证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

2021 年 08 月 13 日

CPI 温和上行，PPI 拐向回落

——未来通胀分析与预测

评级及分析师信息
宏观首席分析师：孙 付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

投资要点：

▸ CPI 走势预测：有所上行，压力不大

下半年，CPI 整体会有所上行，11 月见高点（2.2%），总体相对温和，压力不大；2021.10-2022.3，CPI 大概在 2%-2.2%区间内波动。

▸ CPI 主要驱动因素价格分析与预判

猪肉：在供给增速放缓、需求边际改善以及政策干预下，预计 2021 年下半年猪肉价格将会企稳回升，至春节前达到阶段高点，节后有所回落。

鲜菜：7-9 月份将进入洪涝多发期，关注对蔬菜的生产影响。

油价：在供给逐步恢复、需求边际放缓背景下，预计 2021 年下半年油价中枢将稳中趋降，有望在 3 季度达到阶段高点，后续随供需缺口减小而逐步回落。

服务业价格：假日因素、服务消费回升以及权重提高，非食品价格将对 CPI 形成一定拉动，不过 7 月下旬至今多地疫情的反弹可能会放缓 CPI 复苏路径。

▸ PPI 走势预测：逐步回落，从 9%到 3%

下半年至明年一季度，PPI 总体将保持回落态势，年底回落至 6.9%附近，2022 年 3 月回落至 3%附近。

▸ PPI 主要驱动因素价格分析与预判

煤炭、钢铁：“双碳”目标约束下，煤钢供给可能会受到一定压制，不过政治局会议提出要“纠正运动式‘减碳’”叠加保供稳价政策调控，供给压制幅度相对有限，整体产量易上难下。下半年基建固定投资环比改善，但房地产投资受政策控压降有所降温，对于煤钢的需求呈现“稳中偏弱”状态。预期下半年煤炭、钢铁价格相对高位平稳。

有色金属：随着有色金属出口国疫情改善，供给有望逐步回升，需求依旧保一定韧劲下，预计有色金属价格高位波动。

化学原料制造品：该类商品的价格受原油影响较大，下半年，伴随主要经济体需求放缓，原油价格稳中趋降，该类商品价格亦将有所走弱。

▸ 影响价格的宏观逻辑

随着全球疫情的有效控制，资源品出口国供给逐步改善，同时在国内政策调控下，资源和能源类商品价格增速有望放缓。8 月后美国财政刺激退潮，需求将会有所放缓，也会对大宗价格产生一定压制。**整体而言，下半年价格增速趋于放缓。**

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

正文目录

1. CPI 走势预测：有所上行，压力不大 3
2. PPI 走势预测：逐步回落，从 9%到 3%附近 9
3. 风险提示 10

图表目录

图 1 食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%) 3
图 2 非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%) 3
图 3 CPI 非食品同比与服务业、油价同比(%) 3
图 4 能繁母猪存栏同比和生猪存栏较高点回落 5
图 5 猪肉需求指数显示三、四季度猪肉消费进入旺季 5
图 6 猪粮比价进入一级预警区间 5
图 7 美国原油库存逐步企稳 6
图 8 出游人数与旅游收入基本恢复至疫情前水平 7
图 9 2021 年 CPI 同比走势(%) 7
图 10 2021 年 PPI 同比走势(%) 10

表 1 CPI 食品分项同比预测 8
表 2 CPI 非食品分项同比预测 8
表 3 五大行业占 PPI 权重及对 PPI 贡献 9
表 4 PPI 环比预测 10

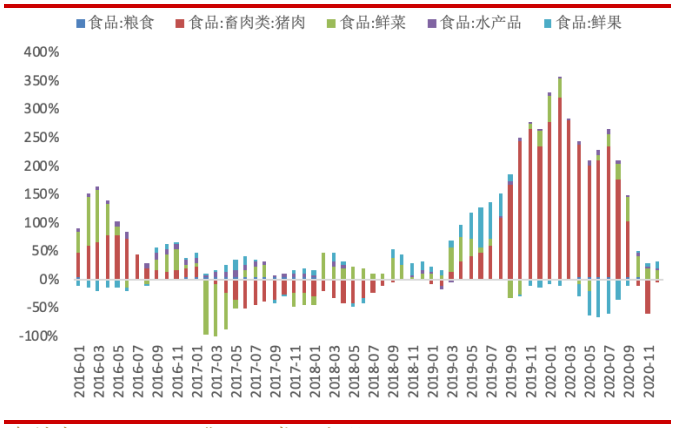
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

