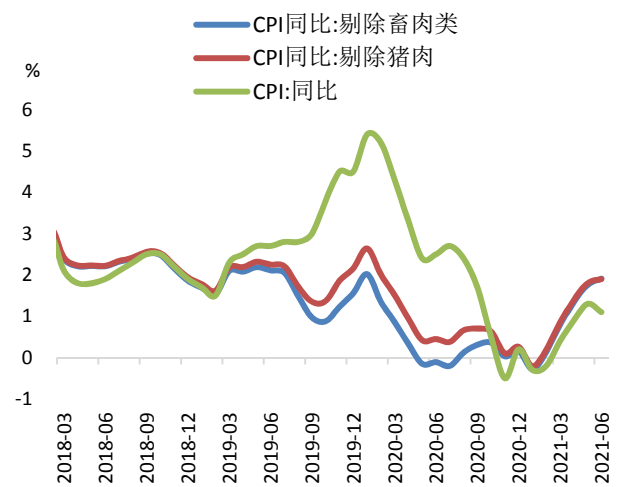
较疫情前仍有差距。

图 11: 核心 CPI 反弹但仍未达到疫情前底部水平



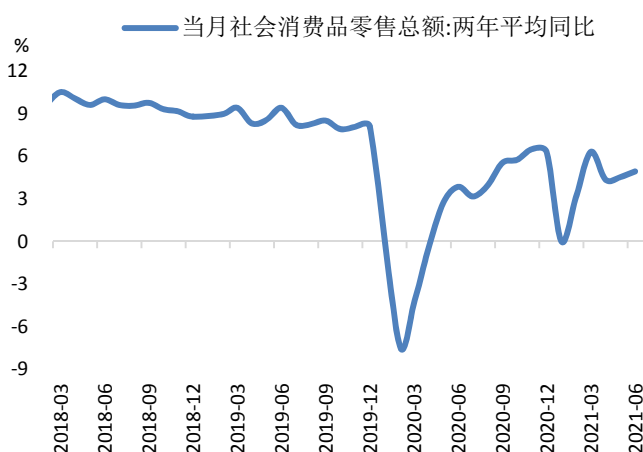
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 12: 剔除肉类后的 CPI 接近 2%



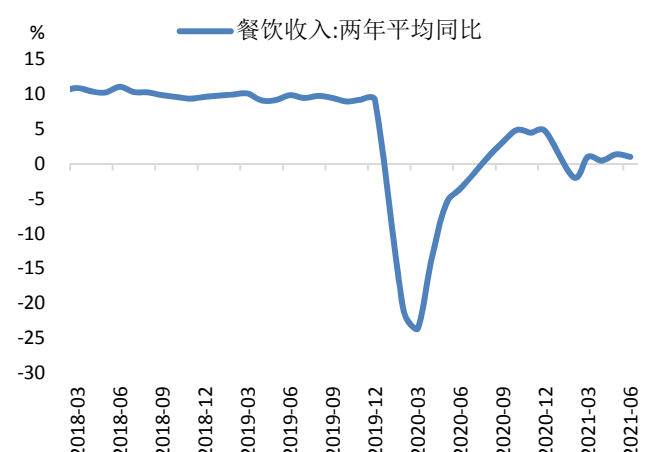
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 13: 当前消费两年平均增速仅为疫情前的一半



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: 年初以来餐饮收入两年平均增速在 1% 左右徘徊



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

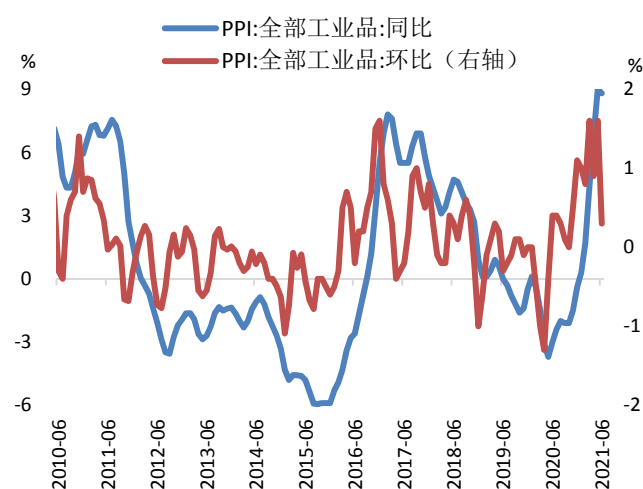
2、供需缺口及货币超发等因素推高大宗商品价格与 PPI

上半年 PPI 加速上行。受全球经济复苏与通胀预期增强、部分品种供给收缩以及基数等因素影响，PPI 连续跳涨，自 1 月（0.3%）转正以来持续超预期加速上行至 9.0%（5 月），虽然 6 月回落至 8.8%，但仍强于市场预期。上半年，PPI 累计同比上涨 5.1%，PPIRM 同比上涨 7.1%。其中，生产资料累计同比上涨 6.8%，生活资料累计同比上涨 0.1%；燃料动力类（尤其是原油价格大涨）、化工原料类分别同比上涨 8.1%、8.7%，高于整体水平。

2020 年下半年以来，工业品与原材料价格走势大体上分为几个阶段：2020 年 6 月展开修复至今年 2 月主要是外部因素推动（即输入性通胀），

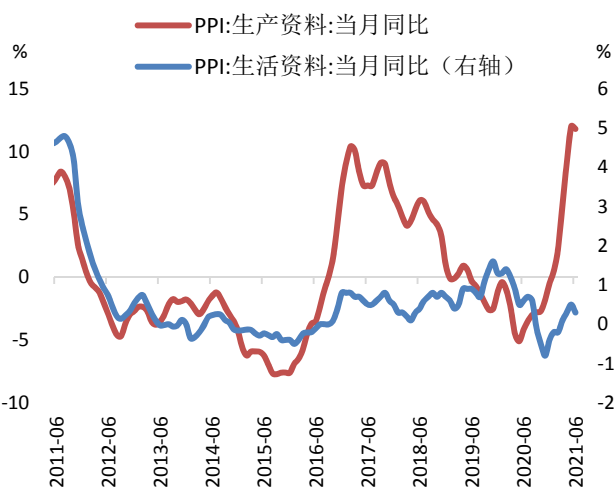
宽松政策下的美元贬值（最大跌幅接近 11%）是主要推手；3-4 月的上涨则主要受国内因素（碳达峰、碳中和等）影响，螺纹钢期货曾一度周涨幅 20.8%；5-6 月主要品种趋于分化与波动，其中原油上行，黑色系高位回落，有色震荡。不过，决策层二季度持续提示大宗商品价格持续上涨的负面影响，在政策调控下，仅 10 天时间螺纹钢期货就下跌 19%，6 月末较 5 月峰值大降 22.2%。与此相对应，6 月 CRB 指数环比回落，同比涨幅由 5 月的 70.5%大幅收窄至 46.7%。本轮大宗商品涨价与此前几轮对比，相同的地方在于宽松政策刺激经济叠加美元贬值，不同的地方在于部分品种受短期供给约束影响较大，尤其是铜与铁矿石等。

图 15：上半年 PPI 持续跳涨



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 16：生活资料价格表现远远弱于生产资料



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

表 1：上半年大宗商品价格均值变化（单位：%）

时间	同比变化		环比变化	
	CRB 指数	Brent 原油	CRB 指数	Brent 原油
1 月	-3.6	-13.1	6.8	10.2
2 月	9.5	12.3	7.0	12.6

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_22373