2021 年 8 月 9 日，国家统计局公布 2021 年 7 月份 CPI 与 PPI 数据。其中 CPI 同比上涨 1.0%，环比上涨 0.3%；扣除食品和能源价格的核心 CPI 回升至 1.3%，涨幅较上月扩大 0.4 个百分点；PPI 同比上涨 9.0%，环比上涨 0.5%。PPI 的再次冲高以及 CPI 环比、核心 CPI 的上行引发市场对于通胀的关注，下半年通胀将如何演进？本文基于 CPI、PPI 的驱动因素对这一问题进行分析。

1. CPI 走势预测：有所上行，压力不大

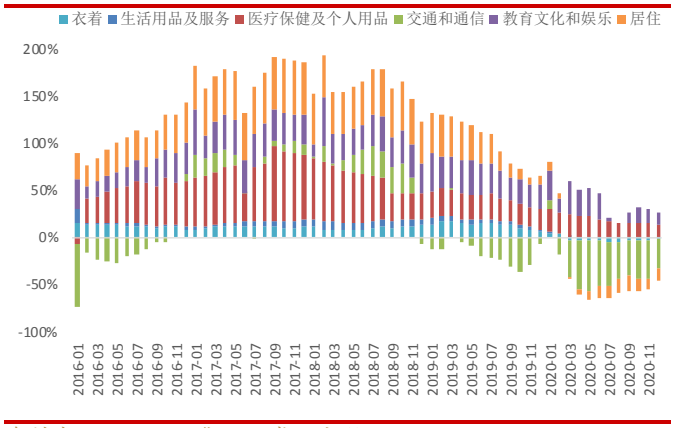
对于 CPI 未来走势的判断，核心是对其主要驱动因素价格走势进行判断。**CPI 食品烟酒分项主要由猪肉和鲜菜价格驱动**，2019 年 3 月-2021 年 1 月，猪肉和鲜菜合计对 CPI 同比的贡献率月度均值可达 151.52%。**CPI 非食品烟酒分项主要由油价和服务业价格驱动。**

图 1 食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



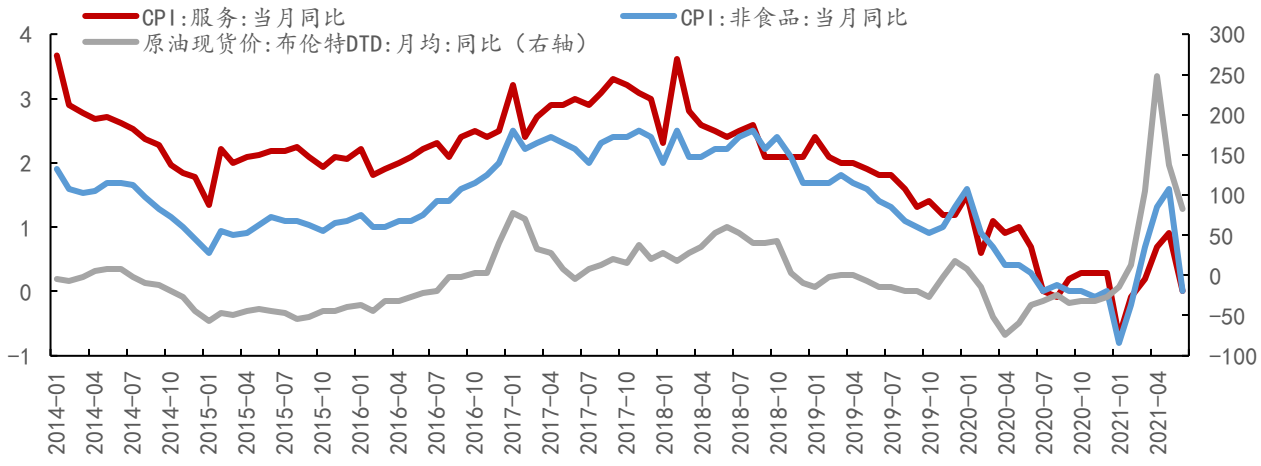
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 CPI 非食品同比与服务业、油价同比(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

猪肉：生猪供给增速放缓，猪肉需求边际改善，猪价有望企稳回升。

供给端，生猪产能增速有所放缓，2021 年 6 月全国能繁母猪与生猪存栏同比增速较去年 12 月高点回落，一般而言全国能繁母猪与生猪存栏同比增速会领先猪价 2 个季度左右，因此下半年生猪供给压力有望缓解。

需求端，下半年随着国庆、中秋等各类节假日的增多，猪肉需求将迎来边际改善，按照往年经验，三季度猪肉需求开始季节性回升，四季度将达到需求高点。供需关系的再平衡会对猪肉价格产生支撑，22 省市周度平均猪肉价格已经出现企稳迹象，7 月平均价格 23.69 元/公斤，降幅环比收窄。

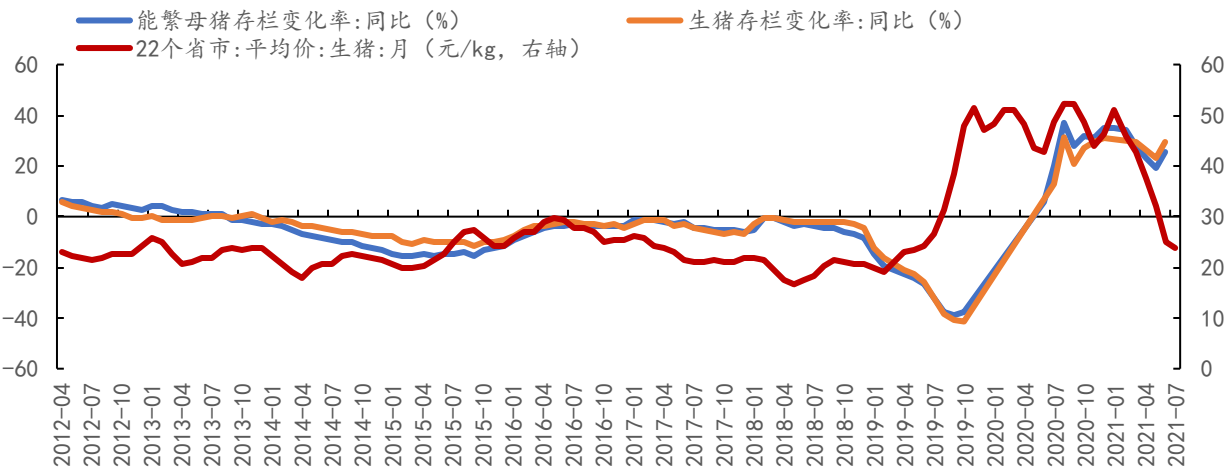
另外，随着猪肉价格的持续低迷，猪粮比价也出现了大幅回落，生猪养殖预期盈利进入亏损区间。6 月 9 日国家发改委等部门联合印发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》，《预案》内容给出了预警响应工作机制 “当猪粮比价低于 6:1 时，发布三级预警；当猪粮比价连续 3 周处于 5:1-6:1，发布二级预警；当猪粮比价低于 5:1，发布一级预警”。

根据发改委 6 月 28 日发布公告，全国猪粮比低于 5:1，已经进入一级过度下跌预警，猪肉储备收储全面启动。截至 8 月 12 日，商务部会同国家发改委、财政部等部门共开展了三批中央储备猪肉收储工作，其中 7 月 7 日挂牌竞价交易 2 万吨、7 月 14 日挂牌竞价交易 1.3 万吨、7 月 21 日挂牌竞价交易 2 万吨，累计收储 5.3 万吨。**收储政策的稳步推进将会进一步促进猪肉价格的企稳。**

在供给增速放缓、需求边际改善以及政策干预下，预计 2021 年下半年猪肉价格将会企稳回升，至春节前达到阶段高点，节后有所回落。

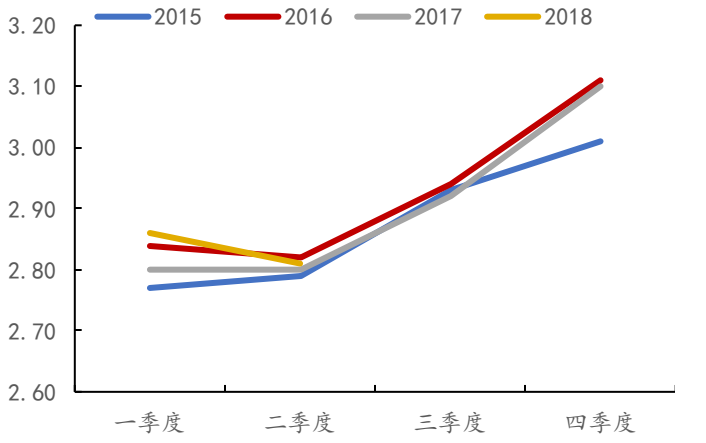
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

图 4 能繁母猪存栏同比和生猪存栏较高点回落



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5 猪肉需求指数显示三、四季度猪肉消费进入旺季



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6 猪粮比价进入一级预警区间

资料来源：WIND，华西证券研究所

鲜菜：鲜菜的环比价格存在明显的季节性特征，一般而言，下半年的 7-9 月份全国将进入洪涝灾害多发期，关注对蔬菜的生产影响。11-12 月份以及次年的 1-2 月，随着天气的逐渐转冷，以及元旦、春节等节假日的临近，鲜菜价格将会得到进一步支撑。

油价：石油供给逐步恢复，需求端边际可能有所放缓，油价可能稳中趋降。7 月份以来，WTI 原油价格和 IPE 原油价格均从年内高点逐步回落，目前处于高位震荡状态。截至 8 月 11 日，WTI 原油价格和 IPE 原油价格分别收于 69.25 美元/桶和 71.44 美元/桶，较年内高点回落约 6.4%。

需求端，8 月后，伴随美国财政刺激逐步退潮，中国经济增速向常态回归，主要经济体原油需求边际上将有所放缓。

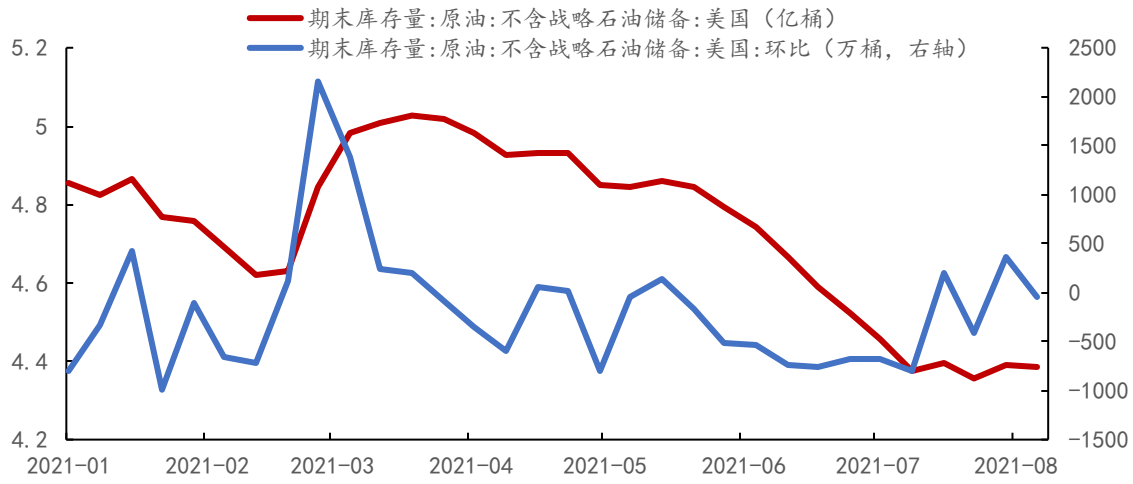
供给端，7 月 18 日，OPEC+会议就增产达成协议，决定于 2021 年 8 月开始每月增产 40 万桶/日，直至完全恢复 580 万桶/日的减产量。按照这一增产速度，预计年底 OPEC+整体原油产量将增加 200 万桶/日。库存方面，EIA 数据显示,7 月中旬以来美国原油库存结束 3 月以来的下跌趋势，逐步企稳。截至最新公布日期 8 月 6 日，当

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

周美国原油库存 4.39 亿桶，较上周小幅回落 44.80 万桶，库存的企稳反映供需缺口正在逐步修复。

在供给逐步恢复、需求边际放缓背景下，预计 2021 年下半年油价中枢将稳中趋降，油价有望在 3 季度达到阶段高点，后续随供需缺口减小而逐步回落。

图 7 美国原油库存逐步企稳



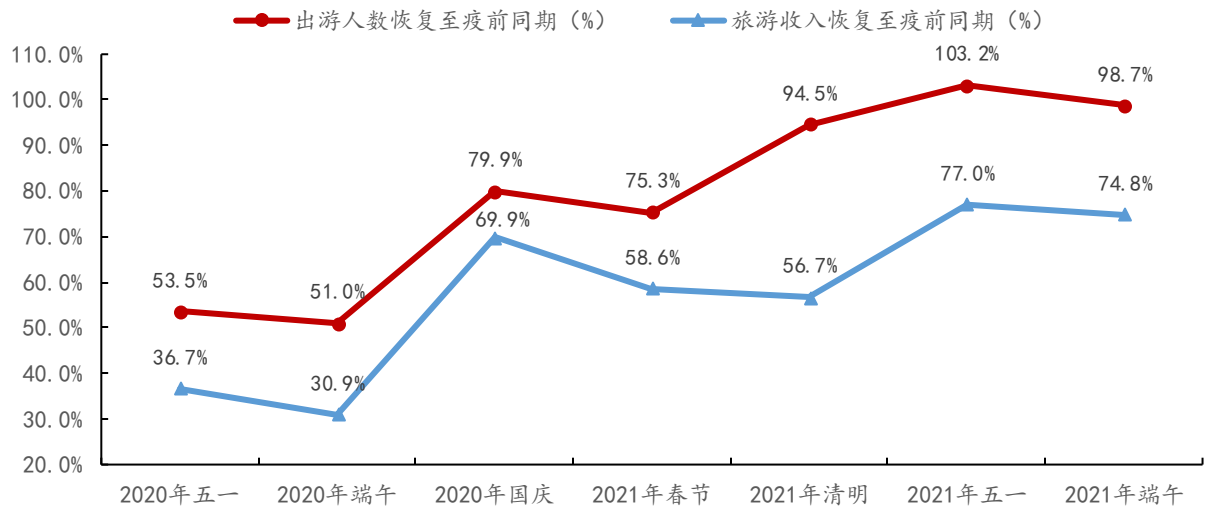
资料来源：WIND，华西证券研究所

服务业价格：2021 年下半年，随着国内疫苗接种数量的不断增加，服务类消费有望进一步恢复 。文化旅游部公布的数据显示，2021 年上半年的四个假期，出游人数与旅游收入复苏进展顺利，五一和端午假期，出游人数已基本恢复至疫情前水平，旅游收入也已恢复 7 成。下半年，7-8 月份的学生暑期以及国庆和中秋长假也将催生新的出行需求，旅游、餐饮等服务类消费有望迎来新一轮增长，同时受 2021 年基期轮换影响，**CPI 中非食品权重有所提升，预计下半年非食品价格将对 CPI 形成一定拉动**，不过 7 月下旬至今多地疫情的反弹可能会放缓 CPI 复苏路径。

综上对 CPI 核心驱动因素的分析和判断，对 CPI 同比走势预测如下：**下半年，CPI 整体会有所上行，11 月见高点（2.2%），总体相对温和，压力不大；2021.10-2022.3，CPI 大概在 2%-2.2%区间内波动。**

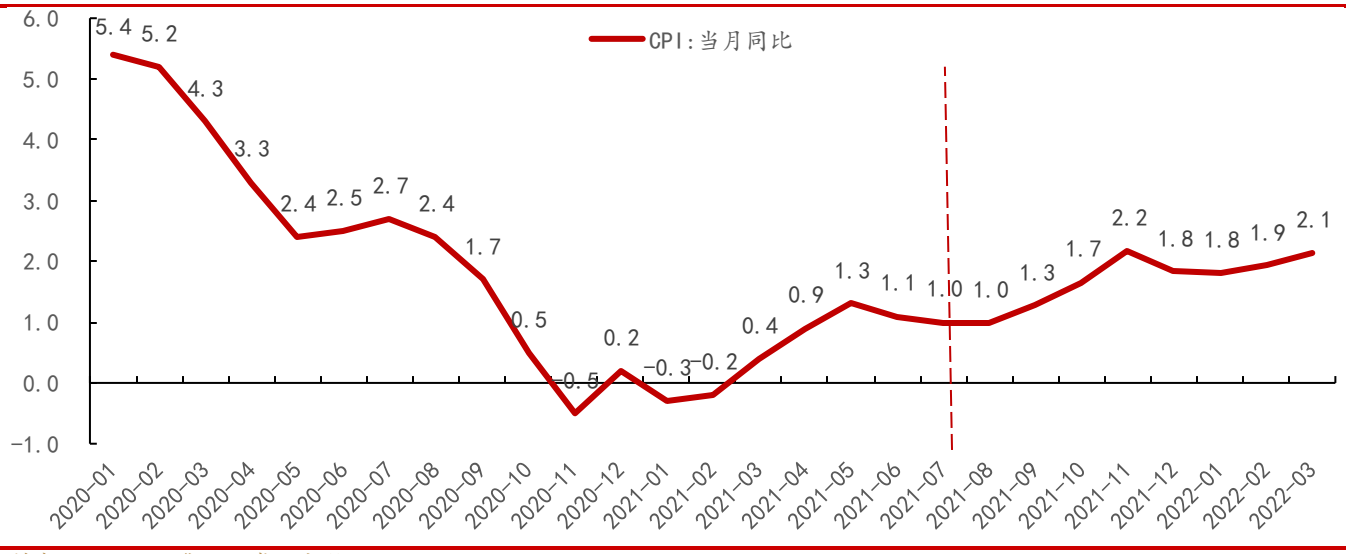
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

图 8 出游人数与旅游收入基本恢复至疫情前水平



资料来源：文化旅游部，华西证券研究所

图 9 2021 年 CPI 同比走势(%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

表 1 CPI 食品分项同比预测

	猪肉	鲜菜	其它	食品烟酒
权重(%)	2.41	2.00	23.36	27.78
预测依据	基于供需格局，对未来价格走势进行判断		过去五年历史均值	
2021-08	-26.73	-2.58	0.58	-2.02
2021-09	-23.13	-2.85	0.92	-1.44
2021-10	-14.77	0.44	1.39	-0.08
2021-11	-6.11	8.79	1.86	1.67
2021-12	-9.28	9.73	1.44	1.11
2022-01	-9.42	3.92	1.90	1.06
2022-02	-10.99	11.20	2.27	1.76
2022-03	2.69	19.83	1.90	3.26
2021 全年中枢	**-16.64**	**2.76**	**0.49**	**-0.84**

资料来源：国家统计局、华西证券研究所

表 2 CPI 非食品分项同比预测

	交通和通信		居住		生活用品及服务	衣着	教育文化和娱乐	医疗保健
细项	交通工具用燃料	其它	水电燃料	其它	-	-	-	-
权重(%)	2.13	9.12	8.74	13.38	4.74	6.81	13.65	11.24
预测依据	对未来原油价格走势判断	过去五年历史均值	对未来原油价格走势判断	过去五年历史均值	对未来服务业价格走势判断	过去五年历史均值	对未来服务业价格走势判断	
2021-08	22.82	0.46	1.75	1.13	0.65	0.52	3.57	1.49
2021-09	25.80	0.41	1.82	1.33	0.72	0.48	3.42	1.89
2021-10	29.91	0.47	1.57	1.37	0.72	0.63	2.77	2.04
2021-11	29.00	0.30	1.21	1.50	0.74	0.79	2.98	2.26
2021-12	21.51	0.18	0.66	1.57	0.78	0.77	3.07	2.44
2022-01	17.89	0.20	0.21	1.58	0.82	0.78	3.61	2.72
2022-02	15.27	-0.03	0.16	1.60	0.80	0.90	3.40	2.85

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_25134